



2023.03.29

장지혜 미디어·음식료  
02-709-2336  
jihye.j@ds-sec.co.kr

# Con- tents



## 디지털 광고 시장 변화

05

- 온라인 광고 시장 현황과 전망
- 검색 광고가 중요해지고 있다
- 동영상 광고 시장도 변화하고 있다

## 존재감 커지는 미디어렙

25

- 미디어렙 산업분석
- 투자포인트(1)검색광고 역량 강화
- 투자포인트(2)동영상 광고 변화의 수혜
- 투자포인트(3)AI 큐레이션 커머스 플랫폼 성장
- 23년 실적 전망과 밸류에이션

## 기업분석

39

- 인크로스(216050)\_ 준비된 자에게 기회가 온다
- 나스미디어(089600)\_ 위기는 기회, 경기 침체 수혜주

## [미디어]

## 디지털 광고: 위기를 기회로

## 위기: 경기 침체와 디지털 광고 시장 변화

국내 총 광고 시장은 경기침체 우려와 기업들의 보수적 마케팅 비용 집행으로 인해 얼어 붙어있는 모습이다. 전년비 국내 광고경기전망지수는 1월 100.5에서 2월 99로 하락했다. 다만 온라인/모바일 광고는 1월 100.5, 2월 102.1로 견조한 상황이다. 경기 침체 속에서 광고주들의 효율적인 마케팅 비용 집행 의지가 반영된 것으로 디지털 광고는 퍼포먼스 마케팅이 수월하기 때문이다.

이러한 디지털 광고 시장은 크게 2가지 변화가 나타나고 있다. 우선 검색광고는 개인정보 보호 강화 트렌드로 디스플레이 광고 효율이 하락하며 중요도가 상승하고 있다. AI와 함께 고도화되고 있는 점도 주목할 만하다. 동영상 광고는 주요 구독형 OTT의 광고 요금제 도입에 따른 광고 지면 확대와 디지털 광고의 TV스크린 진출, C-TV, 어드레서블 TV광고 등 효율적인 TV 광고 확대가 기대된다.

## 기회: 온라인 광고 내 미디어렙 영역 확대와 변화 대응

경기 침체와 디지털 광고 시장 변화 속에서 미디어렙의 역할이 갈수록 중요해질 것으로 전망한다. 매체 지면이 다양해지고 광고주의 퍼포먼스 마케팅 수요가 늘어나면서 매체 효과 측정과 전략 수립이 가능한 미디어렙의 필요성이 상승하고 있다. 주요 미디어렙 나스미디어, 플레이디, 인크로스 3개 회사의 합산 취급고는 23년 2.3조원으로 전년비 14.9% 증가할 것으로 전망한다. 전체 온라인 광고 지출금액과 비교하면 3사 합산 점유율은 18년 18.8%→22년 24.6%까지 상승했다.

앞으로도 해당 비율은 크게 3가지 이유로 늘어날 것으로 전망한다. 첫째로 미디어렙은 DA위주의 광고영업에서 자회사를 통해 SA 역량을 확대하고 있다. 둘째로 OTT의 광고 지면 판매와 IPTV와 연계한 어드레서블 TV광고 판매 확대로 동영상 광고 취급고 성장이 기대된다. 마지막으로 AI기술과 모회사의 통신인프라를 기반으로 큐레이션 커머스 플랫폼 서비스의 거래액 성장이 나타날 전망이다.

## 추천종목: 인크로스, 나스미디어

인크로스와 나스미디어는 올해에도 디지털 광고 시장 성장과 함께 점유율 상승이 기대된다. 양사 합산 매출은 23년 2,457억원(+19% YoY), 영업이익 628억원(+19% YoY, OPM 25.6%)으로 전망한다. 인크로스는 티달 거래액 성장이 전체 실적 성장을 견인할 것이며 올해 검색광고 부문 취급고도 본격적으로 확대될 전망이다. 나스미디어는 넷플릭스 단독 판매대행사로 OTT 광고요금제 확대와 플랫폼 수요 증가에 따른 실적 성장이 기대된다.

장지혜 미디어·음식료  
02-709-2336  
jihye.j@ds-sec.co.kr

2023.03.29

비중확대 (유지)

## Top Picks

인크로스 216050	
투자의견(신규)	매수
목표주가(신규)	26,000원
상승여력	46.8%

## 나스미디어 089600

투자의견(신규)	매수
목표주가(신규)	35,000원
상승여력	44.9%

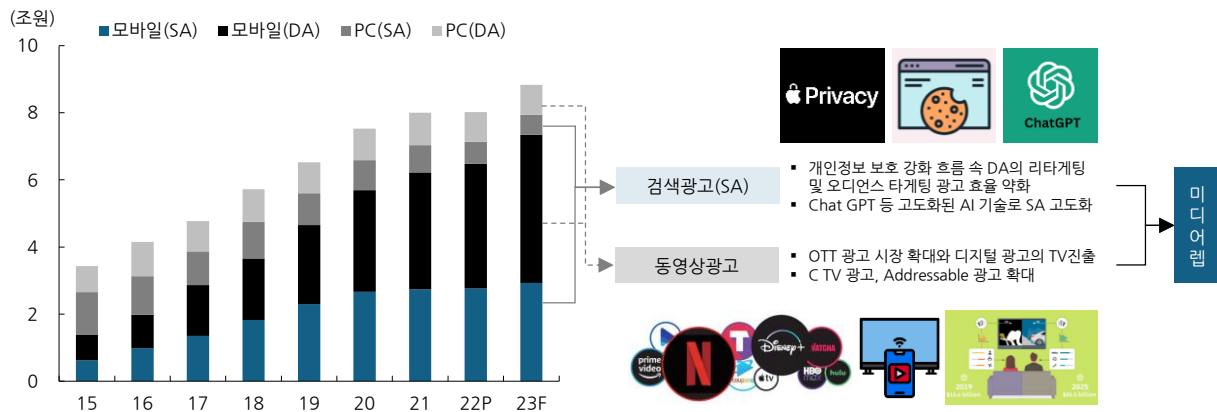
## Key Charts

표1 목표주가 산출 내역

종목	구분		밸류에이션
인크로스	현재주가(원)	17,710	23년 EPS에 목표배수 15배 적용
	목표주가(원)	26,000	현재 시가총액 23년 전체 취급고 대비 0.31배
	Upside	46.8%	
나스미디어	현재주가(원)	24,150	23년 EPS에 목표배수 12배 적용
	목표주가(원)	35,000	현재 시가총액 23년 취급고 나스미디어(별도) 대비 0.32배
	Upside	44.9%	나스미디어(연결) 대비 0.18배

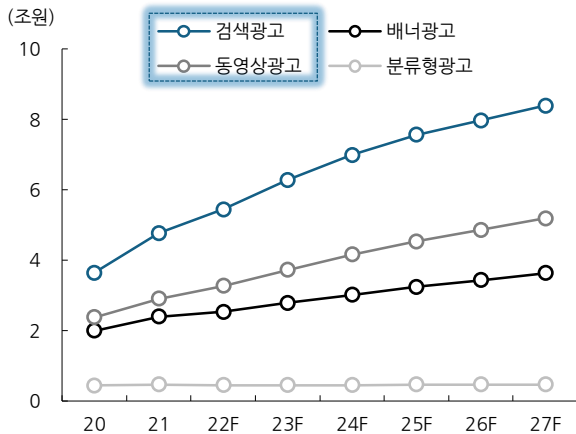
자료: DS투자증권 리서치센터, 주: 현재주가는 23.03.28 종가

그림1 온라인 광고 시장 규모와 분류



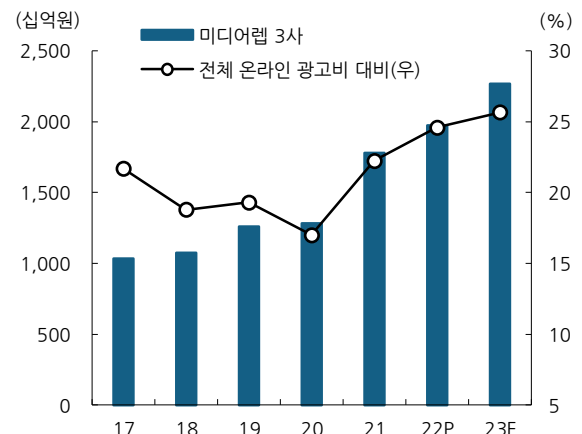
자료: kobaco, DS투자증권 리서치센터

그림2 국내 유형별 인터넷 광고 시장 규모 및 전망



자료: DMC미디어, Statista(2022.06), DS투자증권 리서치센터

그림3 디지털 광고 내 미디어렐사 3사 비중 추이



자료: kobaco, 나스미디어, 인크로스, 플레이다, DS투자증권 리서치센터

## 디지털 광고 시장 변화

### 온라인 광고 시장 현황과 전망

22년 국내 총광고 시장  
15.7조원(+1.6% YoY)

22년 국내 총광고비 시장은 15.7조원으로 전년비 +1.6% 증가한 것으로 추정된다. 이 중 온라인 광고비는 8조원으로 전년비 +0.2% 증가에 그쳤다. 코로나 팬데믹으로 20년 다른 매체의 광고비가 줄어든 때에 온라인 광고 혼자 +15.4% 증가했고 21~22년은 다른 매체가 회복하며 성장률이 둔화된 것으로 파악된다. 팬데믹 효과를 제거하고 19~22년 3년간 평균 광고비 성장률을 비교하면 총광고비가 +3.0%, 온라인이 +7.1%로 전체 성장을 견인했다. 이에 따라 온라인 광고비가 국내 총광고비에서 차지하는 비중은 14년 27.3%→18년 41.6%→22년 50.9%로 증가세에 있다.

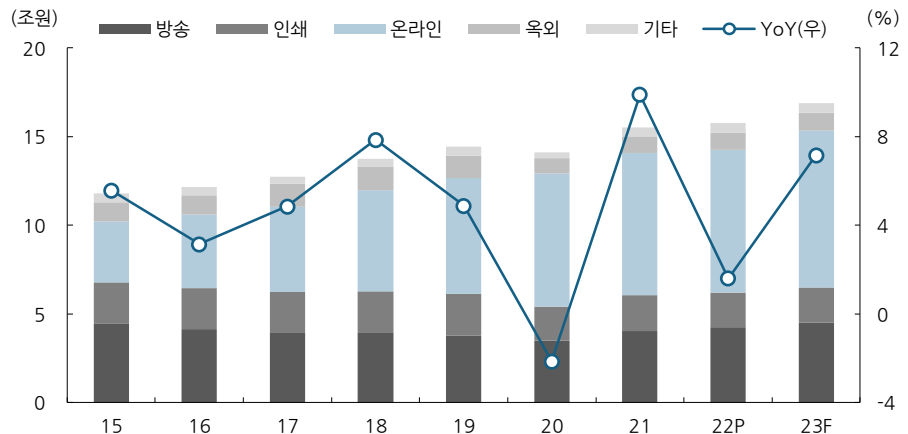
23년 국내 총광고 시장  
16.9조원(+7.2% YoY)  
향후 하향 조정 가능

한국방송광고진흥공사(kobaco)는 23년 국내 총광고비 시장 규모를 16.9조원(+7.2%)으로 전망했다. 22년 1월 발표한 자료로 향후 국내 경기 및 기업 상황에 따라 하향 조정될 여지는 있어 보인다. 국제통화기금(IMF)은 23년 한국의 경제성장률을 22년 10월 2.0%에서 23년 1월 1.7%로 하향했고 광고경기전망지수는 1월과 2월 각각 전년 동기대비 100.5에서 99로 하락했다. 다만 공통적으로 하반기 갈수록 광고 시장의 탄력이 붙을 것으로 추정하고 있다.

23년 국내 온라인 광고비  
8.8조원(+10.2% YoY)  
모바일 성장이 견인

한편 kobaco는 23년 온라인 광고비에 대해서는 8.8조원(+10.2%)으로 전망했다. 이 중 PC광고는 1.5조원(-3.3%)으로 지난 4개년과 마찬가지로 감소할 것이며 모바일 광고가 7.3조원(+13.4%)을 기록할 것으로 추정했다. 온라인 광고에서 모바일 광고가 차지하는 비중도 14년 29.8%→18년 64.0%→22년 83.1%로 꾸준히 증가 중이다.

그림4 국내 총광고비 추이 및 전망



자료: kobaco, DS투자증권 리서치센터

표2 국내 방송 통신 광고비 조사 금액 추이

(십억원, %)	16	17	18	19	20	21	22P	23F
총 광고비	12,162.7	12,753.5	13,755.9	14,426.9	14,120.3	15,517.4	15,767.8	16,898.1
방송	4,135.1	3,950.1	3,931.8	3,771.0	3,484.1	4,053.1	4,242.4	4,521.3
지상파 TV	1,745.3	1,551.7	1,421.9	1,244.7	1,106.6	1,363.6	1,382.2	1,427.5
지상파 DMB	7.2	5.3	4.4	2.3	2.6	2.2	2.3	2.5
라디오	239.9	253.0	207.3	208.5	233.0	259.8	254.2	262.0
PP	1,895.1	1,853.7	1,713.0	2,002.1	1,891.7	2,182.4	2,354.4	2,580.7
어드레서블	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	1.6	2.0	2.1
SO	134.6	139.1	140.8	139.1	114.5	109.0	110.3	111.9
IPTV	84.6	99.3	116.1	124.3	102.5	107.1	106.9	105.4
위성방송	28.3	48.0	51.1	50.0	33.2	33.0	32.3	31.3
인쇄	2,319.3	2,310.3	2,348.0	2,373.0	1,920.1	2,020.8	1,975.3	1,975.4
신문	1,867.0	1,858.5	1,903.1	1,939.7	1,593.4	1,708.1	1,660.3	1,647.1
잡지	452.4	451.7	444.8	433.3	326.7	312.7	315.0	328.3
온라인	4,154.7	4,775.1	5,717.2	6,521.9	7,528.4	8,003.6	8,022.7	8,837.7
PC	2,173.1	1,909.2	2,055.4	1,871.6	1,839.4	1,779.7	1,546.6	1,496.3
디스플레이	1,022.4	904.4	965.8	919.2	936.3	972.2	890.4	896.1
검색광고	1,150.7	1,004.8	1,089.7	952.4	903.0	807.5	656.1	600.2
모바일	1,981.6	2,865.9	3,661.8	4,650.3	5,689.0	6,223.9	6,476.2	7,341.4
디스플레이	1,002.1	1,519.3	1,840.0	2,353.1	3,026.8	3,484.0	3,712.7	4,415.8
검색광고	979.5	1,346.7	1,821.8	2,297.2	2,662.2	2,739.9	2,763.5	2,925.6
욕외	1,088.5	1,305.9	1,329.9	1,256.8	835.8	930.2	981.9	1,019.9
기타	465.0	412.1	429.0	504.2	352.0	509.7	545.4	543.8
DM	157.9	170.2	171.3	214.8	143.7	141.3	170.4	161.5
생활정보	34.4	28.5	57.0	96.0	93.5	245.8	247.3	250.0
취업정보	86.7	73.9	91.8	119.1	71.8	71.8	73.4	76.0
방송제작사	186.0	139.5	108.9	74.4	43.0	50.8	54.4	56.3
YoY	3.2	4.9	7.9	4.9	-2.1	9.9	1.6	7.2
방송	-7.4	-4.5	-0.5	-4.1	-7.6	16.3	4.7	6.6
지상파 TV	-9.7	-11.1	-8.4	-12.5	-11.1	23.2	1.4	3.3
지상파 DMB	-29.5	-27.0	-16.7	-46.9	10.3	-14.9	3.1	12.5
라디오	-6.6	5.5	-18.1	0.6	11.8	11.5	-2.2	3.1
PP	-5.5	-2.2	-7.6	16.9	-5.5	15.4	7.9	9.6
어드레서블	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	20.0	6.9
SO	-7.3	3.4	1.2	-1.2	-17.7	-4.8	1.1	1.4
IPTV	-6.3	17.4	16.9	7.1	-17.5	4.4	-0.2	-1.4
위성방송	17.8	69.5	6.6	-2.1	-33.6	-0.7	-2.0	-3.0
인쇄	-0.4	-0.4	1.6	1.1	-19.1	5.2	-2.3	0.0
신문	0.6	-0.5	2.4	1.9	-17.9	7.2	-2.8	-0.8
잡지	-4.6	-0.1	-1.5	-2.6	-24.6	-4.3	0.7	4.2
온라인	21.2	14.9	19.7	14.1	15.4	6.3	0.2	10.2
PC	5.8	-12.1	7.7	-8.9	-1.7	-3.2	-13.1	-3.3
디스플레이	31.9	-11.5	6.8	-4.8	1.9	3.8	-8.4	0.6
검색광고	-10.0	-12.7	8.4	-12.6	-5.2	-10.6	-18.7	-8.5
모바일	44.2	44.6	27.8	27.0	22.3	9.4	4.1	13.4
디스플레이	33.2	51.6	21.1	27.9	28.6	15.1	6.6	18.9
검색광고	57.4	37.5	35.3	26.1	15.9	2.9	0.9	5.9
욕외	2.6	20.0	1.8	-5.5	-33.5	11.3	5.6	3.9
기타	-8.4	-11.4	4.1	17.5	-30.2	44.8	7.0	-0.3
DM	-12.0	7.8	0.7	25.4	-33.1	-1.7	20.6	-5.2
생활정보	-23.5	-17.2	100.0	68.4	-2.6	162.9	0.6	1.1
취업정보	-22.7	-14.7	24.2	29.6	-39.7	0.1	2.2	3.5
방송제작사	8.6	-25.0	-21.9	-31.7	-42.3	18.3	7.0	3.6

자료: kobaco, DS투자증권 리서치센터

온라인 광고 속  
모바일 광고, DA 비중 확대

이번 보고서에서는 이러한 온라인 광고 시장의 변화를 광고 형태에 따라 살펴보고 미디어어랩(Media Representative의 줄임말)사의 역할 확대에 대해서 다루고자 한다. 우선 온라인 광고 시장은 앞서 살펴본 것과 같이 모바일 비중이 22년 80%를 초과하고 있다. 이는 스마트폰 보급이 빠르게 확산되고 통신망이 발달하면서 콘텐츠 소비와 검색 활동이 PC에서 스마트폰으로 이동했기 때문이다. 특히 모바일 광고가 성장하면서 배너, 동영상 형태로 웹페이지에 노출되는 디스플레이광고(DA, Display Advertising)가 빠르게 성장했다. DA는 15년 1.5조원→18년 2.8조원→22년 4.6조원으로 성장 중이며 온라인 광고에서 차지하는 비중도 15년 44.6%→18년 49.1%→22년 57.4%로 확대되고 있다.

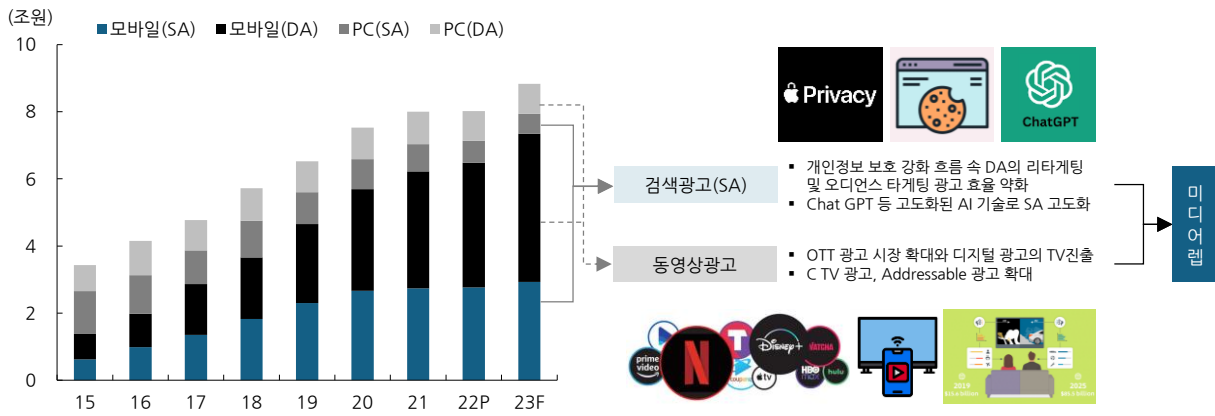
온라인 광고 시장 변화 흐름  
1)SA 다시 주목  
2)VA 시장 구성 변화

그런데 최근 들어 온라인 광고 시장에서 또 다른 변화 흐름이 나타나고 있다. 개인정보 보호 강화 흐름 속에서 DA의 리타겟팅 효율이 떨어지고 챗GPT와 고도화된 AI기술이 등장하며 검색광고(SA, Search Advertising)가 다시 주목받을 것으로 판단한다. 또한 DA 중에서는 OTT의 광고 요금제 출시와 C-TV(Connected TV)광고, 어드레서블 TV광고(Addressable TV) 등 동영상광고(VA, Video Advertising)가 변화를 겪고 있다.

역할이 점점 확대되는  
미디어랩사 주목

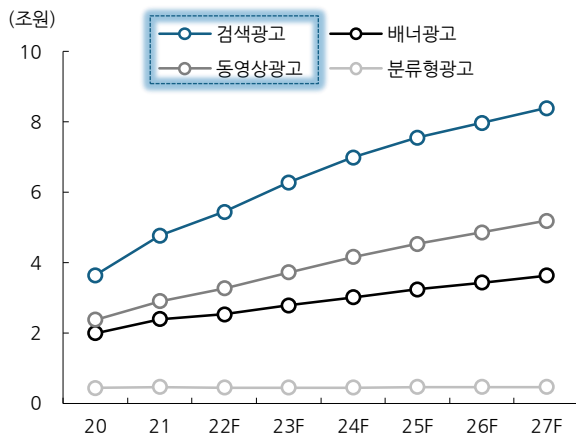
이러한 변화 속에서 국내 미디어어랩사는 다양한 광고 상품을 기획하고 사업을 확대하며 적극적으로 대응하고 있다. 사업영역을 DA 위주에서 SA로 확대하고, 프로그래매틱 광고 상품을 늘리고 있으며, 통신사와 연계를 확대해 맞춤형 상품 추천과 IPTV를 통한 어드레서블 TV 광고 확대에 나서고 있다. 온라인 광고시장의 두 가지 변화를 중점적으로 살펴보고 점점 더 확대되는 미디어어랩사의 역할에 대해서 다뤘다. 실제로 DMC미디어의 23년 전망 자료에 따르면 Statista는 국내외 모두 향후 5년간 검색 광고가 가장 가파르게 성장하며 비중이 확대될 것이라고 전망했다.

그림5 온라인 광고 시장 규모와 분류



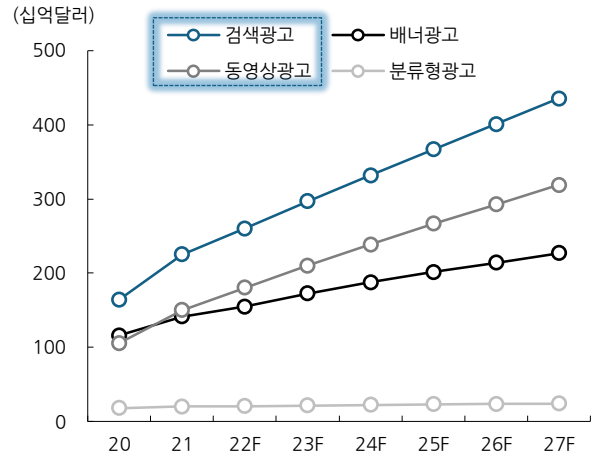
자료: kobaco, DS투자증권 리서치센터

그림6 국내 유형별 인터넷 광고 시장 규모 및 전망



자료: DMC미디어, Statista(2022.06), DS투자증권 리서치센터

그림7 글로벌 유형별 인터넷 광고 시장 규모 및 전망



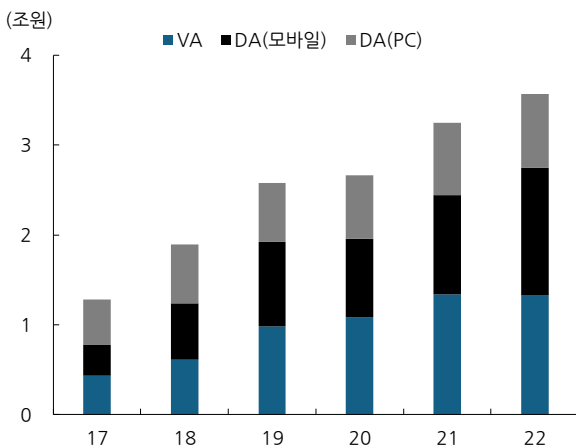
자료: DMC미디어, Statista(2022.06), DS투자증권 리서치센터

### 검색 광고가 중요해지고 있다

개인정보 보호강화, AI기술로 SA 비중이 다시 상승할 것

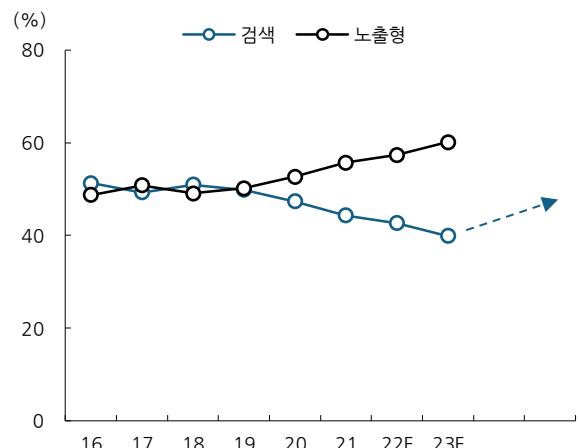
지난 5년과 달리 앞으로는 온라인 광고에서 SA의 중요도가 상승할 전망이다. 국내 전체 온라인 광고비에서 SA가 차지하는 비중은 18년 이후 감소해 왔다. 16년 51.3%→18년 50.9%→22년 42.6%를 기록했다. 이는 모바일 DA가 성장해왔기 때문에 스마트폰 보급으로 모바일 콘텐츠 소비 증가와 더불어 1)앱데이터를 기반한 타겟팅 광고가 수월했고, 2)유튜브와 SNS 등 모바일을 통한 동영상 광고가 급증했기 때문이다. 그러나 개인정보 보호강화 트렌드에 따른 쿠키 및 앱데이터 사용 제한과 AI 기술 발달에 따른 SA의 정확도가 더 상승하며 SA 비중이 다시 상승할 것으로 전망한다.

그림8 주요 매체 온라인 광고 유형별 금액 추이



자료: 리서치에드, DS투자증권 리서치센터

그림9 국내 온라인 광고 비중 추이 및 전망



자료: kobacco, DS투자증권 리서치센터

1) 개인정보 보호 강화 트렌드→DA 효율 하락, SA 데이터 더욱 중요

애플, 구글의  
개인정보 보호 강화

20년도부터 주요 플랫폼사의 개인정보 보호 강화 흐름이 나타나고 있다. 애플은 21년 4월 앱추적 투명성(ATT, App Tracking Transparency)정책을 도입해 자사 앱마켓의 정보주체 동의 요건을 옵트인(Opt-In)방식으로 변경했다. 앱에서 광고 제공을 목적으로 이용자 활동을 추적할 때 권한을 요청하는 팝업을 띄워 동의를 구하도록 한 것이다. 애플은 20년 3월 이미 '사파리'에서 쿠키 수집을 차단했다. 한편 구글은 21년 5월 앱마켓에 안전섹션을 도입했고 23년까지 '크롬'에서 쿠키활용을 단계적으로 제한하겠다고 밝혔다.

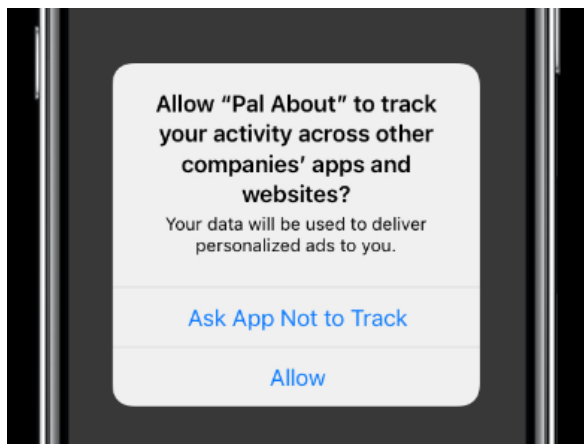
DA의 효율이 떨어지면서 SA의 비교우위가 생겨날 것이다. 서드파티 데이터, AD ID(모바일 앱 이용자 식별코드) 활용이 갈수록 어려워지면서 해당 데이터를 기반으로 타겟팅을 해왔던 DA의 효율은 떨어질 수밖에 없다. 반면 SA는 이용자가 직접 검색한 키워드를 기반으로 캠페인을 운영하기 때문에 서드 파티 쿠키의 영향을 덜 받고 실구매로 전환되는 비율도 높다. 따라서 향후 퍼포먼스 마케팅의 효율을 올리며 목표한 성과를 달성하기 위해서는 SA 활용이 중요해질 것이다.

표3 애플과 구글의 개인정보보호 강화 정책

일자	내용
20/01	구글 프라이버시 샌드박스 도입, 크롬 쿠키 추적 2년 내 폐지 발표
20/03	애플 사파리 서드파티 데이터 표적광고 중단
20/06	애플 '앱추적 투명성 원칙' 발표
20/12	애플 '앱 프라이버시' 등 개인정보보호 정책 업데이트
21/03	구글 크롬 쿠키 추적 중단 일정 수정 발표(22-23년)
21/04	애플 iOS 14.5 업데이트, 앱추적 투명성(ATT) 기능 도입
21/05	구글 앱마켓 안전섹션 도입
22/02	구글 안드로이드 앱추적 개편 발표

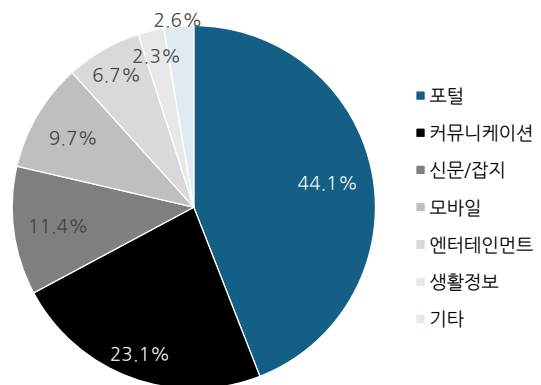
자료: 언론, DS투자증권 리서치센터

그림10 애플의 ATT 도입. 거절 90%



자료: 애플, DS투자증권 리서치센터

그림11 22년 국내 모바일 배너광고 플랫폼 비중



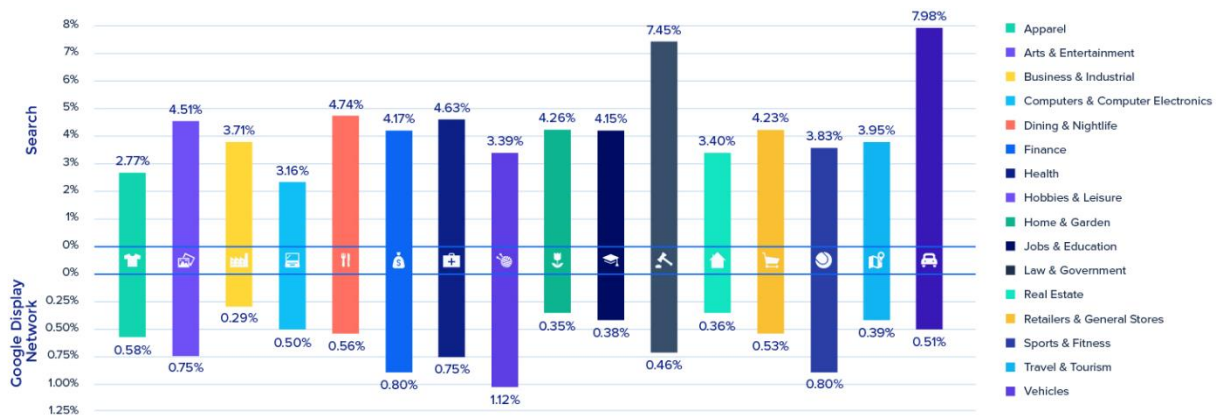
자료: 리서치앤드, DS투자증권 리서치센터

표4 데이터 종류 구분

	퍼스트 파티	세컨드 파티	서드 파티
데이터 제공 주체	고객	파트너사	제3자
정확도와 신뢰성	높음	높음	낮음
공유 여부	불가	파트너와만 공유	많은 기업과 공유
데이터 예시	고객 이메일, 연락처, 구매 내역, 자사 웹사이트 활동 등	SNS프로필, 고객피드백, 고객 설문조사, 웹사이트 활동 등	방문한 웹사이트, 소득, 연령, 구매 상품 이력 등

자료: 인크로스, DS투자증권 리서치센터

그림12 구글 검색 광고와 디스플레이 광고 평균 CVR(Conversion/Click, 전환율)비교



자료: 구글, Wordstream, DS투자증권 리서치센터

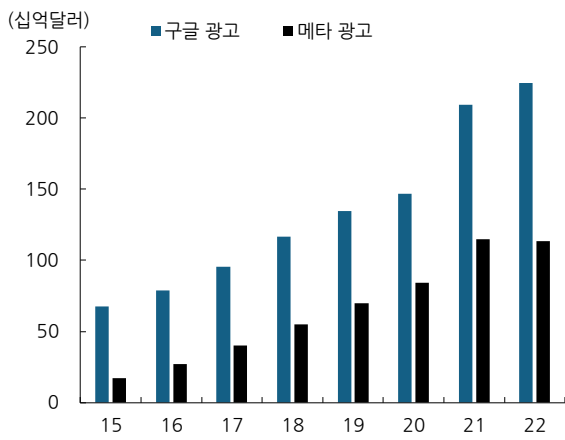
플랫폼별 실적 차별화  
구글↑, 메타↓

실제로 주요 플랫폼 업체의 광고 매출에서도 차이가 벌어지고 있다. 퍼스트 파티 데이터를 가지고 있고 검색 플랫폼을 보유한 업체의 광고 매출은 성장한 반면 그렇지 못한 업체의 광고 매출은 급감한 것이다. 애플과 구글이 개인정보 보호강화를 본격화한 21년 구글 검색광고 매출은 1,490억달러(+43.1% YoY)를 기록했고 22년은 1,625억달러(+9.1% YoY)로 성장세를 이어가고 있다. 유튜브 광고 매출은 21년 288억달러, 22년 292억달러로 각각 전년비 +46%, +1.4% 증가에 그쳤다. 한편 메타의 광고 매출은 21년 1,149억달러(+36.6% YoY)로 성장한 후 22년 1,136억달러로 전년비 -1.1% 감소했다. 메타의 광고 매출이 감소한 것은 사상 처음으로 개인정보 보호강화 정책, 틱톡 등 SNS 경쟁 심화에서 기인한다.

네이버 검색광고 역시  
견조한 실적 성장 중

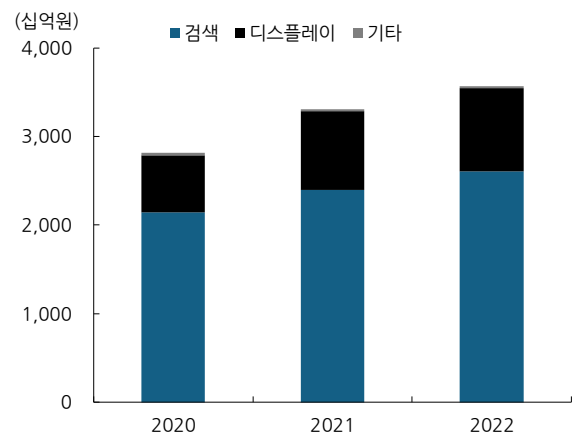
국내의 경우 네이버의 서치플랫폼 매출에서도 검색광고가 견조한 성장세를 이어가고 있다. 네이버 서치플랫폼의 검색광고 매출은 21년 2.4조원(+11.9% YoY), 22년 2.6조원(+8.7% YoY)으로 성장 중이다. 개인화와 검색 의도 맞춤형 결과 제공을 통한 검색 품질 및 검색 광고 효율 개선과 검색광고 신상품 출시로 성장을 이어가고 있다.

그림13 메타/구글 광고 추이



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림14 네이버 서치플랫폼 매출액 추이

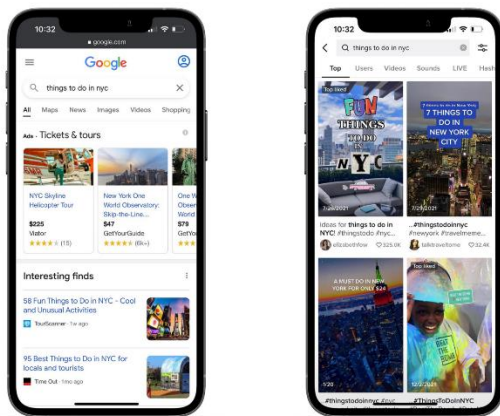


자료: 네이버, DS투자증권 리서치센터

다양한 플랫폼에서 SA를 강화하며 매체간 경쟁심화

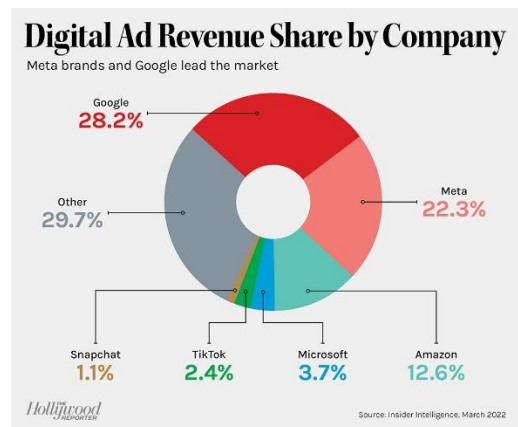
한편 다양한 플랫폼에서 SA를 강화하며 매체간 경쟁이 치열해질 것으로 전망한다. 카카오는 오픈채팅을 앱 ‘오픈링크’로 분류하며 오픈링크 내 검색 광고를 확대할 것이라고 밝혔다. 숏폼 콘텐츠 SNS 플랫폼 틱톡(TikTok)도 검색 광고 본격 론칭을 준비 중인 것으로 알려졌다. 틱톡은 글로벌 150개 국가에서 월간 활성 유저(MAU)를 10억명 이상 보유하고 있는데 이는 페이스북 29억명, 유튜브 22억명, 인스타그램 14억명에 견주어 불만한 수치이다. 특히 미국에서는 1억 3,800만명 이상의 틱톡 MAU 중 10~20대가 52%에 달한다. 구글 내부 연구에 따르면 18~24세의 Z세대 40%가 점심 먹을 장소를 찾을 때 구글 검색 서비스나 구글 지도 대신 틱톡과 같은 SNS를 사용해 정보를 검색한다고 밝혀 향후 틱톡의 SA 확대가 검색광고 시장에 미치는 영향이 클 것으로 판단된다.

그림15 구글과 틱톡 검색 비교



자료: 언론, DS투자증권 리서치센터

그림16 미국 디지털 광고 점유율



자료: eMarketer, DS투자증권 리서치센터

## 2) AI와 함께 검색광고 고도화

써제스트 기술  
검색 키워드 관련  
보다 정교한 상품 추천

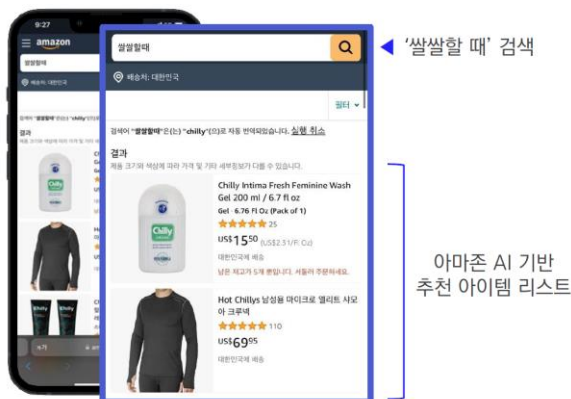
인공지능(AI, Artificial Intelligence)기술 발달로 SA의 비중이 더욱 확대될 것으로 전망한다. 우선 키워드 관련 상품 추천 측면에서는 AI기술을 활용해 보다 정교하게 고객의 데이터와 취향을 분석하고 구매전환율을 높이는 써제스트(Seargest, search+suggest) 기술이 활용되고 있다. 네이버는 기존 네이버 스마트스토어에 AI CLOVA MD 상품 추천 솔루션을 도입해 추천기능을 강화하고 있다. 네이버 쇼핑 스마트블록에서 상품 키워드와 관련된 실제 상품 후기들을 추천상품과 함께 제공하고 있고 AI가 상품 선정과 기획까지 맡아 클릭 증가율을 높이는 MD역할도 한다. 아마존은 검색의 맥락까지 추측해 추천 상품 리스트를 제공하고 있다.

그림17 AI하이퍼클로바가 도입된 네이버 스마트스토어



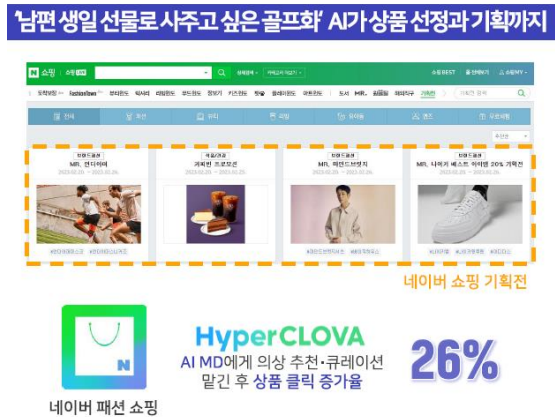
자료: 네이버, DS투자증권 리서치센터

그림18 아마존의 검색추천 기능



자료: 아마존, DS투자증권 리서치센터

그림19 MD 역할을 대신하는 네이버 CLOVA



자료: eMarketer, DS투자증권 리서치센터

생성형 AI 검색 엔진 활용  
광고 지면과 효율 확대

또한 챗GPT와 같은 생성형 AI검색엔진의 등장으로 광고지면 확대가 기대된다. 더구나 사용자의 의도를 파악해 알맞은 상품과 광고 소재를 자연스럽게 제공하기 때문에 기존 SA대비 사용자의 주목도와 신뢰도를 높이고 광고 효율이 개선되며 성장할 것으로 기대된다. 실제로 마이크로소프트는 자사 검색엔진 '빙'에 챗GPT가 적용된 AI 챗봇 서비스를 도입하고 이를 수익화 하기 위해 팝업 DA광고, 답변에 인용한 유료 링크 허용 등의 방안을 모색 중인 것으로 알려졌다.

표5 생성형 AI 검색과 기존 검색 엔진의 차이점

	생성형 AI 검색	기존 검색 엔진
인공지능 기술	인공지능 기술인 언어 모델링 사용, 사용자 질문에 답변 생성	키워드 검색을 통한 정보 제공
생성성	사용자 질문에 새로운 정보를 생성. 더 생산적인 답변 제공	새로운 정보를 생산할 수 없음
상호작용	사용자 친화적 상호작용, 질문을 이해하고 대답하는 방식	사용자와 상호작용 없음
연관성	사용자 이전의 질문을 기억하고 연관성을 고려해 유연성 있게 답변	질문에 대한 답변을 제공하지 않으며 각 검색마다 독립적으로 정보 제공
질문, 문맥 이해도	자연어 처리 기술을 통해 사용자 질문을 이해. 의도에 맞는 결과 제공	사용자 질문을 이해하고 답변하는 방식이 아닌 키워드 관련 정보 제공

자료: 인크로스, DS투자증권 리서치센터

그림20 글로벌 3사의 AI 챗봇 서비스

	OpenAI 챗GPT	빙	바드
개발사	오픈시	마이크로소프트	구글
사용법	오픈시 홈페이지	빙 검색창	구글 검색창 탑재*
학습 데이터	2021년 데이터까지	1시간 전 데이터까지	실시간 데이터 학습*
공개 여부	일반 공개	신청자 대상 순차 공개 중	수주 내 일반 공개
언어 모델	GPT-3.5	GPT-3.5 업그레이드 버전	구글 람다
매개변수	1,750억 개	1,750억 개	1,370억 개
오류가능성	있음	있음	있음

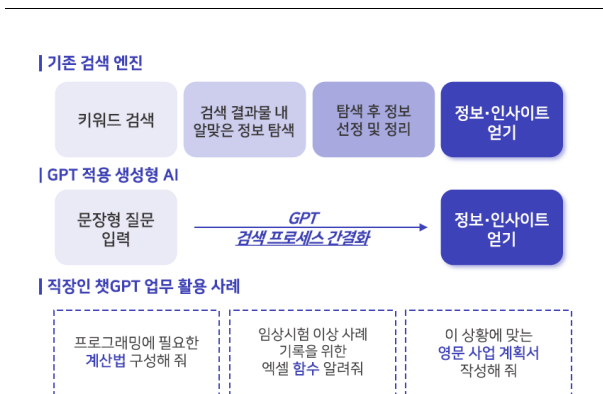
자료: 인크로스, DS투자증권 리서치센터

그림21 국내 기업의 AI 서비스 현황

네이버	스노우 'AI 아바타', 클로바더빙
카카오	카카오브레인 '비디스커버', 의료진단용 AI 등 버티컬 서비스 출시 예정
SKT	대화형 AI '에이닷' 고도화 정식 서비스 출시 예정
KT	초거대 AI '믿음' 기반에 금융사와 'AI 고객센터' 구축 논의
LG U+	초거대 AI '엑스원' 기반에 고객센터에 활용하고 있는 B2B 서비스 개발
라이언로켓	AI 아바타 앱 '미버스'
킵크로우	AI 인스타그램 포스팅 서비스
뤼튼 테크놀로지	간단한 키워드로 글 초안 작성하는 '뤼튼' 서비스
브이넷	상품 URL 한 개로 배너 이미지 수천 개 자동 생성 서비스

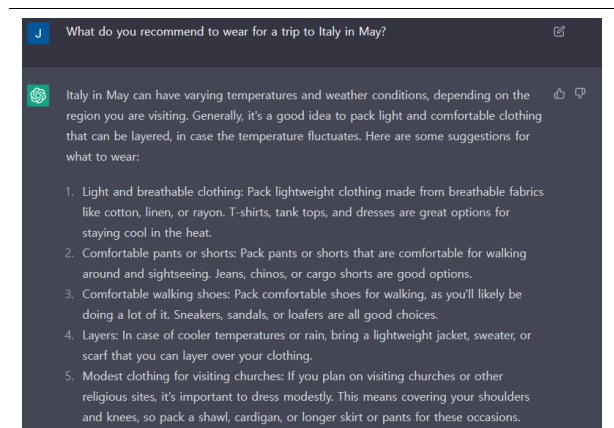
자료: 인크로스, DS투자증권 리서치센터

그림22 GPT 적용시 얻는 검색 프로세스의 단순화



자료: 인크로스, DS투자증권 리서치센터

그림23 챗GPT가 추천하는 여행 옷 차림



자료: 챗GPT, DS투자증권 리서치센터

표6 생성형 AI 플랫폼 활용 광고 예시(1)

구분	채팅창 상단 DA 광고	채팅창 하단 DA 광고	답변에 인용한 사이트 링크로 연결
예시			
설명	검색어 관련 팝업 광고 제시	검색어 관련 팝업 광고 제시	답변에 인용한 사이트 링크로 연결

자료: 인크로스, DS투자증권 리서치센터

표7 생성형 AI 플랫폼 활용 광고 예시(2)

구분	연관 질문은 광고	답변 내 키워드 링크 광고	답변 내 키워드 텍스트 광고
예시			
설명	연관 질문은 제시 후 클릭시 광고 노출	응답에 키워드 포함시 링크 광고 제공	응답에 키워드 포함시 텍스트 광고 제공

자료: 인크로스, DS투자증권 리서치센터

표8 생성형 AI 플랫폼 활용 광고 예시(3)

구분	답변 하단 키워드 검색 광고	응답 로딩 중 VA 광고
예시		
설명	채팅창 하단 키워드 관련 제품	질문 시 스킵이 불가능한 짧은 영상 광고 후 답변 제공

자료: 인크로스, DS투자증권 리서치센터

### 동영상 광고 시장도 변화하고 있다

동영상 광고 방송과 온라인  
경계 허물어지는 중

동영상 광고(VA, Video Advertising) 시장도 변화의 흐름 한가운데에 있다. VA 시장을 크게 방송광고와 온라인 동영상 광고로 나뉘볼 수 있는데 그 경계가 허물어지고 있기 때문이다. 광고 규모와 주체, 효과 측면에서 명확히 구분되어 있던 것에서 OTT(Over The Top, 온라인 동영상 서비스)시청 점유율 증가와 IPTV(Internet Protocol Television), 스마트TV 등 인터넷망과 연결된 TV 보급률이 늘어나고 있기 때문이다. 이에 더해 다양한 플랫폼이 등장하면서 매체간 경쟁도 치열해지고 있는 모습을 보이고 있다.

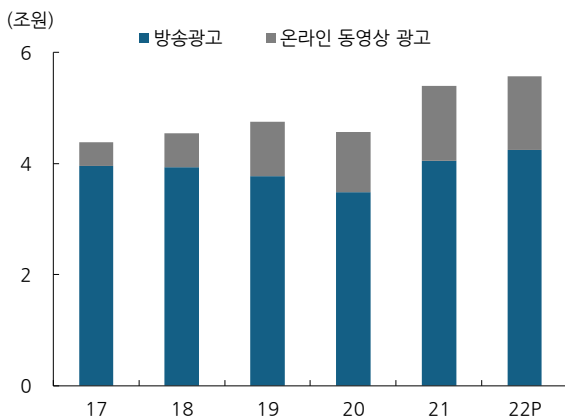
22년 동영상 광고 5.6조원  
방송광고 4.2조원  
온라인 동영상 광고 1.3조원

22년 방송광고와 온라인 동영상 광고의 합산 금액은 5.6조원으로 전년비 +3.3% 증가했다. 팬데믹을 겪으며 20년 -3.9% YoY 감소하고, 21년 +18.1% YoY 성장한 것에 기저 부담이 작용했다. 특히 동기간 방송광고 시장의 등락이 컸다. 방송과 온라인 동영상 광고 규모를 나눠서 보면 22년 방송광고는 4.2조원, 온라인 동영상 광고는 1.3조원으로 비중은 각각 76%, 24% 수준이다. 18년까지만 해도 동 비중은 86%, 14%였던 것을 감안하면 온라인 동영상 광고의 가파른 성장이 전체 VA 시장 성장을 견인하고 있다.

방송 광고의 비중 변화  
결국은 콘텐츠 경쟁력 차이  
OTT가 등장하며 경쟁 심화

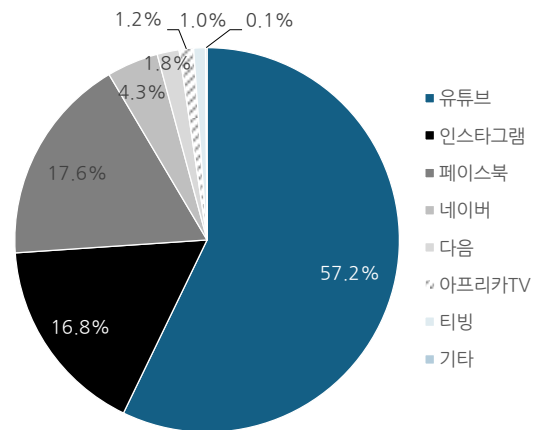
좀 더 세부적으로 살펴보면 방송광고 시장에서 지상파 방송은 비중이 줄어들고 방송채널 사용사업자(PP, Program Provider)의 비중이 늘어나고 있다. 지상파 비중은 14년 47%→18년 36%→22년 33%로 감소한 반면 PP의 비중은 14년 42%→18년 51%→22년 56%로 증가했다. 이는 광고의 특성상 시청률과 관계가 있으며 결국은 콘텐츠의 차이에서 발생한 것으로 파악된다. 이런 시청률 및 콘텐츠 경쟁은 OTT가 등장하면서 심화된다. 더구나 기존 온라인 동영상 광고가 유튜브와 SNS등에 집중되며 방송 광고와 성격을 달리했다면 OTT가 광고를 확대하면서 방송 광고에 직접적인 위협이 될 전망이다.

그림24 국내 동영상 광고비 비중 추이



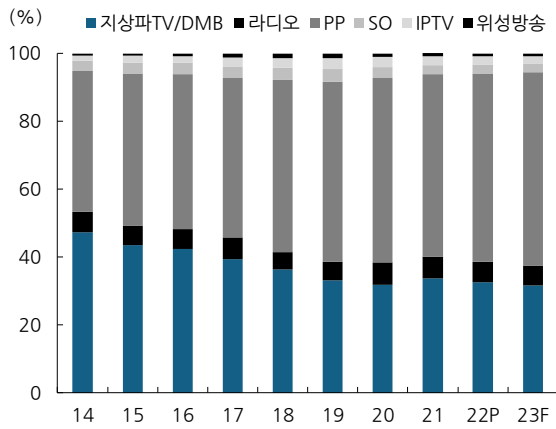
자료: kobaco, 리서치앤드, 지방행정공제회 DS투자증권 리서치센터  
주: 온라인 동영상 광고는 리서치앤드의 조사 결과로 주요 매체의 동영상 광고 합산

그림25 국내 온라인 동영상 광고 매체 비중



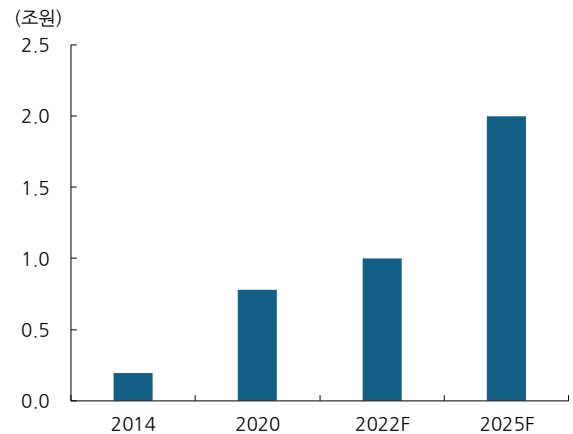
자료: 리서치앤드, DS투자증권 리서치센터

그림26 방송광고 유형별 비중 추이



자료: kobaco, DS투자증권 리서치센터

그림27 국내 OTT 시장 규모 및 전망

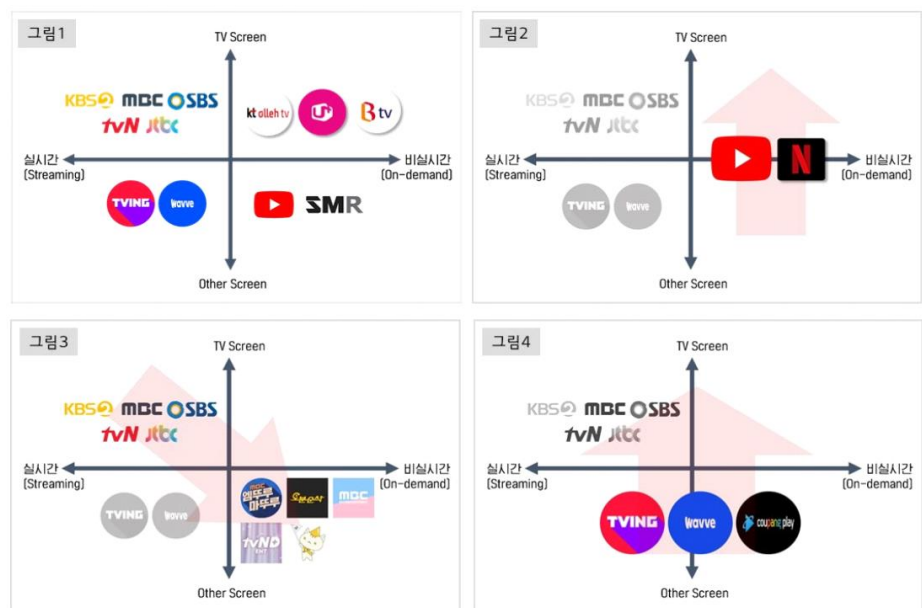


자료: 나스미디어, DS투자증권 리서치센터

서로의 영역을 넘어가며  
경쟁이 심화되는  
동영상 광고 시장

HS애드는 국내 동영상 광고 시장을 1)플랫폼: TV 스크린과 Other 스크린, 2)실시간 여부: 스트리밍과 On-demand 로 4가지 분면으로 구분했다. 기존에는 각 영역에 대표 사업자를 중심으로 성장해왔으나 최근에는 그 영역을 넘어 지속적인 성장 방안을 마련 중이다. 유튜브와 넷플릭스 등 OTT는 스마트TV가 등장하고 AVOD(Advertising video on demand)를 확대하며 TV스크린으로 확장 중이다. 방송사업자들 역시 이에 대응해 자사 콘텐츠를 편집해 Other 스크린, 비실시간 영역을 확대하고 있다. 이렇듯 동영상 광고 시장은 시청자를 사로잡는 콘텐츠 보유 여부가 중요해지며 경쟁이 더욱 치열해질 것이다.

그림28 동영상 광고 시장의 4개 영역



자료: kobaco, HS애드, DS투자증권 리서치센터

### 1) OTT 광고 시작

글로벌 OTT의 성장성과 수익성 문제 봉착

22년은 글로벌 OTT들이 성장성과 수익성의 문제에 봉착한 해였다. 넷플릭스는 순 가입자수가 1Q21 -20만명, 2Q21 -97만명으로 2011년 이후 처음으로 감소했고, 디즈니는 OTT관련 사업부인 DTC 매출이 196억달러로 전년비 20%확대되었으나 연간 적자가 -40억달러로 전년비 -23억달러 확대되는 등 수익성이 악화됐다. 주요 OTT간의 경쟁은 심화되고 콘텐츠 투자비용은 증가하는데 글로벌 인플레이션 부담으로 소비자의 구매력을 떨어지고 있기 때문이다.

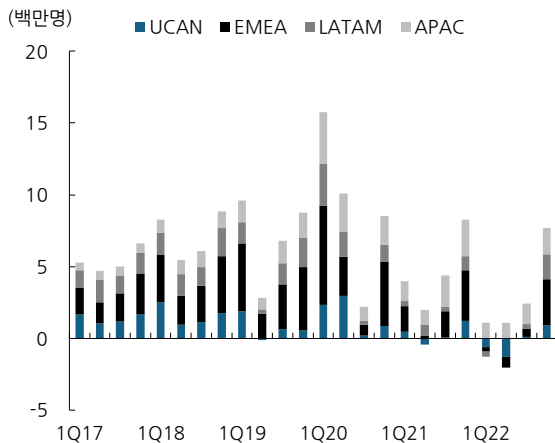
OTT 서비스의 유형과 저가형 광고요금제 출시

이에 따라 주요 OTT들은 광고 요금제를 도입하기 시작했다. OTT 서비스의 유형은 크게 3가지로 나뉘는데 1)구독형(SVOD, Subscription Video On Demand), 2)광고형(AVOD, Advertising VOD), 3)단건 구매형(TVOD, Transactional VOD)이다. 기존에 넷플릭스와 디즈니는 SVOD 형태를 유지해왔으나 구독 시장 포화와 콘텐츠 투자 비용 증가에 대항하고자 저가형 광고요금제(HVOD, Hybrid VOD)를 출시한 것이다. 소비자는 OTT 서비스를 보다 저렴하게 구독하는 대신 광고와 함께 콘텐츠를 시청하고, 플랫폼은 가격 민감 소비자의 이탈을 막고 광고 수익을 추가로 얻을 수 있게 된 것이다.

넷플릭스 광고 요금제 출시 공유계정 단속으로 성장전망

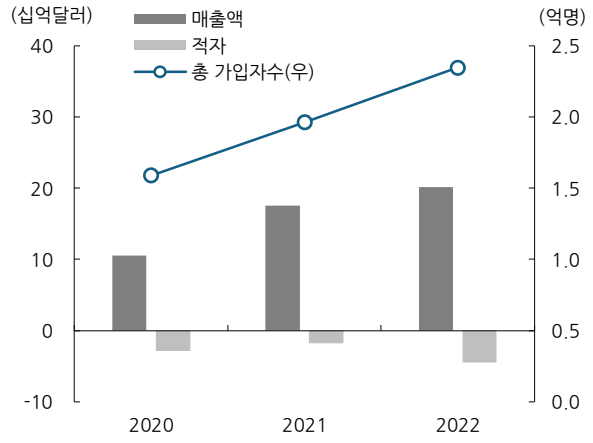
넷플릭스는 22년 11월 한국을 포함해 12개 국가에 광고요금제를 처음 출시했다. 한국 기준으로 베이식 요금제(9,500원)보다 4,000원 저렴한 광고형 베이식 요금제를 출시했다. 넷플릭스는 23년 광고 포함 요금제를 더욱 확대 적용해 가입자 수 증가와 광고 매출 성장이 기대된다고 밝혔다. 기존 요금제에서 전환보다는 공유계정 단속 강화로 광고요금제 신규 가입자가 늘어날 것으로 기대된다. 넷플릭스는 수년 내 광고 매출이 최소 전체 매출의 10% 이상 차지하게 될 것이라고 전망했다. 외신에 따르면 미국에서 넷플릭스는 광고 요금제 출시 후 두번째 달에 MAU를 100만명 이상 달성했다고 알려졌다.

그림29 넷플릭스 가입자 수 추이



자료: 넷플릭스, DS투자증권 리서치센터

그림30 디즈니 DTC 매출과 순익 추이



자료: 디즈니, DS투자증권 리서치센터

표9 넷플릭스 한국 멤버십 비교

구분	광고형 베이식	베이식	스탠다드	프리미엄
월 요금	5,500원	9,500원	13,500원	17,000원
영상 화질	좋음	좋음	매우 좋음	가장 좋음
해상도	720p	720p	1080p	4K+HDR
TV, 컴퓨터, 스마트폰, 태블릿	가능	가능	가능	가능
저장	불가능	가능	가능	가능
동시접속 가능인원	1명	1명	2명	4명

자료: Netflix, DS투자증권 리서치센터 추정

디즈니도 광고요금제 출시, 국내 OTT도 준비

넷플릭스에 이어 디즈니 플러스도 22년 12월부터 광고 요금제를 미국에 도입했다. 프리미엄 요금제는 기존 월 7.99달러에서 10.99달러로 인상되고, 광고요금제는 7.99달러로 이용 가능하다. 국내 OTT사업자 티빙과 웨이브 역시 국내 애드테크사와 협업해 광고상품 도입을 검토하고 있는 것으로 알려졌다.

높은 단가에도 정교한 타겟팅 가능성으로 기대를 받고 있는 OTT 광고

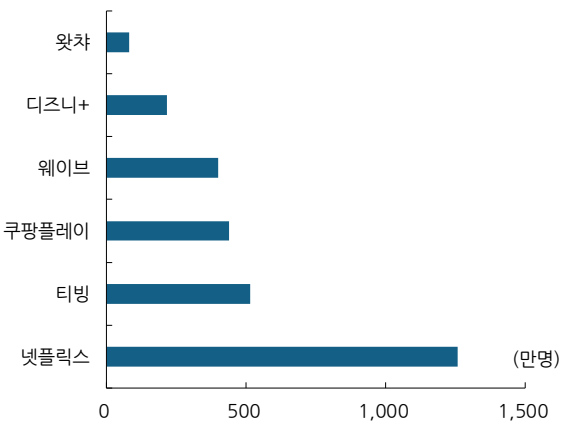
이러한 OTT 광고는 비교적 높은 광고 단가를 형성하고 있음에도 그 효과에 대한 기대감으로 많은 광고주들의 관심을 모았다. 넷플릭스의 광고 단가는 1,000회 노출당 비용인 CPM(Cost Per Mille)이 15초기준 \$60~65인 것으로 알려졌다. 이는 페이스북(\$11.54), 유튜브 셀렉트 라인업(1.4만원), 주요 방송사 VOD 온라인유통사 스마트미디어랩의 SMR베스트(1.8만원)보다 4~6배 비싼 수준이다. 여기에 타겟팅 적용시 최대 200%까지 비용 할증이 이루어진다. 그럼에도 넷플릭스는 초기 광고 인벤토리를 전량 판매했다고 밝혔고 디즈니플러스도 광고요금제 출시 앞서 100개 이상의 광고주들과 계약했다고 밝혔다. 이는 OTT의 경우 기본 가입자 정보(생년월일, 성별, 국가)와 함께 시청 기록을 기반으로 보다 정교한 타겟팅이 가능해질 것으로 기대하고 있기 때문이다.

그림31 넷플릭스 광고상품 개요



자료: 넷플릭스, DS투자증권 리서치센터

그림32 국내 주요 OTT사용자 수

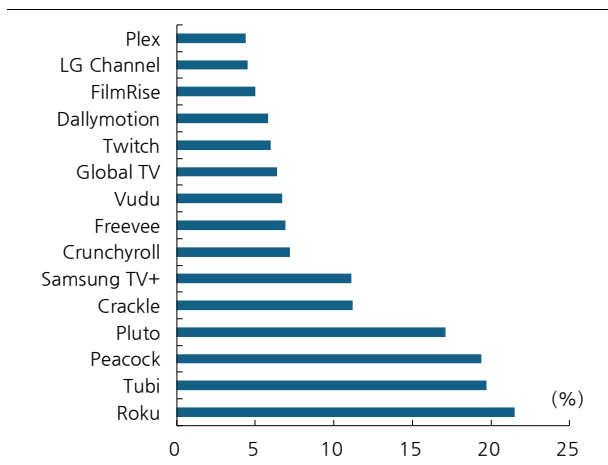


자료: 아이에이저웍스, DS투자증권 리서치센터

**FAST 시장 성장도 주목  
광고 효과 기대**

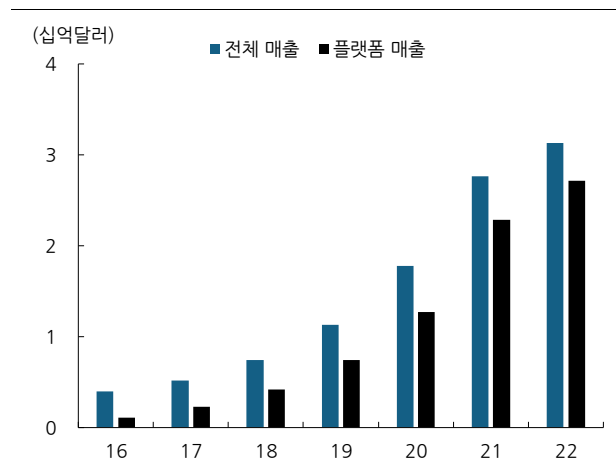
OTT 광고 증가와 함께 주목해야 할 것은 광고 기반 무료 실시간 채널서비스 FAST(Free Ad-supported Streaming Television)의 성장이다. AVOD의 일부로 실시간 채널 서비스를 제공한다는 점에서 차이가 있다. 로쿠, 프리비, 플루토 등이 이에 해당하며 스마트TV 사업자 삼성과 LG도 채널을 운영 중이다. FAST는 뉴스, 예능, 드라마, 종편 등 원하는 채널을 골라서 시청하는 방식으로 스케줄대로 방송되기 때문에 시청자가 원하는 시간에 시청은 어렵다. 다만 구독료 부담없이 다양한 콘텐츠를 시청할 수 있다는 장점이 있다. 방송사와 콘텐츠 제작사는 구작의 관심도를 높여서 롱테일 효과를 만들어 낼 수 있다. 광고주 입장에서는 주로 대형 스마트TV에서 소비되는 FAST를 통해 보다 저렴한 가격에 TV 광고를 할 수 있고, 건너뛰기가 되지 않아 광고 시청 완료율이 높으며, 타겟팅 광고를 할 수 있다는 장점이 있다.

그림33 북미 Top 15 AVOD/FAST 서비스(중복응답, 2Q22)



자료: Tivo, DS투자증권 리서치센터

그림34 로쿠(Roku) 매출액 추이

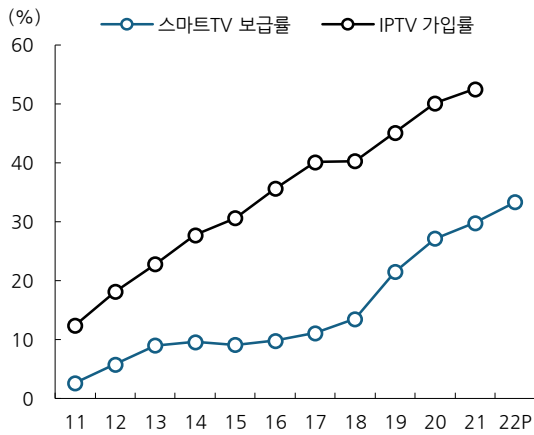


자료: 로쿠, DS투자증권 리서치센터

**OTT 광고의 방송광고 위협  
디지털 광고의 TV진출**

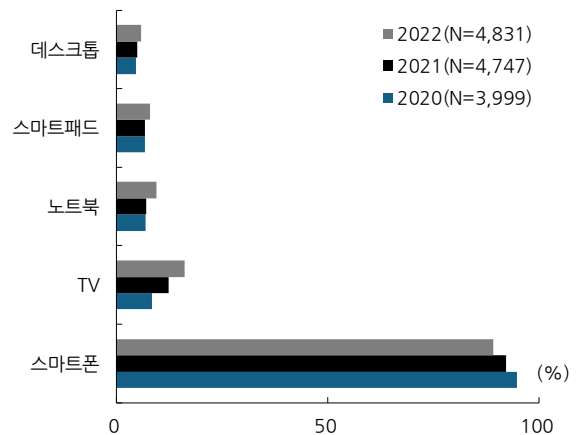
이러한 OTT 광고의 확대는 필연적으로 방송 광고를 위협할 수밖에 없다. 인터넷과 연결 가능한 Smart TV 보급률이 늘어나면서 TV에서 OTT 서비스를 이용하는 비중이 점점 더 늘어나고 있기 때문이다. 또한 IPTV(인터넷TV, Internet Protocol Television)에서도 가입자 유지를 위해 점점 더 OTT 서비스와 협력하면서 연계 기능을 제공하고 있다. 이에 따라 방송통신위원회의 <2022 방송매체 이용행태 조사>에 따르면 OTT 이용 시 사용기기는 20년 8.5%→21년 12.4%→22년 16.2%로 상승 중이다. 특히 최근 광고요금제를 출시한 넷플릭스나 디즈니의 경우 콘텐츠 특성상 TV 이용 비중이 높아 더욱 방송 광고에 미치는 영향이 클 것으로 전망한다. OTT가 방송 채널의 시청률을 빼앗아 오던 것에서 광고까지도 빼앗아 올 수 있게 된 것이다. 또한 모바일이나 PC 위주였던 디지털 광고가 TV로 진출하게 되었다는 점에서도 의미가 있다.

그림35 국내 스마트 TV 보급률과 IPTV 가입률 추이



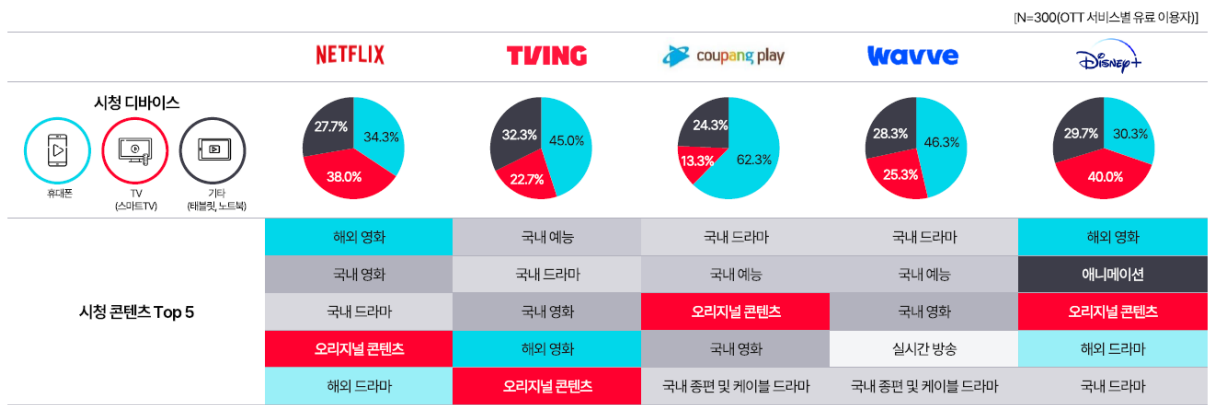
자료: KOSIS, DS투자증권 리서치센터

그림36 OTT이용 시 사용기기



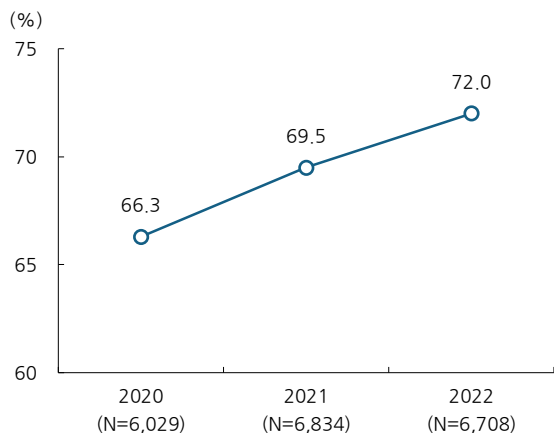
자료: 방송통신위원회, DS투자증권 리서치센터

그림37 OTT서비스별 콘텐츠 시청 행태



자료: 나스미디어, 오픈서베이, DS투자증권 리서치센터

그림38 국내 OTT이용률



자료: 방송통신위원회, DS투자증권 리서치센터

그림39 국내 IPTV 3사 미디어포털 서비스 현황

구분	미디어 포털서비스
KT Genie TV	- 기존 올레tv에서 지니tv로 리브랜딩 진행 - 실시간 채널, VOD, OTT 간편이동 UI 서비스 개편 - AI기술 기반 큐레이션 강화 및 통합 콘텐츠 검색 - 넷플릭스, 티빙 번들 요금제 출시
SK 브로드밴드 Btv	- 스트리밍 스틱 형태의 미디어포털 'Play Z'출시 - 기존 Btv서비스는 물론 웨이브, 티빙, 애플TV 동시제공 - Btv-OTT 서비스간 통합 콘텐츠 검색 기능 제공 - 30여개의 광고 기반 무료 실시간 채널 채널Z 서비스
LG 유플러스 U+tv	- IPTV & OTT통합 포털 지향하는 U+OTT TV 개편 - 콘텐츠 검색 시 실시간 채널, VOD, OTT 중 안내 - 키노라이츠 협업 통해 IPTV, OTT 통합 랭킹 제공 - U+tv와 OTT가 함께 탑재된 스트리밍 스틱 출시

자료: 나스미디어, DS투자증권 리서치센터

## 2)타겟팅이 가능한 TV광고의 성장

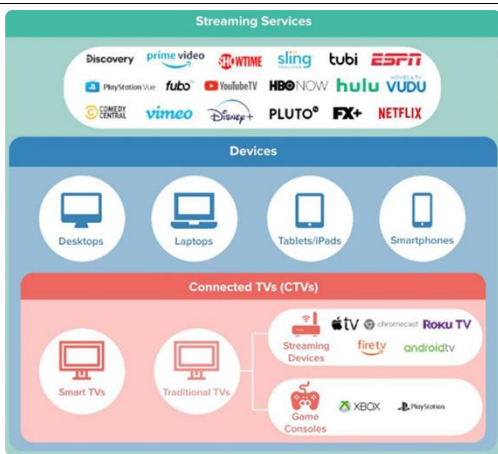
OTT, 스마트TV 보급과 함께 CTV 광고 성장

OTT광고 성장으로 CTV광고와 어드레서블 TV광고의 성장이 기대된다. CTV(Connected TV)는 인터넷에 연결해 콘텐츠를 시청할 수 있는 TV를 의미한다. 스마트TV, 스트리밍 스틱, 게임용 콘솔 등이 있다. 해외의 경우 유료방송의 비싼 요금과 OTT 서비스 성장, 스마트TV 보급 증가로 유료방송을 해지하고 CTV를 시청하는 코드커팅(Cord-cutting) 현상이 증가하고 있다. 22년 기준 북미의 유료방송 가입가구는 52.4%에 불과하며 24년에는 46.9%까지 줄어들 것으로 전망되고 있다. 이로 인해 미국 TV광고 시장에서 갈수록 Linear TV(선형TV)광고는 줄어들고 CTV 광고가 커지고 있다. eMarketer는 미국의 CTV광고 금액이 20년 109억달러에서 26년 436억달러로 연평균 26% 성장할 것이며 전체 TV광고에서 차지하는 비중은 20년 20.8%→26년 41%까지 확대될 것으로 전망했다.

어드레서블 TV광고 성장  
가구별 정확한 타겟팅이  
가능해진 TV광고

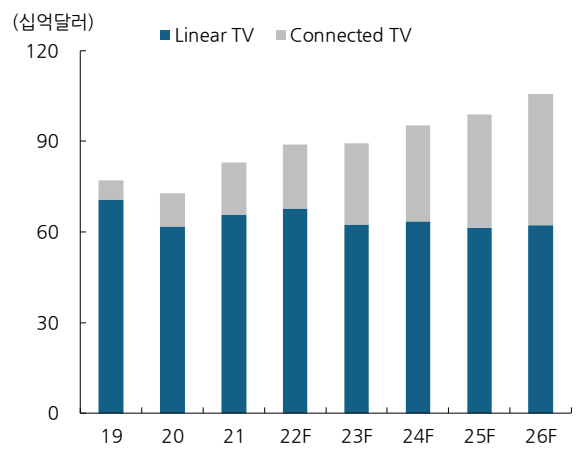
CTV 광고의 특징은 어드레서블 TV광고(Addressable TV advertising)로 정확한 타겟팅이 가능하다는 것이다. 같은 채널에서 같은 시간대에 전 가구 일괄적으로 같은 광고를 송출하는 기존 TV광고와 달리 TV를 시청하는 가구의 특성과 관심사에 따라서 가구별로 각기 다르게 맞춤형 광고를 송출하는 것을 의미한다. 해외의 경우 코드커팅 현상으로 CTV에 기반한 광고와 셋톱박스에 기반한 IPTV의 어드레서블 TV광고를 엄격히 구분하고 있지만 우리나라의 경우 스마트TV를 구매하더라도 IPTV나 케이블 같은 유료방송을 해지하지 않고 OTT서비스를 동시에 이용하는 코드스태킹(Cord-stacking)현상이 나타나고 있어 구분이 유의미하지 않다. 국내는 IPTV 업체들이 통신 결합상품 운영으로 가격경쟁력을 보유하고 있고 다양한 OTT서비스와 제휴를 통해 다양한 콘텐츠 서비스를 제공하고 있기 때문이다. 따라서 본 보고서에서는 CTV광고와 IPTV의 어드레서블 TV광고 시장 성장을 TV광고의 디지털화라는 맥락에서 살펴보고자 한다.

그림40 OTT 서비스 구조



자료: Knorex, DS투자증권 리서치센터

그림41 미국 TV 광고 지출 금액 추이



자료: eMarketer(2022.10), DS투자증권 리서치센터

어드레서블 TV광고 정의

어드레서블 TV광고는 디지털 광고의 오디언스 바이잉(Audience Buying)방식이 도입된 TV 광고이다. 지상파, 종편, 케이블 등 TV 채널의 방송 광고 지면에서 캠페인에 적합한 타겟에게만 광고를 노출하는 것이다. 주로 셋톱박스 제공업체 또는 VOD 인벤토리를 통해 제공된다. 21년부터 시작된 국내 어드레서블 TV 광고의 시장규모는 21년 16.4억원에서 22년 19.7억원으로 20% 증가했다. 한국방송광고진흥공사는 22년 4월부터 어드레서블 TV광고 판매 채널을 기존 MBC, EBS 등 지상파 2개 채널에서 KBS JOY, KBSN Sports 등 29개의 케이블방송 채널을 포함한 총 31개 채널로 늘릴 예정이다.

어드레서블 TV광고의 이점

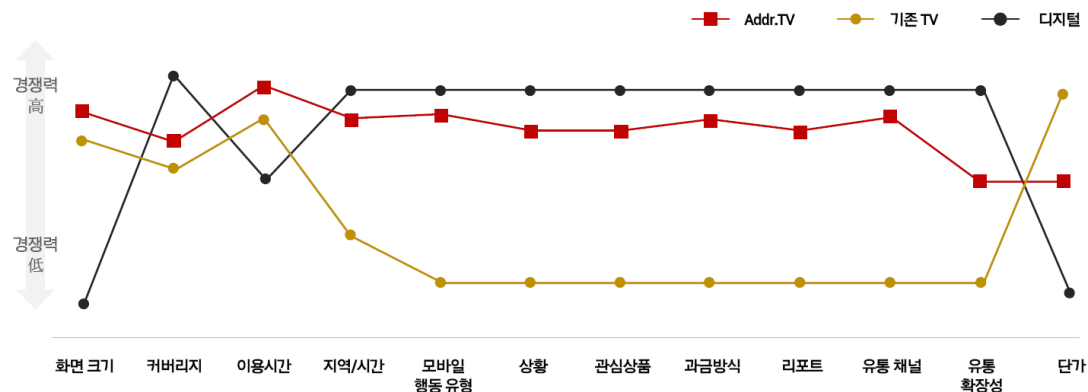
광고주 입장에서는 보다 합리적인 비용으로 방송광고가 가능해진다. 기존 TV광고는 실제로 시청자가 얼마나 시청했는지 상관없이 광고 송출 기준으로 과금하지만 어드레서블 TV광고는 실제 시청자의 노출량을 기준으로 100% 완전 시청한 노출에 대해서만 과금하여 합리적이다. 또한 정교한 타겟팅을 통해 광고 효율을 높일 수 있다. 제휴 채널 입장에서는 단순히 시청률에 연동해 광고를 판매하는 것이 아니라 채널별 성격에 맞춰 광고를 판매하고 수요를 창출해 판매되지 못하는 지면을 최소화할 수 있을 것이다.

그림42 오디언스 타겟팅이 가능한 어드레서블 TV



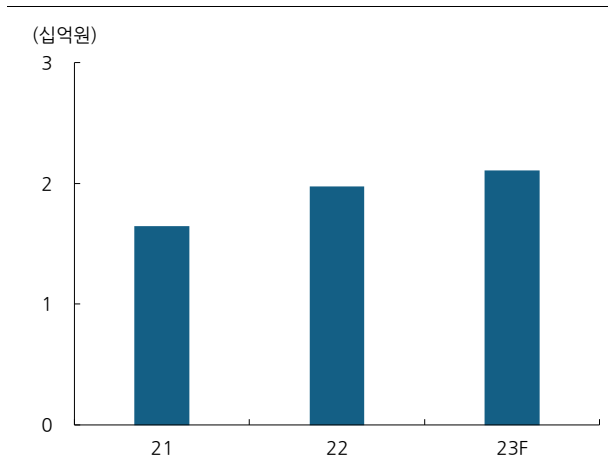
자료: 나스미디어, DS투자증권 리서치센터

그림43 TV광고의 장점과 온라인광고의 장점을 모두 가진 어드레서블 TV 광고



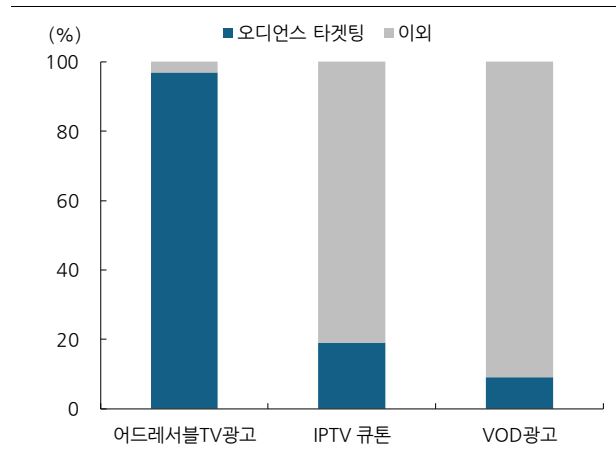
자료: 나스미디어, DS투자증권 리서치센터

그림44 국내 어드레서블 TV광고 매출 추이



자료: Kobaco, DS투자증권 리서치센터

그림45 22년 광고 상품별 오디언스 타겟팅 집행 비중



자료: 나스미디어, DS투자증권 리서치센터

주: 나스미디어 집행분 기준으로 1~11월 누적

1)지상파와 케이블을 연계 시청이력 기반 타겟팅

IPTV 플랫폼을 통해 재송신되고, 가입자 정보를 기반으로 하며 셋톱박스 내 앱을 통해 광고 서비스를 제공한다. SKT, KT, LG U+ 등 통신 3사 IPTV 사업자들은 방송사업자와 어드레서블 TV광고 상용화를 위해 노력 중이다. 주요 PP뿐만 아님 지상파 채널도 제휴 채널을 늘리며 지상파와 케이블과 연계해 TV시청 이력뿐만 아니라 TV광고 시청이력을 기반으로 전략적인 오디언스 타겟팅을 시도하고 있다.

2)모바일과 페어링 보다 정교한 타겟팅

또한 IPTV의 어드레서블TV는 향후 모바일 및 TV앱 사용 이력을 기반해 타겟 세그먼트를 강화할 것으로 기대된다. 가구단위의 오디언스 타겟팅에서 시청자 개인단위의 오디언스 타겟팅이 가능해지는 것이다. 셋톱박스 시청이력을 기반으로 특정한 관심사가 높은 가구를 대상으로 타겟팅해 광고를 제시하면 실제 타겟의 TV시청여부와 상관없이 노출됐지만 모바일 페어링 기술을 통해 광고를 시청 중인 개인의 특성 파악이 가능해지는 것이다. <2022 방송매체 이용행태 조사>에 따르면 TV프로그램 시청 중 타 매체 동시이용 비율은 스마트폰이 59.7%로 가장 높고 점차 상승하고 있다.

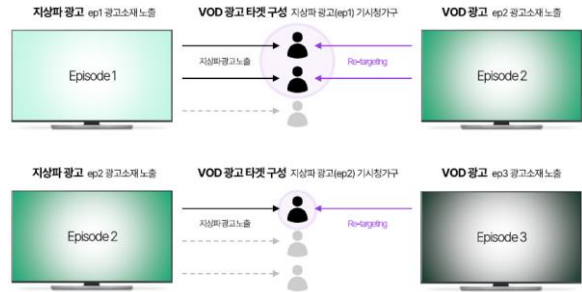
따라서 셋톱박스와 모바일을 페어링해 좀더 타겟을 세분화할 수 있을 것으로 기대된다. 또한 모바일 사용이력 및 TV앱 접속이력을 기반으로도 오디언스 타겟팅이 되고 있다. 앱보유 내역을 확인해 그와 관련된 광고를 노출하는 식으로 타겟 세그먼트 선별의 원천 데이터를 확장하고 정교한 타겟팅이 가능해질 것이다. 또는 TV앱 접속이력을 기반해서 넷플릭스와 같은 앱을 사용한 시청자와 비시청자를 구분해 효율적인 광고 집행이 이루어질 수 있다.

그림46 광고 시청이력 기반 오디언스 타겟팅 예시



자료: 나스미디어, DS투자증권 리서치센터

그림47 지상파 광고 시청이력 기반 리타겟팅 예시



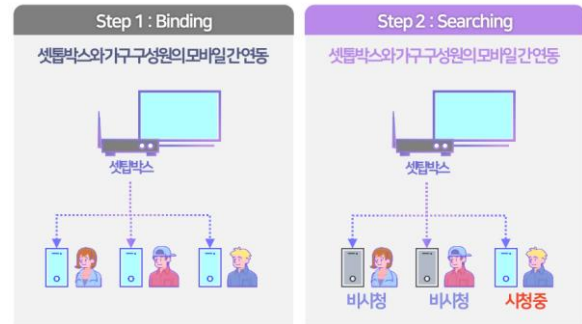
자료: 나스미디어, DS투자증권 리서치센터

그림48 어드레서블 TV+ 모바일앱 데이터 활용



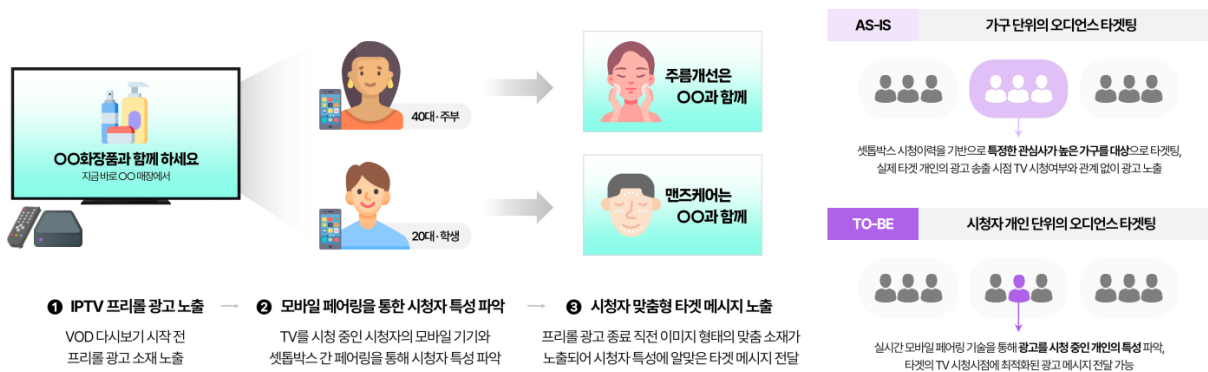
자료: 나스미디어, DS투자증권 리서치센터

그림49 어드레서블 TV+ 모바일앱 데이터 활용



자료: 인크로스, DS투자증권 리서치센터

그림50 오디언스 타겟팅이 가능한 어드레서블TV



자료: 나스미디어, DS투자증권 리서치센터

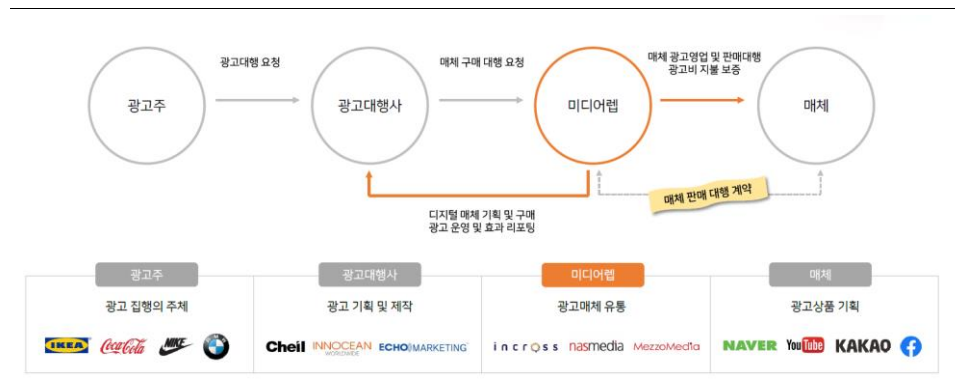
## 존재감 커지는 미디어렙

### 미디어렙 산업분석

#### 미디어렙의 의미와 역할 밸류체인

미디어렙은 media와 representative의 합성어로 매체기업을 대신해 광고 시간이나 지면을 전문적으로 위탁판매하고 판매대행 수수료를 받는 회사를 말한다. 단순히 매체 영업을 대행할 뿐만 아니라 광고 서버 기술과 분석 솔루션을 활용해 데이터를 분석하고 매체 전략을 수립하는 역할을 하고 있다. 갈수록 광고 매체는 다양해지고 있지만 광고주의 예산이 무한정 늘기 어렵기 때문에 광고주들이 보다 효율적인 광고 집행할 수 있도록 도와주는 미디어렙의 역할이 점점 더 확대되고 있다.

그림51 미디어렙 밸류체인



자료: 인크로스, DS투자증권 리서치센터

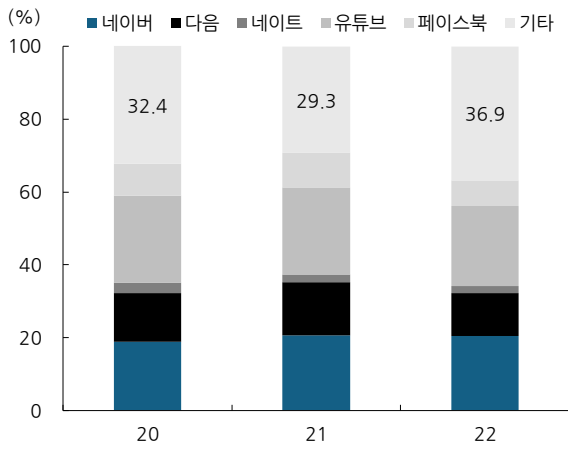
#### 미디어렙 주요 플레이어

국내 미디어렙 주요 플레이어는 나스미디어, 메조미디어, 인크로스, DMC미디어 등이 있다. 각각은 방송사 및 통신사와 연계되어 있는데 나스미디어는 KT, 메조미디어는 CJ ENM, 인크로스는 SKT, DMC미디어는 SBS의 계열사로 시너지를 내고 있다. 국내 미디어렙 5개사 합산 매출액은 21년 기준 2,815억원이다. 각각의 비중은 나스미디어(플레이디 포함) 44%, 메조미디어 27%, 인크로스 18%, DMC미디어 11%를 차지하고 있다.

#### 미디어렙 점유율 상승 중

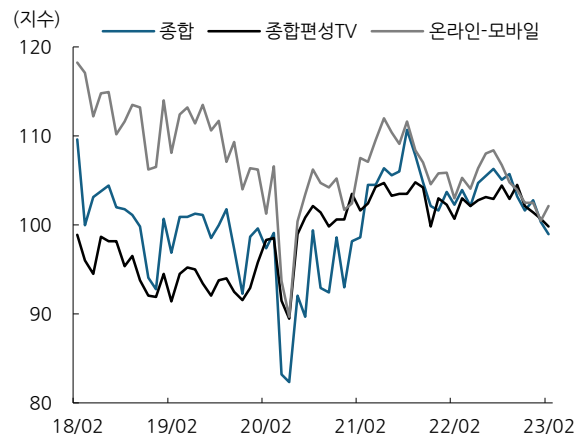
이중 나스미디어, 플레이디(나스미디어 자회사), 인크로스 3개 회사의 합산 취급고는 22년 1조 9,722억원으로 전년비 11% 증가했다. 이를 전체 온라인 광고 지출금액과 비교하면 3사 합산 점유율은 18년 18.8%→22년 24.6%까지 상승했다. 해당 취급고에는 디지털 옥외광고, 커머스 관련 취급고를 포함하고 있어 실제 점유율과는 차이가 있을 수 있다. 그렇지만 분명한 것은 온라인 광고 시장이 성장하고 매체가 다양해지면서 미디어렙의 존재감도 더욱 확대되고 있다는 점이다.

그림52 주요 매체별 광고비 매출비중



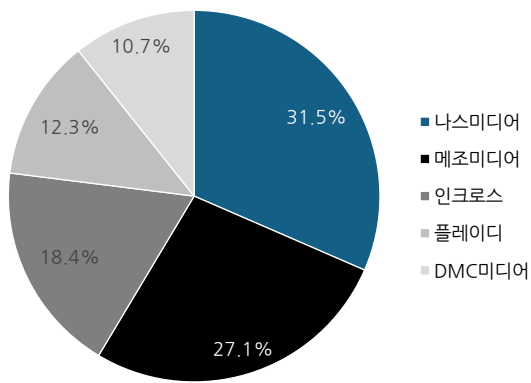
자료: 리서치앤드, DS투자증권 리서치센터

그림53 전년 동기대비 광고경기전망 지수



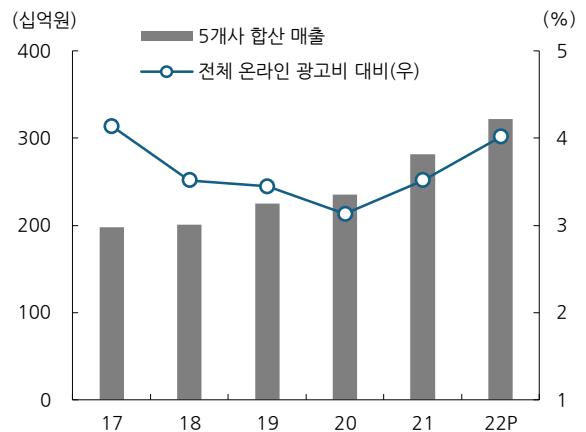
자료: KOSIS, DS투자증권 리서치센터

그림54 주요 미디어업 5개사 매출 기준 점유율(2021)



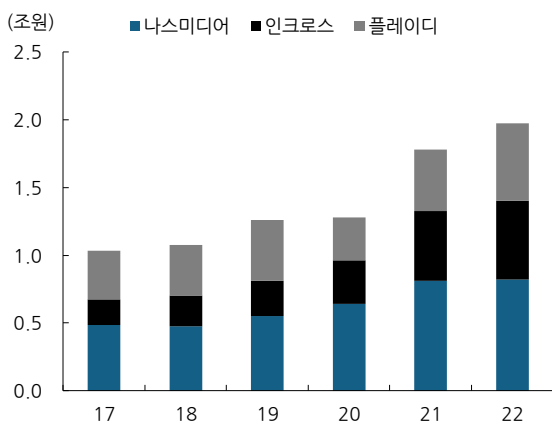
자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터, 주: 나스미디어 별도 기준

그림55 온라인 광고 내 미디어업 5개사 매출 비중 추이



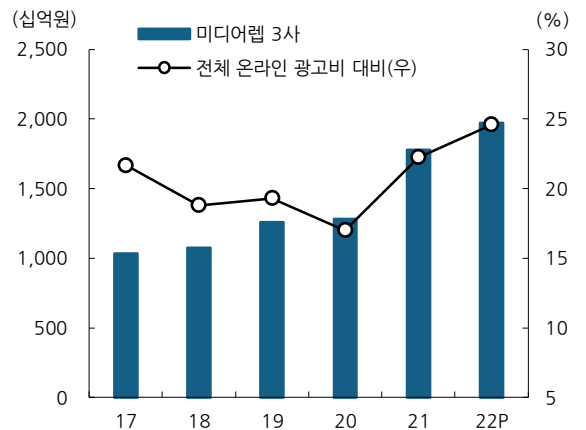
자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터

그림56 국내 주요 미디어업 3사 취급고 추이



자료: 리서치앤드, DS투자증권 리서치센터

그림57 온라인 광고 내 미디어업 3사 취급고 비중 추이

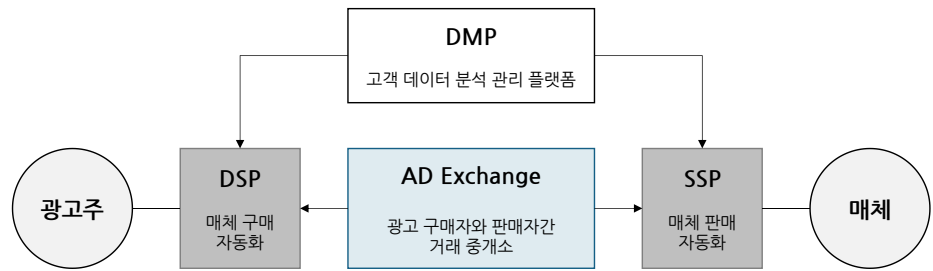


자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터

프로그래매틱 광고 확대

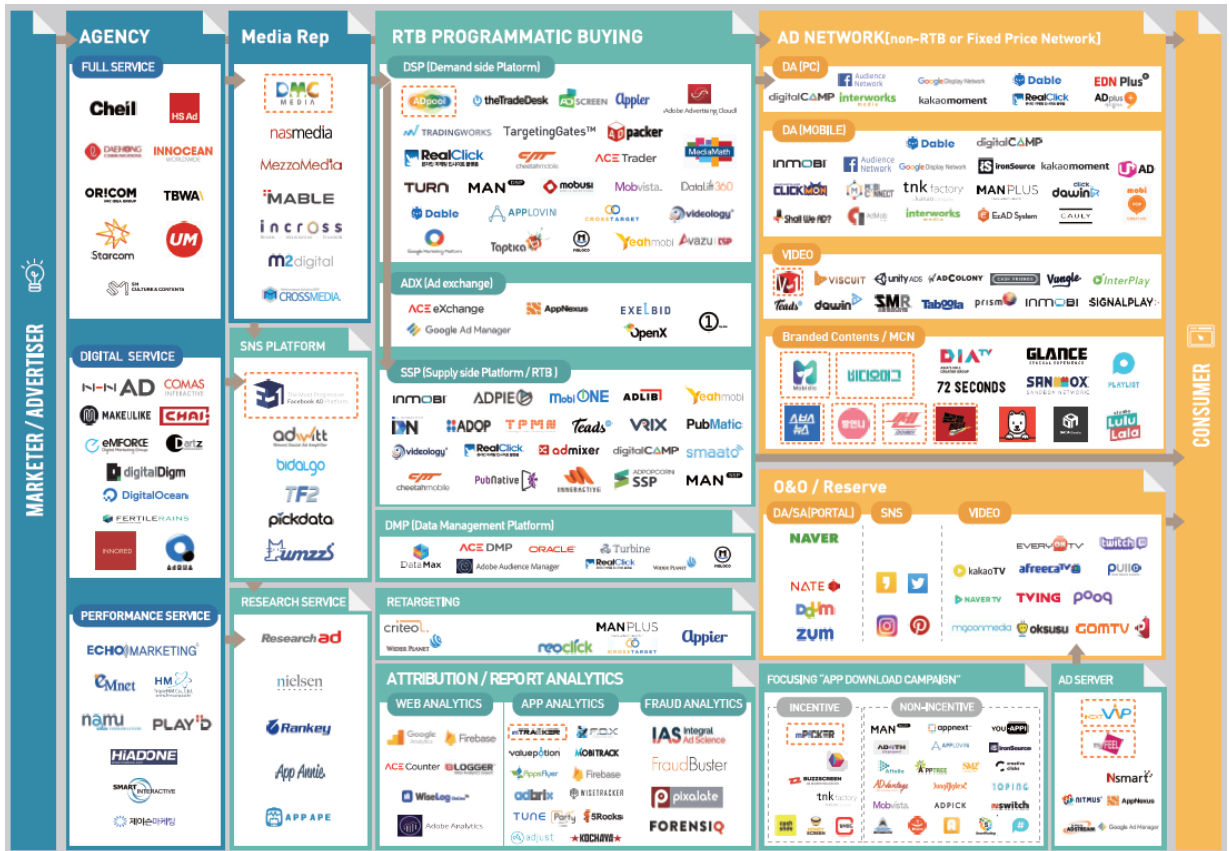
주요 미디어렐은 프로그래매틱 광고도 확대했다. 프로그래매틱 광고는 타겟 오디언스만을 타겟팅 해 실시간 경매방식(Real Time Bidding)으로 온라인 미디어를 구매할 수 있는 프로그래매틱 광고 플랫폼을 활용하는 광고다. 광고주는 최소 비용으로 광고를 집행하고 매체는 보다 효과적으로 지면을 판매할 수 있어 수요가 증가하고 있다.

그림58 프로그래매틱 광고



자료: DS투자증권 리서치센터

그림59 한국 디지털 광고 업체(2020년 3월 업데이트)



자료: DMC미디어, DS투자증권 리서치센터

### 투자포인트(1) 검색광고 역량 강화

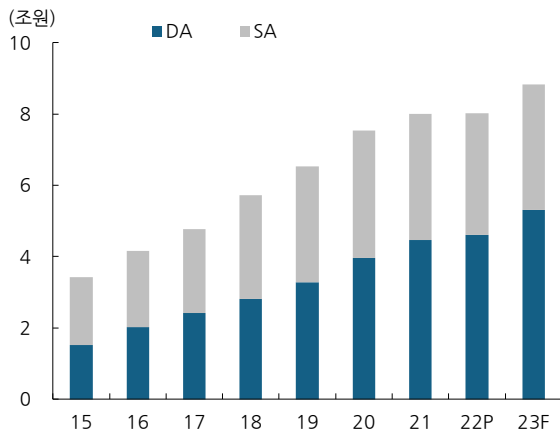
DA 위주에서 SA 강화하며  
디지털 통합 마케팅 가능

DA 위주의 미디어랩이 SA를 강화하며 취급고 성장이 기대된다. 온라인 광고 시장에서 개인정보 보호 강화 트렌드, AI 기술 고도화와 대화형 검색엔진 성장에 따라 SA시장은 점점 더 성장할 수밖에 없다. 이에 더해 광고주들은 디지털 광고 통합 집행 및 퍼포먼스 광고 선호가 높아지고 있어 미디어랩의 SA 역량 내재화가 더욱 중요해진 것이다. 나스미디어와 인크로스는 각각 SA 역량을 갖춘 자회사를 통해 취급고 성장을 지속할 전망이다.

나스미디어:  
플레이디 인수하며 솔루션  
개발과 SA 성장, 실적 견인

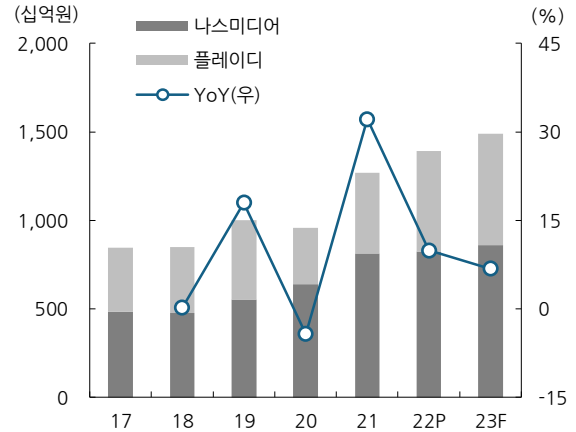
나스미디어는 16년 10월 엔서치마케팅(現 플레이디)을 인수하며 검색광고 부문을 강화했다. 플레이디는 SA 대행사로 시작해 현재 SA와 DA를 모두 아우르는 통합마케팅 전문 광고대행사로 성장했다. 나스미디어와 플레이디는 DA와 SA 통합 광고효과측정 솔루션, 키워드기반 마켓/경쟁사 분석 솔루션 등을 개발해 기술 경쟁력 강화와 취급고 및 매출 성장이 나타나고 있다. 실제로 나스미디어의 연결기준 광고대행 매출은 22년 440억원, 취급고는 5,693억원으로 각각 전년비 27%, 25% 증가했다.

그림60 국내 온라인 광고시장 추이



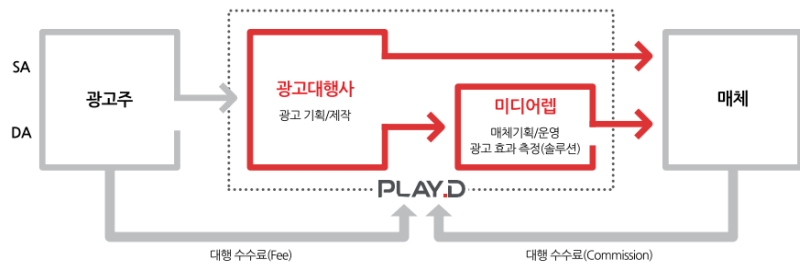
자료: kobaco, DS투자증권 리서치센터

그림61 나스미디어 연결 기준 실적 추이



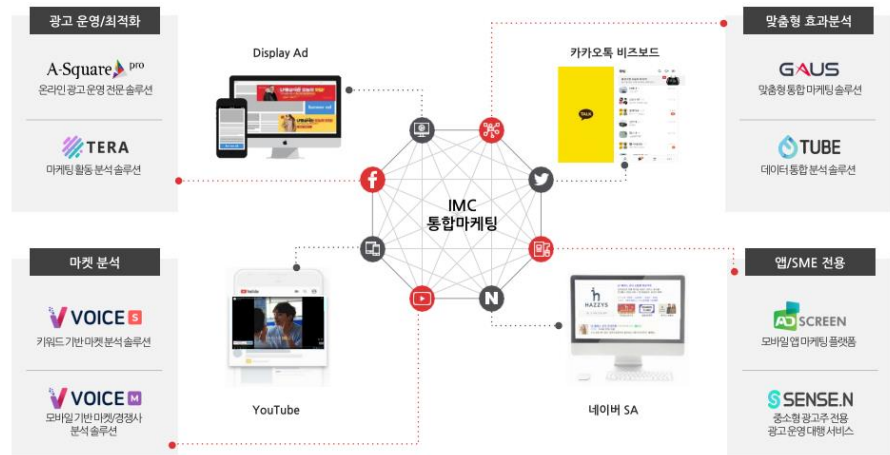
자료: 나스미디어, DS투자증권 리서치센터

그림62 플레이디 비즈니스 밸류체인



자료: 플레이디, DS투자증권 리서치센터

그림63 플레이디의 통합 마케팅

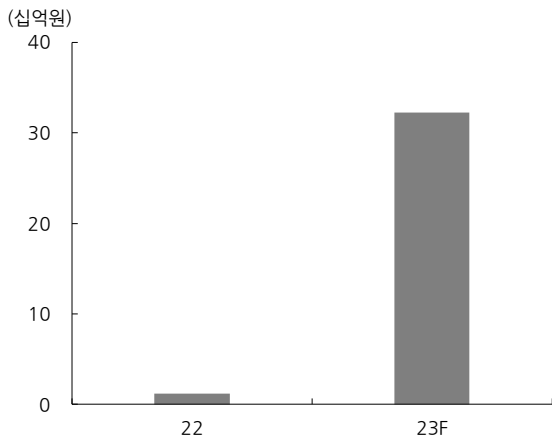


자료: 플레이디, DS투자증권 리서치센터

**인크로스:**  
SA 대행사 마인드노크와  
솔루션 보유 기업 솔루션이온  
인수로 검색 역량 확보

인크로스는 자회사 마인드노크와 솔루션이온을 통해 SA역량을 강화 중이다. 19년 7월 인수한 마인드노크의 주요 제품은 SA와 디지털 광고 대행 서비스다. 마인드노크는 솔루션이온이 보유한 솔루션을 활용해 운영 스케줄링, 경쟁사 트렌드 분석, 키워드 자동 확장 등을 통해 광고 효율을 극대화했다. 이에 22년 7월 인크로스는 솔루션이온을 추가로 인수했다. 솔루션이온의 주요 제품은 크게 대량 작업 솔루션, 자동입찰 솔루션, 신용카드 솔루션, 광고 관리 솔루션, 광고 운영 솔루션으로 구분할 수 있다. 인크로스의 검색광고 취급고는 본격영업을 시작한 4Q22 11억원을 기록했으며 23년 연간 323억원으로 성장할 것으로 추정된다. 인크로스는 두 자회사를 통해 DA-퍼포먼스 광고-SA에 이르는 디지털 광고 전 영역을 커버하며 취급고 성장이 나타날 전망이다.

그림64 인크로스 검색광고 취급고



자료: 인크로스, DS투자증권 리서치센터

그림65 인크로스 솔루션이온 인수 및 마인드노크 본격 가동



자료: 인크로스, DS투자증권 리서치센터

### 투자포인트(2) 동영상 광고 변화의 수혜

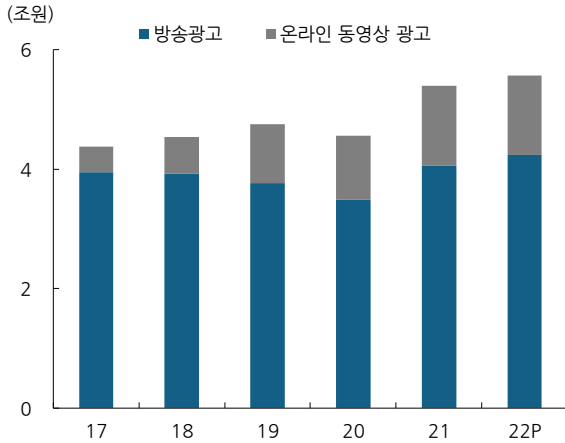
OTT 광고, 어드레서블 TV 광고 시작

미디어렙은 VA시장에서 OTT 광고 요금제 출시, 어드레서블 TV광고 시장에 따른 실적 성장이 기대된다. 우선 OTT의 광고 요금제로 온라인 VA광고 지면이 확대되고 디지털 광고가 TV로 진출하게 되었다는 점에서 의미가 크다. 특히 국내 동영상 광고 시장 중 방송 광고 시장이 22년 4.2조원, 온라인 동영상 광고 시장은 1.3조원으로 규모의 차이가 크다. 점차 방송광고에서도 오디언스 바이방식이 도입된 TV광고인 어드레서블 TV광고가 확대되며 보다 큰 시장에서 미디어렙의 역할이 커질 것으로 기대된다.

국내 온라인 VA시장 5년 CAGR +25%, 유튜브 +36%성장 해왔으나 최근 기타 채널도 성장

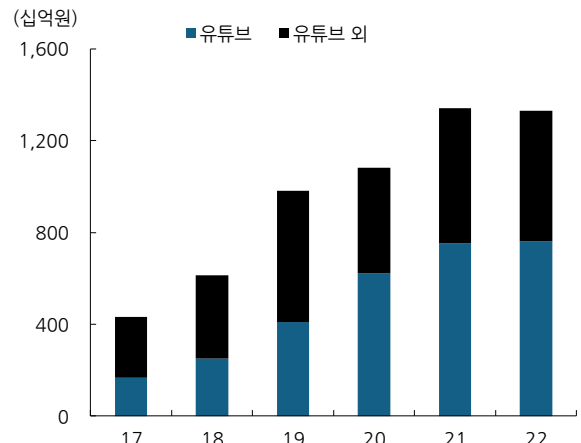
국내 온라인 동영상 광고 시장은 주요 매체 매출 합산 기준 22년 1.3조원으로 최근 5년간 연평균 25%씩 성장해왔다. 특히 국내에서도 유튜브의 매출성장이 두드러졌다. 국내 유튜브 VA 매출은 22년 7,606억원으로 5년간 연평균 36%씩 성장하며 시장 성장을 견인했다. 그런데 최근 SNS, OTT등 다양한 동영상 매체도 함께 성장하기 시작하며 기타 매체가 다양해지고 있다. 미디어렙의 솔루션 및 플랫폼을 통해 비교적 미미하던 동영상 광고 지면도 판매가 활발히 이루어지고 있기 때문이다.

그림66 국내 동영상 광고시장 추이



자료: kobaco, 리서치매드, 지방행정경제회 DS투자증권 리서치센터  
 주: 온라인 동영상 광고는 리서치매드의 조사 결과로 주요 매체의 동영상 광고 합산

그림67 국내 주요 온라인 동영상 광고 매체 매출 추이



자료: 리서치매드, DS투자증권 리서치센터

인크로스: 다원을 통해 동영상 매체 연결 판매

인크로스는 유튜브, 아프리카TV, 웨이브, 트위치 등 주요 매체의 동영상 광고 판매를 대행함과 동시에 다윈(Dawin), 스마트미디어렙(SMR), 프리즘 등 동영상 애드네트워크를 통해 국내 전체 동영상 매체에 광고 집행을 가능하게 하고 있다. 특히 13년 동사가 자체 개발한 국내 최초 애드네트워크 다원을 통한 VA 취급급 성장이 기대된다. 23년 1월 코리안클릭 데이터 기준 다윈의 제휴 매체들 월간 순 방문자(UV, Unique Visitor) 수는 4,200만명에 달해 유튜브 4,140만을 넘는 수준이다.

다윈의 장점

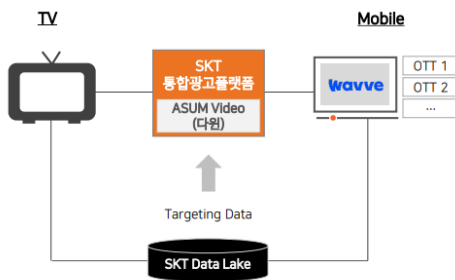
다윈을 통해 VA를 집행하면 제휴된 주요 동영상 매체에 동시에 광고를 송출하고 하나의 광고 소재를 PC, 스마트폰, 태블릿 기기에 동시 송출이 가능하다. 또한 다윈은 광고주가 경쟁을 통해 노출 우위를 정하고, 최적의 광고 인벤토리를 점하는 RTB(Real Time Bidding, 실시간 입찰) 시스템으로 운영되고 있다. 이로 인해 매체는 높은 광고 단가를 제시한 양질의 광고주를 확보할 수 있고 광고주는 광고를 15초 이상 보거나 클릭한 광고에만 광고비용을 지불한다는 장점이 있다.

그림68 동영상 애드 네트워크 다윈



자료: 인크로스, DS투자증권 리서치센터

그림69 인크로스 TV/모바일 통합 광고 플랫폼



자료: 인크로스, DS투자증권 리서치센터

그림70 웨이브 단독 타겟팅



자료: 인크로스, DS투자증권 리서치센터

그림71 다윈 커스텀 타겟팅 예시(1)

기본	오디언스 타겟팅					리타겟팅
콘텐츠	결제이력	보유업	네모	지역(업종)	광고 반응 유저	
게임	상품검색	F&B	10대	가정(디지털)	게임 업종	
예능/드라마	장바구니 이력	건강/피트니스	20대	건강/의료	금융 업종	
라이프/여가	구매이력	뷰티/패션	30대	뷰티/미용	식음료 업종	
✓뷰티/패션	결제당역	부동산	남성	패션/잡화	✓화장품 업종	
시사뉴스/경제	...	게임	✓여성	편의서비스	가전 업종	

**최적의 타겟팅 조합**

- 뷰티/패션 콘텐츠
- 수분크림 구매 유저
- 파우더를 웹 보유자
- 20대 여성
- 패션/화장품 광고 반응 유저

자료: 인크로스, DS투자증권 리서치센터

그림72 다윈 커스텀 타겟팅 예시(2)

**사전 예약 타겟 모델링**

브랜드 및 광고 목적에 맞춰 타겟팅 추천/모델링

**CUSTOM TARGETING**

- 게임 콘텐츠 >
- 게임 관심사 >
- FGF 앱 보유자 >
- 게임 용품 구매자 >
- 다윈 게임 업종 광고 반응 유저 >

**다윈 광고 집행**

사전 예약 캠페인 반응 유저 모수 확보

랜칭 캠페인 리타겟팅 활용

사전 예약 캠페인 반응 유저에게 광고 송출

자료: Kosis, DS투자증권 리서치센터

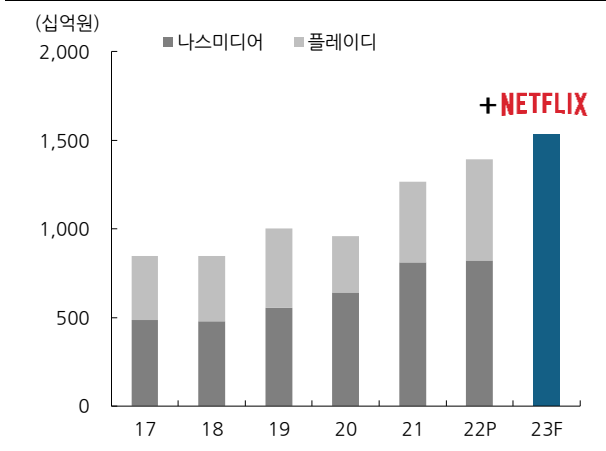
**나스미디어:  
넷플릭스 광고요금제  
단독 판매대행사**

나스미디어는 22년 넷플릭스의 광고요금제 광고 단독 판매대행사로 선정됐다. SVOD OTT 중 가장 강력한 플랫폼인 넷플릭스가 광고요금제를 출시하며 VA시장에 영향이 클 것으로 예상되는 가운데 넷플릭스의 경우 높은 광고 단가에도 광고주의 수요가 높아 나스미디어의 동반 실적 성장이 기대된다. 넷플릭스는 이미 북미지역에서 광고 요금제 가입자 수가 100만명을 돌파한 것으로 보인다. 국내에서도 공유 계정 단속에 따른 광고 요금제 가입자가 늘어나며 실적 성장이 기대된다.

**어드레서블 TV광고 성장  
IPTV의 모바일 앱데이터  
활용까지 가능**

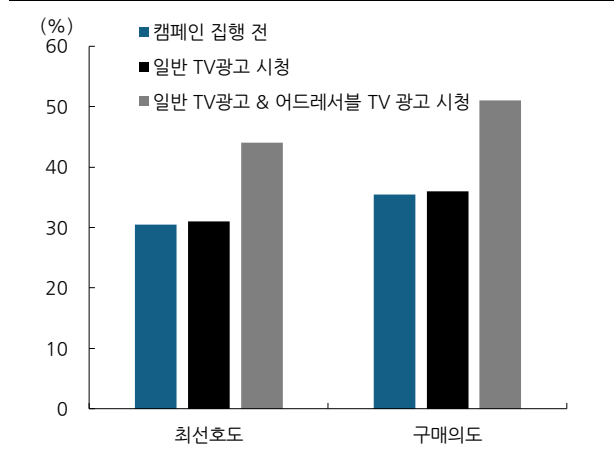
또한 어드레서블 TV광고 시장이 본격적으로 개화하며 미디어레프의 방송 광고 시장 진출이 기대된다. 어드레서블 TV광고는 1)채널 확대, 2)모바일 앱데이터 활용과 함께 보다 정교한 타겟팅으로 성장할 전망이다. kobaco는 23년 4월부터 어드레서블TV 광고 판매 채널을 기존 MBC, EBS 등 지상파 2개 채널에서 KBS JOY, KBSN Sports 등 29개의 케이블방송 채널을 포함해 총 31개 채널로 확대할 것이라고 밝혔다. 또한 KT와 LG U+는 앱 사용 이력을 통해, SKB는 앱 보유 이력을 기준으로 세그먼트 추출이 가능해지며 보다 정교한 타겟팅을 할 수 있을 것으로 전망한다.

그림73 나스미디어 취급고 추이 및 전망



자료: 나스미디어, DS투자증권 리서치센터

그림74 반려동물식품 캠페인 전후 브랜드 고려도 지표 변화



자료: 나스미디어, DS투자증권 리서치센터, 주: 22년 10월 5천만원 예산

그림75 앱데이터로 보다 정교해지는 어드레서블 TV광고



자료: 나스미디어, DS투자증권 리서치센터

### 투자포인트(3) AI 큐레이션 커머스 플랫폼 성장

광고 메시지 발송과 입점 수수료 없이 높은 효율로 마케팅 가능해 성장 기대

미디어랩 중 일부 업체는 AI기술과 통신인프라를 기반으로 큐레이션 커머스 플랫폼 서비스를 운영하고 있다. 계열 통신사가 가지고 있는 빅데이터를 분석해 고객의 구매 가능성을 예측하고 타겟팅해 맞춤형 문자를 보내는 것이다. 서드파티 데이터 이용에 점점 제한이 생기고 주요 포털 쇼핑 플랫폼의 점점 높아지는 수수료를 감안했을 때 정확한 타겟팅과 문자발송까지 담당해주는 해당 플랫폼에 입점하려는 업체가 증가할 것으로 전망한다.

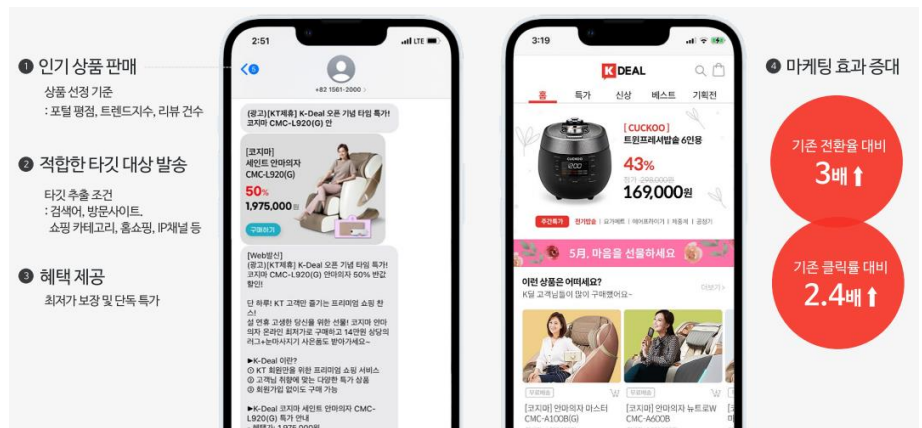
광고 메시지 발송 및 입점 수수료 발생 없이 실제 구매가 이루어지는 경우에 거래액의 일정 비율을 판매 수수료로 정산하는 CPS(Cost Per Sales) 방식으로 과금하기 때문에 광고주는 마케팅 비용 부담 없이 높은 효율로 상품을 판매할 수 있다. 고객은 취향과 관심사에 부합하는 정보를 얻고 최저가 및 쿠폰할인 혜택을 제공받는다. 미디어랩은 서비스 운영을 대행하며 수수료를 취득해 AI를 활용한 수익모델을 구축했다.

그림76 인크로스 T-Deal



자료: 인크로스, DS투자증권 리서치센터

그림77 나스미디어 K-Deal

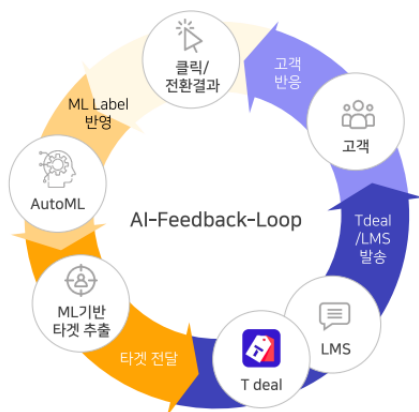


자료: 나스미디어, DS투자증권 리서치센터

**인크로스 티딜,  
나스미디어 케이딜  
거래액 성장과 시장 침투율  
확대 전망**

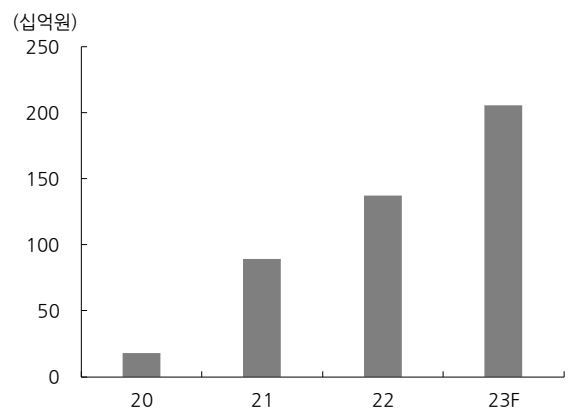
인크로스는 20년 4월 SK텔레콤의 AI 큐레이션 커머스 'T-deal(티딜)' 사업을 시작했다. 티딜은 SK텔레콤의 전체 고객 3,065만명(23년 1월말 기준) 중 Opt-in 고객 1,900만명을 대상으로 구매 가능성이 높을 것으로 예상되는 상품 정보와 구매 링크를 문자메세지로 발송한다. 티딜의 연간 거래액은 20년 178억원→21년 894억원→22년 1,374억원으로 출시 3년만에 천억원을 돌파했다. 4Q20 티딜 전용 모바일 앱을 출시 후 UI 개선, 입점 상품 카테고리 다양화, 2Q22 고객 혜택을 강화한 각종 기획전과 이벤트를 진행하면서 거래액 성장이 있었다. 23년에도 티딜의 취급고는 2,162억원으로 전년비 57% 성장할 전망이다. 이에 따라 인크로스 전체 취급고에서 차지하는 비중도 21년 17%→22년 24%→23년 29%로 확대되며 중요성이 커지고 있다. 한편 나스미디어는 21년 2월 KT와 함께 케이딜(K-Deal)을 출시했으며 22년 연간 취급고가 전년비 250% 성장했다고 밝혔다. 22년 국내 전체 온라인 쇼핑 거래액 209.8조원에 비하면 양사 모두 아직 미미한 수준이지만 SKT 1,900만, KT 1,300만 고객을 기반한 효율적 마케팅 수단으로 성장할 전망이다.

그림78 인크로스 티딜, 사피드백-루프



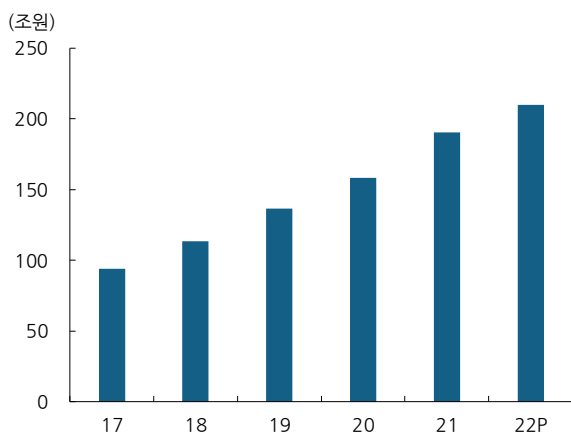
자료: 인크로스, DS투자증권 리서치센터

그림79 인크로스 티딜 연간 거래액



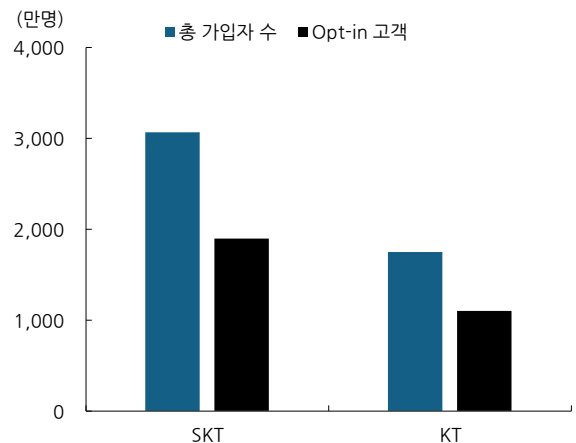
자료: 인크로스, DS투자증권 리서치센터

그림80 국내 전체 온라인 거래액 추이



자료: KOSIS, DS투자증권 리서치센터

그림81 SKT와 KT 고객 수 비교



자료: 과기부, 인크로스, 나스미디어, DS투자증권 리서치센터

### 23년 실적 전망과 밸류에이션

#### 실적 전망: 디지털 광고 시장 성장에 따른 취급고와 매출 두 자리 수 성장

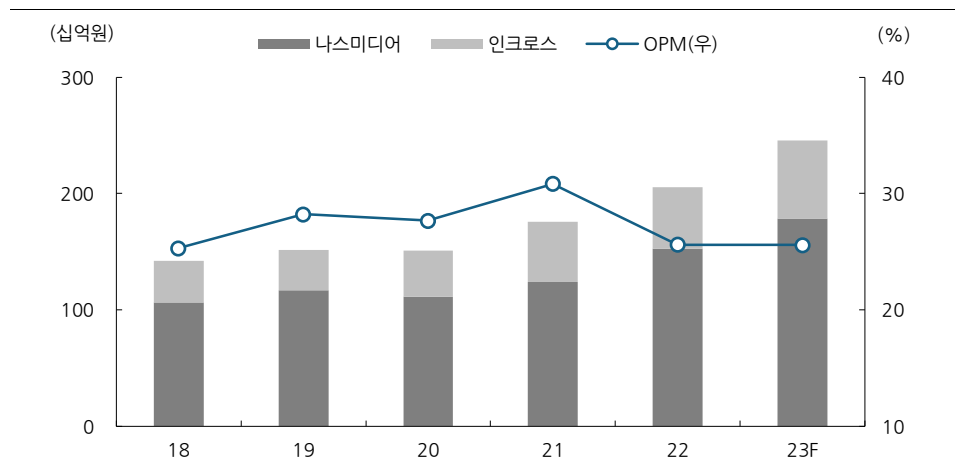
2개사 합산 실적 전년비  
취급고 +14.9%  
매출액 +19.4%

주요 미디어렐 2개사 나스미디어와 인크로스의 합산 매출은 23년 2,457억원(+19.4% YoY), 영업이익 628억원(+19% YoY, OPM 25.6%)으로 전망한다. 취급고는 2조 2,678원으로 전년비 14.9% 증가할 것으로 추정된다. 최근 경기 침체 우려로 광고 경기 전망이 좋지 않은 상황에서도 광고의 효율을 중시하는 디지털 광고의 성장은 지속될 전망이다. 실제로 광고경기전망지수는 총지수는 2월 들어 전년비 하락 전환했지만 온라인/모바일 광고는 1월에 이어 2월에도 견조한 모습이다.

실적은 상반기 < 하반기

다만 미디어렐 역시 상반기 보다는 하반기 갈수록 광고 시장에 탄력이 붙으며 실적 성장이 나타날 것으로 전망한다. 개별적으로 인크로스의 실적 성장이 좀 더 두드러질 전망이다. 지난해 기저부담이 낮고, 티딜의 거래액 성장과 수익 기여가 확대되고 있으며, 검색 광고 사업도 본격화될 것이기 때문이다. 나스미디어는 넷플릭스 광고 요금제 도입에 따른 수혜와 플랫폼 수익 확대가 기대된다.

그림82 주요 미디어렐 2개사 합산 실적 추이 및 전망



자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

표10 미디어렐 업체 실적 추이 및 전망

(십억원, %)		1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2018	2019	2020	2021	2022	2023F
나스미디어	매출액	32.6	39.0	39.5	41.3	106.6	117.0	111.6	124.2	152.4	178.4
	YoY	18.6%	32.5%	27.8%	13.6%	-11.4%	9.8%	-4.6%	11.2%	22.7%	17.1%
	영업이익	6.9	10.8	8.5	6.9	24.9	30.6	27.0	32.9	33.1	37.5
	YoY	15.3%	34.3%	3.9%	-35.6%	-27.3%	22.5%	-11.8%	21.9%	0.5%	13.3%
	영업이익률	21.2%	27.6%	21.4%	16.7%	23.4%	26.1%	24.2%	26.5%	21.7%	21.0%
인크로스	매출액	9.3	12.6	13.9	17.5	35.8	34.5	39.4	51.8	53.3	67.3
	YoY	-10.9%	0.9%	6.6%	10.7%	-2.7%	-3.7%	14.4%	31.3%	2.9%	26.2%
	영업이익	1.8	4.8	6.0	7.0	11.1	12.2	14.8	21.4	19.6	25.4
	YoY	-52.7%	-9.7%	-0.9%	13.0%	8.2%	10.1%	21.6%	44.2%	-8.3%	29.3%
	영업이익률	19.3%	38.4%	43.1%	40.0%	31.0%	35.4%	37.6%	41.3%	36.8%	37.7%

자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터

**밸류에이션 및 목표주가**

PER 밸류에이션 적용  
적정 목표배수 12배

미디어렙의 목표주가는 PER 밸류에이션을 활용해 산출했다. 미디어렙은 광고대행수수료를 매출로 인식하고 있어 영업이익률이 높고 사업 특성상 영업외 손익 영향도 크지 않아 순이익 가시성이 높기 때문이다. 실제로 미디어렙의 최근 3년 평균 영업이익률은 나스미디어 24%, 인크로스 38%를 기록했다. 23년 미디어렙의 적정 목표배수는 12배로 판단한다. 22년 연간 나스미디어, 인크로스, 플레이디의 평균 PER이 12배였고 23년에도 각각 성장 모멘텀을 보유하고 있기 때문이다.

인크로스는 티딜, 검색광고  
확대로 두드러지는 성장전망  
25% 프리미엄 적용

다만 인크로스의 경우 목표배수를 미디어렙 평균 12배에서 25% 할증한 15배를 적용했다. 인크로스의 전체 취급고에서 AI 큐레이션 커머스 플랫폼 ‘티딜’의 비중이 의미 있게 성장하고 있고 올해 자회사를 통해 SA사업을 본격적으로 추가하며 성장이 기대되기 때문이다. 실제로 23년 인크로스는 경쟁사 대비 두드러지는 매출과 이익성장을 시현할 것으로 기대된다. 나스미디어는 적정 목표배수 12배를 그대로 적용했다. 상장된 자회사 플레이디의 실적을 연결로 잡고 있지만 순이익 기여가 크지 않고 따로 밸류에이션 하지 않았다. 추가로 각사의 시가총액과 취급고를 비교했을 때 나스미디어(별도)와 인크로스 모두 0.31~0.32배 수준이다.

표11 목표주가 산출 내역

종목	구분	금액	밸류에이션
인크로스	현재주가(원)	17,710	23년 EPS에 목표배수 15배 적용
	목표주가(원)	26,000	현재 시가총액 23년 전체 취급고 대비 0.31배
	Upside	46.8%	
나스미디어	현재주가(원)	24,150	23년 EPS에 목표배수 12배 적용
	목표주가(원)	35,000	현재 시가총액 23년 취급고 나스미디어(별도) 대비 0.32배
	Upside	44.9%	나스미디어(연결) 대비 0.18배

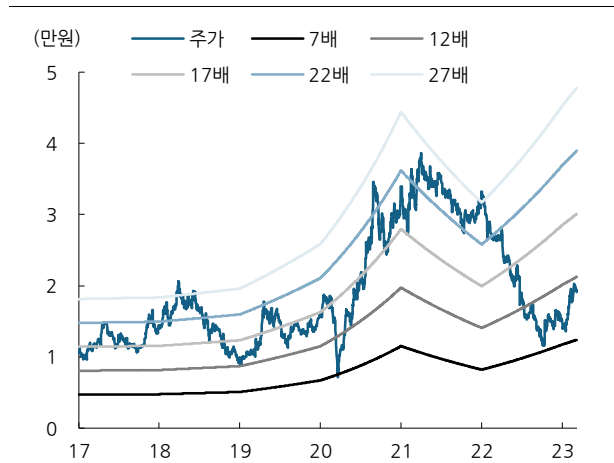
자료: DS투자증권 리서치센터, 주: 현재주가는 23.03.28 종가

그림83 나스미디어 PER밴드차트



자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

그림84 인크로스 PER밴드차트



자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

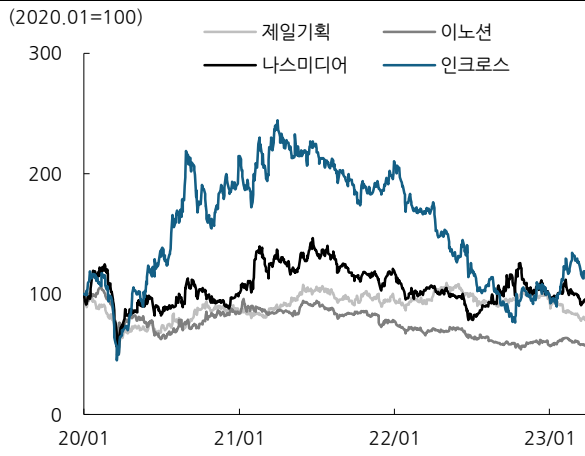
표12 국내외 광고 대행사, 미디어렐, 애드테크 피어테이블

(십억원, 배)		제일기획	이노션	나스미디어	인크로스	트레이드 데스크	허브스팟	로쿠	더블 베리파이
국가		SK	SK	SK	SK	US	US	US	US
추가 시가총액	원 십억원	18,810 2,164	40,600 812	24,150 279	17,710 227	77,841 38,204	520,012 25,685	81,635 11,438	37,361 6,185
매출액	2020	2,748	1,221	112	39	986	1,041	2,097	288
	2021	3,326	1,502	124	52	1,370	1,490	3,166	381
	2022	4,253	1,750	152	53	2,039	2,237	4,041	585
	2023F	4,547	1,812	171	63	2,442	2,667	4,255	724
	2024F	4,930	1,959	198	71	3,034	3,247	4,949	893
영업이익	2020	205	112	27	15	170	-60	-24	25
	2021	248	136	33	21	143	-63	269	31
	2022	311	137	33	20	147	-141	-686	76
	2023F	337	145	42	23	296	327	-757	159
	2024F	380	164	51	27	577	442	-400	223
순이익	2020	157	63	23	12	286	-100	-21	24
	2021	165	66	26	21	158	-89	278	34
	2022	194	71	27	15	69	-146	-644	56
	2023F	224	87	33	20	634	293	-920	121
	2024F	254	97	39	23	875	386	-1,130	166
GPM	2020	40.2	48.0	99.9	53.0	n/a	81.1	45.4	85.3
	2021	38.5	44.5	99.1	55.0	n/a	80.1	51.0	83.7
	2022	36.2	43.7	98.6	53.3	n/a	81.8	46.1	82.8
	2023F	36.5	44.2	100.0	50.8	82.7	82.9	45.1	81.8
	2024F	37.0	44.0	100.0	52.5	82.4	83.1	48.4	81.6
OPM	2020	7.5	9.1	24.2	37.6	17.2	-5.8	-1.1	8.8
	2021	7.5	9.0	26.5	41.3	10.4	-4.2	8.5	8.0
	2022	7.3	7.8	21.7	36.8	7.2	-6.3	-17.0	13.0
	2023F	7.4	8.0	24.3	36.2	12.1	12.3	-17.8	22.0
	2024F	7.7	8.4	25.7	38.1	19.0	13.6	-8.1	24.9
NPM	2020	5.7	5.2	20.5	31.2	29.0	-9.6	-1.0	8.4
	2021	5.0	4.4	21.1	40.8	11.5	-6.0	8.8	8.8
	2022	4.6	4.0	17.6	28.9	3.4	-6.5	-15.9	9.6
	2023F	4.9	4.8	19.0	31.0	26.0	11.0	-21.6	16.7
	2024F	5.2	5.0	19.8	32.2	28.8	11.9	-22.8	18.6
PER	2020	13.3	18.8	12.5	31.7	161.8	n/a	n/a	n/a
	2021	14.0	16.8	11.8	17.9	327.3	n/a	133.5	106.2
	2022	12.0	11.7	9.6	11.9	407.5	n/a	n/a	75.5
	2023F	9.5	9.7	8.4	11.7	59.5	93.2	n/a	56.6
	2024F	8.4	8.7	6.9	9.9	47.7	73.0	n/a	41.1
PBR	2020	2.1	1.5	1.7	5.2	37.4	24.0	32.0	n/a
	2021	2.1	1.4	1.6	4.1	29.0	35.7	11.1	12.0
	2022	1.9	1.0	1.3	1.7	10.4	14.3	2.2	6.9
	2023F	1.6	0.9	1.2	1.9	12.4	17.7	3.6	4.9
	2024F	1.4	0.9	1.0	1.7	9.4	14.3	3.2	4.3
EV/EBIT	2020	8.3	6.5	5.1	23.4	251.3	n/a	n/a	n/a
	2021	7.6	4.2	4.4	15.7	329.1	n/a	116.6	207.4
	2022	6.1	2.1	3.2	6.6	174.9	n/a	n/a	60.6
	2023F	5.2	1.9	3.1	7.6	114.5	76.4	n/a	40.8
	2024F	4.6	1.7	2.5	6.4	60.9	56.6	n/a	29.7
ROE	2020	16.1	8.6	14.9	18.0	29.8	-10.4	-1.7	12.5
	2021	15.4	9.7	14.9	21.5	10.8	-9.3	11.8	19.7
	2022	17.2	9.6	13.6	17.5	2.9	-12.0	-17.3	10.3
	2023F	17.8	9.7	15.0	17.5	19.9	17.4	-26.4	11.5
	2024F	18.2	10.2	16.3	18.0	21.3	21.4	-11.9	11.9

자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

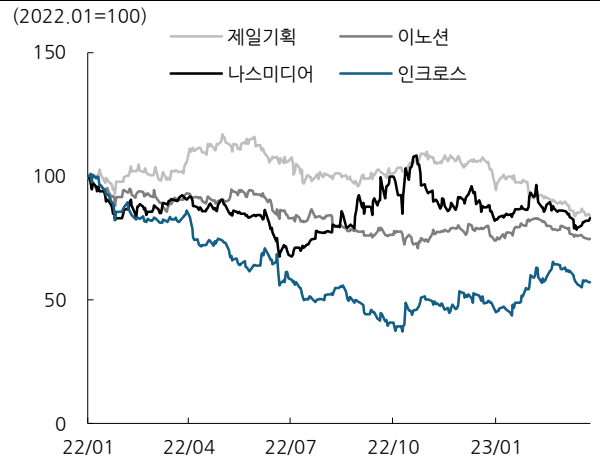
주: 2023.03.28 종가 기준

그림85 국내 광고대행사와 미디어렙 주가 추이(20~23.03)



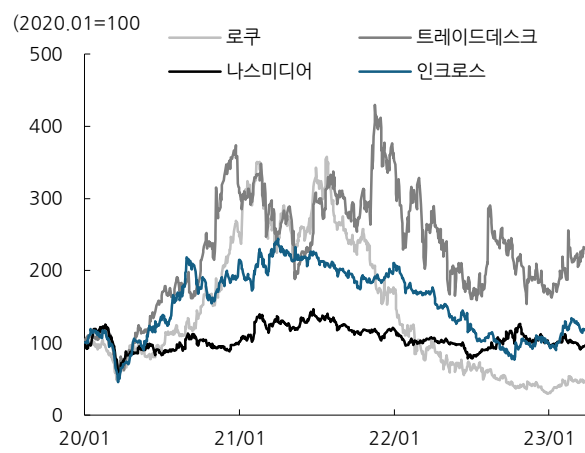
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림86 국내 광고대행사와 미디어렙 주가 추이(22~23.03)



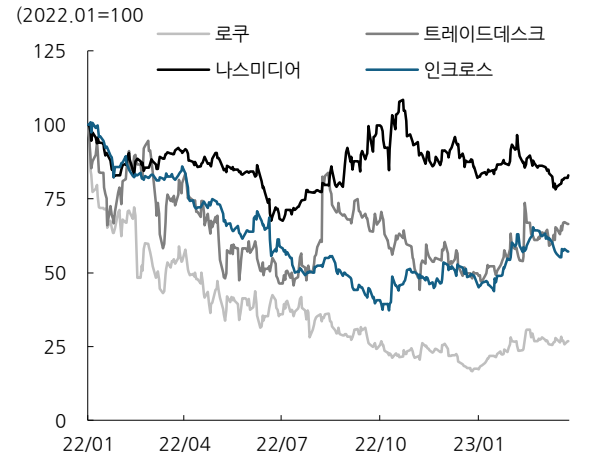
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림87 국내외 디지털 광고 업체 주가 추이(20~23.03)



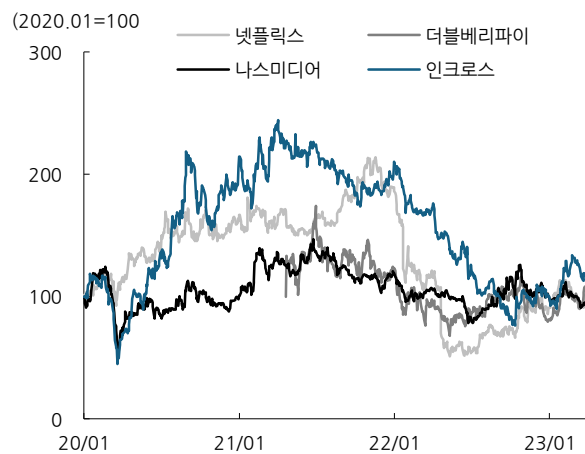
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림88 국내외 디지털 광고 업체 주가 추이(22~23.03)



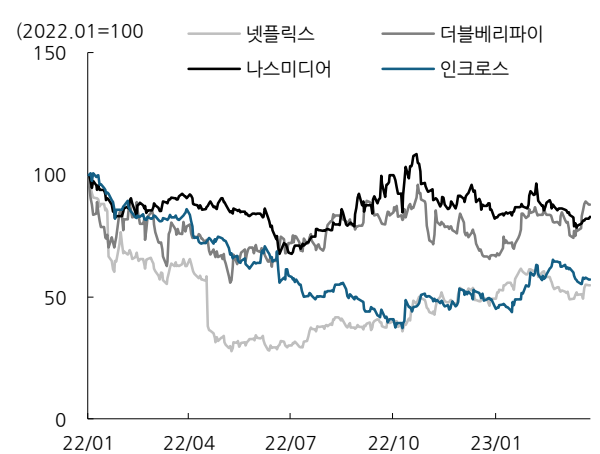
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림89 디지털 광고 업체와 넷플릭스 주가 추이(20~23.03)



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림90 디지털 광고 업체와 넷플릭스 주가 추이(22~23.03)



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

---

# Company Analysis

---

·인크로스 216050

준비된 자에게 기회가 온다

·나스미디어 089600

위기는 기회, 경기 침체 수혜주



# 인크로스

## 216050

### 준비된 자에게 기회가 온다

장지혜 미디어·음식료  
02-709-2336  
jihye.j@ds-sec.co.kr

2023.03.29

#### 매수(신규)

목표주가(신규)	26,000원
현재주가(03/28)	17,710원
상승여력	46.8%

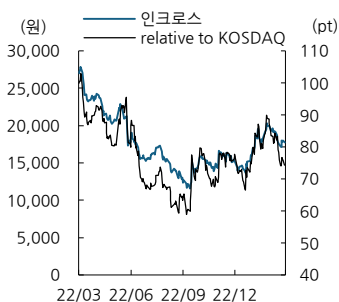
#### Stock Data

KOSDAQ	833.5pt
시가총액(보통주)	227십억원
발행주식수	12,843천주
액면가	500원
자본금	6십억원
60일 평균거래량	188천주
60일 평균거래대금	3,328백만원
외국인 지분율	8.7%
52주 최고가	45,000원
52주 최저가	11,300원
주요주주	
에스케이스퀘어(외 6인)	41.9%
자사주(외 1인)	6.2%

#### 주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-11.1	-16.4
3M	15.4	-5.0
6M	44.0	20.3

#### 주가차트



#### 기업개요: SKT계열 미디어랩

인크로스는 2007년 8월 설립된 SKT계열의 미디어랩이다. 미디어랩 사업 외에도 애드 네트워크 '다윈'과 AI 큐레이션 커머스 서비스 '티딜' 사업을 운영하고 있다. 국내 최초로 모바일 광고를 시작한 이후 온라인, 모바일, IPTV, SNS 등 전체 디지털 매체에 광고를 집행하며 성장했다. 인크로스는 검색광고 역량을 강화하기 위해 검색광고 대행사 마인드노크(19년 7월)와 애드테크 기업 솔루션(22년 7월)을 인수했다.

#### 티딜, 다윈, 검색광고 자회사 투자의 결실을 맞이할 때

인크로스의 23년 실적은 연결기준 취급고 7,393억원(+27% YoY), 매출액 673억원(+26% YoY), 영업이익 254억원(+29% YoY, OPM 37.7%)으로 전망한다. 투자포인트는 3가지로 우선 티딜의 취급고 성장이 두드러질 전망이다. 1,900만에 이르는 SKT 고객 AI 기반 데이터 분석과 다양한 판매 이벤트, MD강화를 통해 티딜 취급고는 21년 894억원에서 22년 1,374억원, 23년은 2,162억원으로 확대되며 수익기여가 기대된다. 다음으로 23년 검색광고 사업을 본격적으로 수행하며 디지털 광고 통합 집행 및 퍼포먼스 광고 수요에 적극 대응할 전망이다. 검색광고 취급고는 22년 12억원 수준에서 23년 323억원으로 성장할 전망이다. 마지막으로 동영상광고는 주요 OTT의 광고 요금제 출시에 따른 OTT 광고 시장 확대에 디지털 광고의 TV진출, 보다 높은 효율의 광고 상품 판매가 기대된다. 인크로스는 어드레서블 TV, 다윈을 통한 동영상광고 취급고 성장과 미디어랩 매출 성장이 기대된다.

#### 투자의견 매수, 목표주가 2.6만원으로 커버리지 개시

인크로스의 목표주가는 23년 실적에 목표배수 15배를 적용해 산출했다. 디지털 광고 시장 변화에 적극적으로 대응하며 꾸준한 실적 성장이 기대되는 미디어랩의 적정 목표배수는 22년 평균인 12배로 판단한다. 다만 인크로스는 티딜의 성공적인 사업 확대와 23년 검색광고의 유의미한 성장이 기대돼 25% 프리미엄을 적용했다.

#### Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액	39	52	53	67	81
영업이익	15	21	20	25	30
영업이익률(%)	37.6	41.3	36.8	37.7	36.8
세전이익	15	27	20	27	31
지배주주지분순이익	12	21	15	21	24
EPS(원)	958	1,644	1,278	1,732	2,030
증감률(%)	32.1	71.6	-22.2	35.5	17.2
ROE(%)	17.5	25.2	15.5	18.3	18.5
PER (배)	35.4	20.2	11.9	10.2	8.7
PBR (배)	3.7	2.9	1.8	1.9	1.6
EV/EBITDA (배)	24.2	16.7	6.7	5.9	4.6

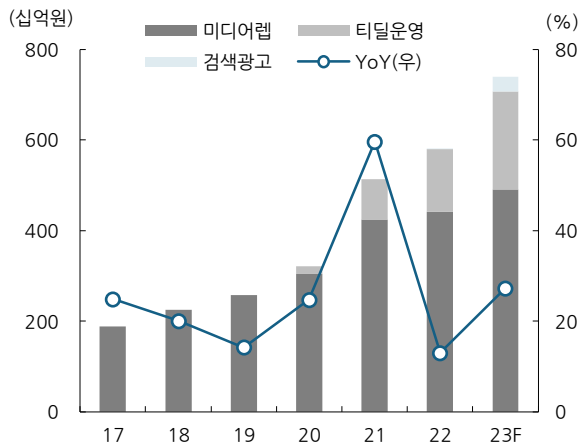
자료: 인크로스, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표13 인크로스 실적 테이블

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2020	2021	2022	2023F
취급고	112.5	143.0	151.7	173.4	141.0	185.9	191.8	220.5	321.8	513.7	580.6	739.3
YoY	10.2%	19.4%	16.6%	7.2%	25.3%	30.0%	26.4%	27.2%	24.7%	59.7%	13.0%	27.3%
1. 미디어렐	84.2	112.4	114.7	130.8	88.4	123.6	128.4	150.4	303.9	424.4	442.0	490.9
YoY	-0.9%	12.5%	7.9%	-1.8%	5.0%	10.0%	12.0%	15.0%	17.8%	39.6%	4.2%	11.0%
2. 티달운영	28.4	30.6	37.0	41.5	47.7	54.8	53.6	60.1	17.8	89.4	137.4	216.2
YoY	65.1%	54.2%	55.4%	45.2%	68.1%	79.0%	45.0%	45.0%	흑전	401.5%	53.8%	57.3%
3. 검색광고	0.0	0.0	0.1	1.1	5.0	7.5	9.8	10.0	0.0	0.0	1.2	32.3
YoY	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	16150%	789.7%	적지	적지	흑전	2623.8%
매출액	9.3	12.6	13.9	17.5	12.2	16.4	17.3	21.3	39.4	51.8	53.3	67.3
YoY	-10.9%	0.9%	6.6%	10.7%	31.2%	30.6%	24.3%	21.9%	14.4%	31.3%	2.9%	26.2%
1. 미디어렐	6.9	9.7	9.9	12.7	7.5	10.8	11.2	14.3	31.3	40.3	39.2	43.8
YoY	-15.6%	-2.6%	1.2%	2.8%	8.9%	11.2%	13.0%	12.5%	17.1%	28.8%	-2.7%	11.7%
2. 티달운영	1.1	1.3	1.9	2.4	2.4	2.7	2.7	3.3	0.9	4.2	6.6	11.1
YoY	66.2%	103.1%	30.5%	58.8%	126.6%	107.4%	43.1%	39.5%	흑전	371.0%	57.1%	67.9%
3. 애드네트워크	0.5	0.7	1.1	1.2	0.8	1.1	1.3	1.4	4.0	3.9	3.6	4.6
YoY	-31.9%	-32.0%	10.3%	15.8%	50.0%	50.0%	15.0%	15.0%	-12.9%	-2.3%	-7.8%	27.0%
4. 서비스운영	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0	1.0	3.3	3.4	3.5	3.9
YoY	-3.5%	2.9%	6.7%	11.5%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	3.4%	3.8%	4.3%	10.0%
5. 검색광고	0.0	0.0	0.1	0.2	0.6	0.9	1.2	1.2	0.0	0.0	0.3	3.9
YoY	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	735.7%	525.0%	적지	적지	흑전	1065.7%
영업비용	7.5	7.7	7.9	10.5	8.7	10.3	9.9	13.0	24.6	30.4	33.6	41.9
YoY	12.8%	8.8%	13.0%	8.9%	15.3%	33.1%	25.1%	24.1%	10.5%	23.6%	10.7%	24.5%
매출액대비	80.7%	61.6%	56.9%	59.9%	71.0%	62.7%	57.3%	61.0%	62.4%	58.7%	63.1%	62.3%
1. 인건비용	5.0	5.1	5.0	6.4	5.4	6.7	6.2	7.8	14.3	18.8	21.5	26.1
YoY	21.4%	10.4%	15.5%	11.8%	7.2%	31.8%	24.3%	21.9%	21.7%	31.6%	14.4%	21.4%
매출액대비	53.8%	40.6%	35.6%	36.5%	44.0%	41.0%	35.6%	36.5%	36.1%	36.2%	40.3%	38.7%
2. 사업성 비용	0.8	0.8	0.9	1.3	1.1	1.1	1.1	1.6	4.1	4.5	3.9	4.9
YoY	-23.1%	-9.8%	-15.3%	-3.0%	31.2%	30.6%	24.3%	21.9%	-15.2%	8.4%	-12.3%	26.3%
매출액대비	9.0%	6.7%	6.6%	7.5%	9.0%	6.7%	6.6%	7.5%	10.4%	8.6%	7.3%	7.3%
3. 운영 비용	1.7	1.8	2.0	2.8	2.2	2.5	2.6	3.6	6.2	7.2	8.2	10.9
YoY	15.6%	15.4%	21.3%	8.5%	31.6%	37.9%	31.9%	30.3%	9.3%	15.3%	14.3%	32.6%
매출액대비	17.9%	14.2%	14.1%	15.9%	18.0%	15.0%	15.0%	17.0%	15.8%	13.9%	15.4%	16.2%
영업이익	1.8	4.8	6.0	7.0	3.6	6.1	7.4	8.3	14.8	21.4	19.6	25.4
YoY	-52.7%	-9.7%	-0.9%	13.0%	97.5%	26.6%	23.1%	19.0%	21.6%	44.2%	-8.3%	29.3%
영업이익률	19.3%	38.4%	43.1%	40.0%	29.0%	37.3%	42.7%	39.0%	37.6%	41.3%	36.8%	37.7%
순이익	1.6	3.1	5.0	5.7	3.0	5.0	6.0	6.8	12.3	21.1	15.4	20.9
YoY	-50.7%	-27.7%	-7.4%	-30.4%	94.6%	60.7%	21.7%	17.6%	32.1%	71.6%	-27.0%	35.5%
순이익률	16.7%	24.9%	35.6%	32.9%	24.7%	30.7%	34.9%	31.7%	31.2%	40.8%	28.9%	31.0%

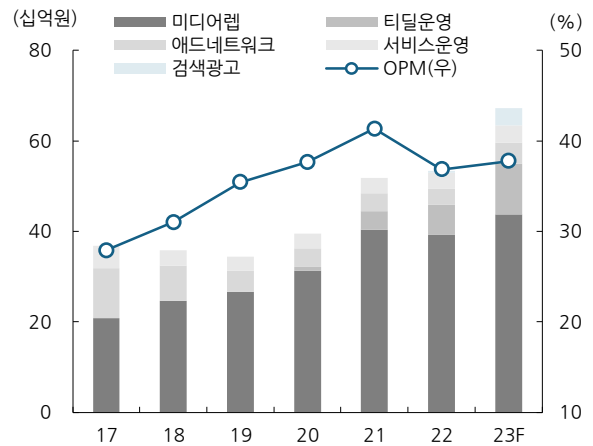
자료: 인크로스, DS투자증권 리서치센터

그림91 인크로스 사업부별 취급고 추이



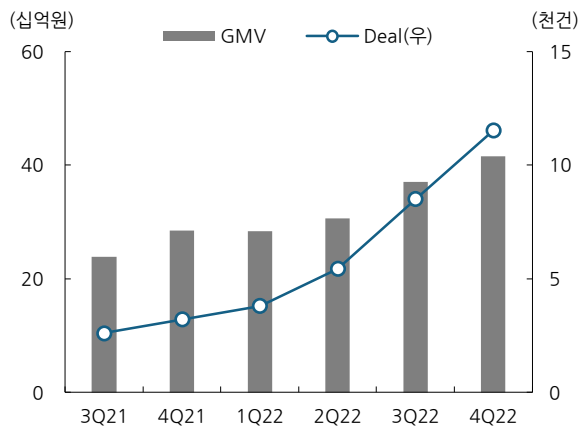
자료: 인크로스, DS투자증권 리서치센터

그림92 인크로스 사업부별 매출액과 전체 영업이익률



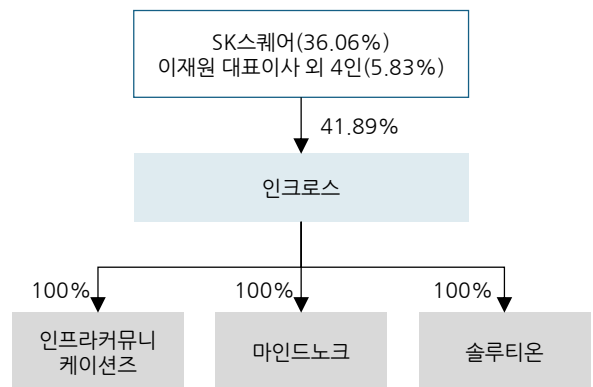
자료: 인크로스, DS투자증권 리서치센터

그림93 티딜 거래액 및 건수



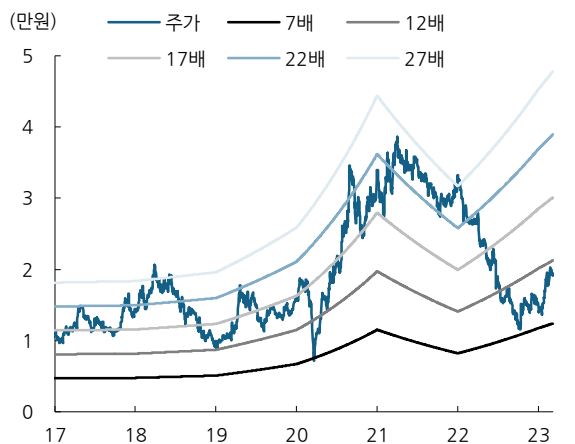
자료: 인크로스, DS투자증권 리서치센터  
 주: Deal은 분기별 판매된 Unique Deal 건수

그림94 인크로스 지배구조



자료: 인크로스, DS투자증권 리서치센터, 주: 2022.09.30 기준

그림95 인크로스 PER 밴드차트



자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

그림96 목표주가 산출

PER Valuation	
2023F EPS (원)	1,719.9
2022 EPS	1,269.7
2023F EPS	1,719.9
Target PER (배)	15.0
Historical PER(19~22)	17.0
미디어렙 평균 목표배수	12.0
목표주가 (원)	26,000
현재주가 (원)	17,710
상승여력	46.8%

자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터, 주: 현재주가는 2023.03.28 종가

[ 인크로스 216050 ]

재무상태표	(십억원)					손익계산서	(십억원)				
	2020	2021	2022	2023F	2024F		2020	2021	2022	2023F	2024F
유동자산	166	211	221	255	295	매출액	39	52	53	67	81
현금 및 현금성자산	27	24	24	37	49	매출원가	19	23	25	32	38
매출채권 및 기타채권	108	146	152	171	197	매출총이익	21	28	28	36	43
재고자산	0	0	0	0	0	판매비 및 관리비	6	7	9	10	13
기타	31	40	45	47	49	영업이익	15	21	20	25	30
비유동자산	14	20	16	17	18	(EBITDA)	16	23	21	27	32
관계기업투자등	4	7	5	5	5	금융손익	0	1	2	1	1
유형자산	2	2	3	3	3	이자비용	0	0	0	0	0
무형자산	2	2	3	4	4	관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
자산총계	179	230	237	272	313	기타영업외손익	0	4	-2	0	0
유동부채	101	133	128	147	168	세전계속사업이익	15	27	20	27	31
매입채무 및 기타채무	95	128	122	140	162	계속사업법인세비용	2	6	4	6	7
단기금융부채	1	1	1	1	1	계속사업이익	12	21	15	21	24
기타유동부채	5	5	5	5	6	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	4	4	3	3	3	당기순이익	12	21	15	21	24
장기금융부채	3	2	1	1	1	지배주주	12	21	15	21	24
기타비유동부채	1	2	1	2	2	총포괄이익	12	22	15	21	24
부채총계	105	137	131	149	171	매출총이익률 (%)	53.0	55.0	53.3	53.1	52.9
지배주주지분	75	93	106	122	142	영업이익률 (%)	37.6	41.3	36.8	37.7	36.8
자본금	4	4	6	6	6	EBITDA마진률 (%)	41.0	43.7	39.4	39.9	38.9
자본잉여금	41	40	38	38	38	당기순이익률 (%)	31.2	40.8	28.9	31.0	30.1
이익잉여금	48	68	80	96	116	ROA (%)	7.6	10.3	6.6	8.2	8.4
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0	ROE (%)	17.5	25.2	15.5	18.3	18.5
자본총계	75	93	106	122	142	ROIC (%)	40.7	51.7	36.7	42.3	46.0

현금흐름표	(십억원)					주요투자지표	(원, 배)				
	2020	2021	2022	2023F	2024F		2020	2021	2022	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	25	10	11	21	21	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	12	21	15	21	24	P/E	35.4	20.2	11.9	10.2	8.7
비현금수익비용가감	5	4	8	2	2	P/B	3.7	2.9	1.8	1.9	1.6
유형자산감가상각비	1	1	1	0	0	P/S	11.0	8.2	3.7	3.4	2.8
무형자산상각비	0	0	0	1	2	EV/EBITDA	24.2	16.7	6.7	5.9	4.6
기타현금수익비용	4	3	7	0	0	P/CF	24.9	16.7	8.2	10.1	8.6
영업활동 자산부채변동	9	-13	-9	-2	-5	배당수익률 (%)	n/a	1.4	2.6	2.2	2.2
매출채권 감소(증가)	-11	-39	-5	-20	-26	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0	0	매출액	14.4	31.3	2.9	26.2	21.0
매입채무 증가(감소)	19	31	-6	18	21	영업이익	21.6	44.2	-8.3	29.3	18.0
기타자산 부채변동	1	-6	2	0	0	세전이익	21.1	83.3	-27.4	35.4	17.2
투자활동 현금	-2	-8	-6	-4	-4	당기순이익	32.1	71.6	-27.0	35.5	17.2
유형자산처분(취득)	-1	0	-1	0	0	EPS	32.1	71.6	-22.2	35.5	17.2
무형자산 감소(증가)	0	0	0	-2	-2	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-1	-5	-4	-2	-2	부채비율	140.6	147.7	123.6	122.4	120.3
기타투자활동	0	-3	0	0	0	유동비율	163.9	158.2	172.5	173.9	175.7
재무활동 현금	-4	-4	-6	-5	-5	순차입금/자기자본(x)	-59.1	-51.3	-52.0	-56.4	-58.3
차입금의 증가(감소)	-1	-1	-1	0	0	영업이익/금융비용(x)	109.0	162.7	188.6	277.3	327.3
자본의 증가(감소)	-4	-3	-5	-5	-5	총차입금 (십억원)	4	3	2	2	2
배당금의 지급	0	0	5	5	5	순차입금 (십억원)	-44	-48	-55	-69	-83
기타재무활동	0	0	0	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	18	-2	0	12	12	EPS	958	1,644	1,278	1,732	2,030
기초현금	8	27	24	24	37	BPS	9,251	11,544	8,250	9,511	11,051
기말현금	27	24	24	37	49	SPS	3,071	4,033	4,151	5,237	6,336
NOPLAT	12	17	15	20	24	CFPS	1,360	1,986	1,843	1,757	2,053
FCF	24	4	9	17	17	DPS	n/a	453	390	390	390

자료: 인크로스, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

# 나스미디어

## 089600

### 위기는 기회, 경기 침체 수혜주

장지혜 미디어·음식료  
02-709-2336  
jihye.j@ds-sec.co.kr

2023.03.29

#### 매수(신규)

목표주가(신규)	35,000원
현재주가(03/28)	24,150원
상승여력	44.9%

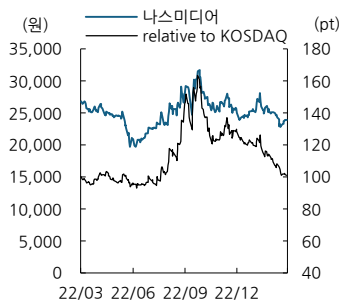
#### Stock Data

KOSDAQ	833.5pt
시가총액(보통주)	255십억원
발행주식수	11,568천주
액면가	500원
자본금	5십억원
60일 평균거래량	56천주
60일 평균거래대금	1,423백만원
외국인 지분율	9.1%
52주 최고가	35,400원
52주 최저가	21,350원
주요주주	
케이티(외 2인)	59.5%
자사주(외 1인)	2.2%

#### 주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-3.8	-9.1
3M	-6.0	-26.4
6M	-14.0	-37.7

#### 주가차트



#### 기업개요: KT계열의 미디어렐

나스미디어는 2000년 3월 설립된 KT계열의 미디어렐이다. 온라인, 모바일, IPTV 등 전체 디지털 매체의 미디어렐 사업 외에도 디지털 옥외광고 '엔스퀘어', AI 큐레이션 커머스 서비스 '케이딜' 사업을 운영하고 있다. 16년 10월 플레이다를 인수해 검색광고 사업을 강화했으며 다양한 솔루션을 개발했다. 또한 KT와 협업해 DMP 구축 및 AI기술로 플랫폼을 고도화하고 프로그래매틱 광고 경쟁력을 강화하고 있다.

#### 경기 침체 속 플랫폼 수요 증가와 OTT 광고 요금제 가입 증가 수혜

나스미디어의 23년 실적은 연결기준 취급고 1.5조원(+10% YoY), 매출액 1,784억원(+17% YoY), 영업이익 375억원(+13% YoY, OPM 21%)으로 전망한다. 나스미디어의 투자포인트 2가지는 모두 경기 침체와 관련이 깊다. 우선 플랫폼 매출이 597억원(+38% YoY)으로 지난 2년에 이어 외형 성장이 두드러질 전망이다. 경기 침체 우려 속에서 광고주들은 보다 효율적인 광고를 집행하고자 할 것이기 때문에 퍼포먼스형 광고와 프로그래매틱 광고 플랫폼의 성장이 기대되기 때문이다. 또한 어드레서블 TV 광고 채널의 증가와 케이딜의 거래액 증가도 기대된다.

디지털 광고 부문은 매출액 1,195억원(+10% YoY)으로 검색광고와 동영상 광고 성장이 기대된다. 검색광고는 시장 트렌드 변화와 생성형 AI 기술 발달에 따른 수요가 증가하고 있고, 동영상 광고는 가계의 소비 여력 둔화로 비교적 저가인 넷플릭스의 광고 요금제 가입이 증가하며 하반기 실적 성장이 기대된다.

#### 투자의견 매수, 목표주가 3.5만원으로 커버리지 개시

나스미디어의 목표주가는 23년 실적에 목표배수 12배를 적용해 산출했다. 디지털 광고 시장 변화에 적극적으로 대응하며 꾸준한 실적 성장이 기대되는 미디어렐의 적정 목표배수는 22년 평균인 12배를 그대로 적용했다. 나스미디어의 현 주가는 23년 실적 대비 8배에 불과해 밸류에이션 매력도 높다.

#### Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액	112	124	152	178	197
영업이익	27	33	33	37	42
영업이익률(%)	24.2	26.5	21.7	21.0	21.1
세전이익	30	36	36	39	44
지배주주지분순이익	23	26	27	30	33
EPS(원)	1,979	2,260	2,368	2,916	3,217
증감률(%)	11.0	14.2	4.8	23.1	10.3
ROE(%)	14.8	14.8	13.7	13.9	13.7
PER (배)	12.9	13.3	10.6	8.3	7.5
PBR (배)	1.3	1.5	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA (배)	3.7	4.4	3.5	2.7	2.1

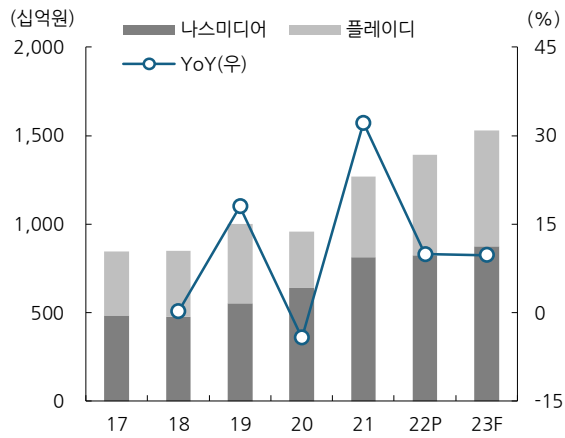
자료: 나스미디어, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표14 나스미디어 실적 테이블

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2020	2021	2022	2023F
취급고	307.1	335.6	368.1	382.0	330.7	368.2	403.4	426.2	958.9	1,267.4	1,392.8	1,528.5
YoY	9.4%	7.0%	23.8%	1.6%	7.7%	9.7%	9.6%	11.6%	-4.3%	32.2%	9.9%	9.7%
1. 나스미디어(별도)	187.2	196.8	221.2	218.3	192.8	208.6	234.4	238.0	639.7	811.7	823.5	873.8
YoY	2.8%	-1.5%	10.9%	-5.2%	3.0%	6.0%	6.0%	9.0%	15.6%	26.9%	1.4%	6.1%
2. 플레이디	119.9	138.8	147.0	163.6	137.9	159.6	169.0	188.2	319.2	455.7	569.3	654.7
YoY	21.7%	21.9%	50.3%	12.5%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	-28.8%	42.8%	24.9%	15.0%
매출액	32.6	39.0	39.5	41.3	38.4	46.4	45.6	48.1	111.6	124.2	152.4	178.4
YoY	18.6%	32.5%	27.8%	13.6%	17.8%	18.7%	15.3%	16.6%	-4.6%	11.2%	22.7%	17.1%
1) 디지털광고	24.1	29.4	27.0	28.4	26.0	32.2	29.6	31.7	89.9	94.8	109.0	119.5
2) 플랫폼	8.5	9.6	12.5	12.8	12.6	14.3	16.2	16.6	21.7	29.4	43.4	59.7
1. 나스미디어(별도)	23.1	27.8	28.6	29.3	27.3	33.3	33.2	34.5	82.4	89.6	108.8	128.4
YoY	18.4%	37.3%	24.2%	9.3%	18.4%	19.9%	16.1%	17.8%	5.0%	8.8%	21.4%	18.0%
1) 디지털광고	14.6	18.2	16.5	16.9	15.0	19.3	17.5	18.4	61.2	60.7	66.2	70.2
2) 플랫폼	8.1	9.3	12.0	12.3	12.2	14.0	15.6	16.0	20.9	28.0	41.8	57.8
2. 플레이디	9.6	11.4	10.9	12.0	11.2	13.2	12.5	13.8	29.3	34.7	44.0	50.8
YoY	21.2%	23.7%	38.1%	24.9%	16.4%	15.9%	15.1%	15.1%	-24.0%	18.3%	26.7%	15.6%
1) 디지털광고	9.5	11.3	10.5	11.6	10.9	13.0	12.1	13.3	28.7	34.0	42.8	49.2
2) 플랫폼	0.3	0.3	0.5	0.5	0.4	0.3	0.6	0.6	0.8	1.4	1.6	1.8
3. 연결	-0.2	-0.2	0.0	0.0	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	0.0	-0.1	-0.4	-0.8
영업비용	25.6	28.3	31.1	34.4	31.2	35.3	35.6	38.8	84.7	91.3	119.3	141.0
YoY	19.6%	31.8%	36.4%	34.1%	21.7%	25.1%	14.6%	12.9%	-2.1%	7.8%	30.7%	18.1%
매출액대비	78.8%	72.4%	78.6%	83.3%	81.3%	76.3%	78.1%	80.7%	75.8%	73.5%	78.3%	79.0%
1. 인건비성 비용	14.3	14.5	13.9	14.3	16.4	16.6	15.9	16.4	47.6	50.2	56.9	65.4
YoY	14.6%	15.7%	12.1%	11.4%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	0.7%	5.4%	13.4%	15.0%
매출액대비	43.8%	37.1%	35.1%	34.6%	42.8%	35.9%	35.0%	34.1%	42.6%	40.4%	37.3%	36.7%
2. 사업성 비용	8.2	10.3	13.4	14.5	9.0	11.3	14.7	16.0	28.0	29.4	46.4	51.0
YoY	29.4%	66.8%	79.8%	53.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	-3.8%	5.1%	57.6%	10.0%
매출액대비	25.2%	26.4%	33.9%	35.2%	23.5%	24.4%	32.3%	33.2%	25.1%	23.7%	30.4%	28.6%
3. 운영 비용	3.2	3.5	3.8	5.6	5.8	7.4	4.9	6.4	9.0	11.7	16.1	24.5
YoY	19.5%	27.0%	28.7%	67.9%	81.7%	111.5%	29.1%	15.2%	-9.8%	29.2%	37.4%	52.6%
매출액대비	9.8%	8.9%	9.6%	13.6%	15.0%	15.9%	10.7%	13.4%	8.1%	9.4%	10.5%	13.7%
영업이익	6.9	10.8	8.5	6.9	7.2	11.0	10.0	9.3	27.0	32.9	33.1	37.5
YoY	15.3%	34.3%	3.9%	-35.6%	3.5%	2.0%	18.2%	34.9%	-11.8%	21.9%	0.5%	13.3%
영업이익률	21.2%	27.6%	21.4%	16.7%	18.7%	23.7%	21.9%	19.3%	24.2%	26.5%	21.7%	21.0%
1. 나스미디어(별도)	5.8	8.9	8.0	6.0	6.0	9.3	9.3	7.9	27.2	31.0	28.8	32.6
YoY	-1.6%	20.8%	0.1%	-38.5%	3.1%	4.5%	15.9%	33.0%	17.8%	14.2%	-7.3%	13.3%
영업이익률	25.3%	32.1%	28.1%	20.4%	22.0%	28.0%	28.0%	23.0%	33.0%	34.6%	26.4%	25.4%
2. 플레이디	1.4	2.2	0.8	1.2	1.5	2.0	1.0	1.7	1.1	3.3	5.6	6.1
YoY	247.6%	110.9%	36.9%	-8.0%	2.9%	-9.3%	31.5%	34.9%	-87.5%	203.5%	67.6%	9.1%
영업이익률	14.7%	19.2%	7.0%	10.2%	13.0%	15.0%	8.0%	12.0%	3.8%	9.6%	12.7%	12.0%
3. 연결	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-1.3	-1.5	-1.3	-1.2
순이익	5.5	8.6	7.0	7.8	6.1	9.2	8.4	7.8	23.1	27.1	28.9	31.6
YoY	3.8%	32.8%	2.3%	-7.9%	11.4%	7.5%	19.7%	-0.1%	2.9%	17.2%	6.6%	9.1%
순이익률	16.9%	21.9%	17.8%	19.0%	16.0%	19.9%	18.4%	16.3%	20.7%	21.8%	19.0%	17.7%

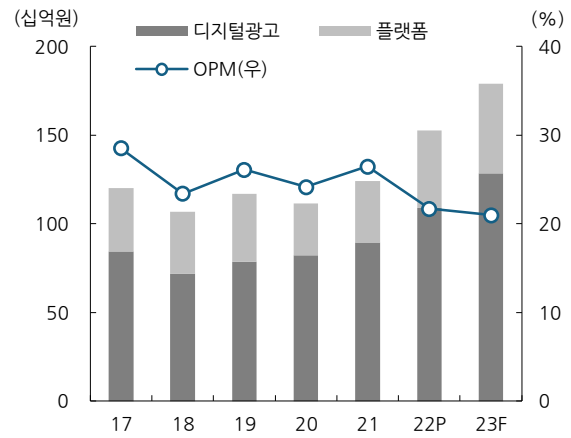
자료: 나스미디어, DS투자증권 리서치센터 추정

그림97 나스미디어 사업부별 취급고 추이



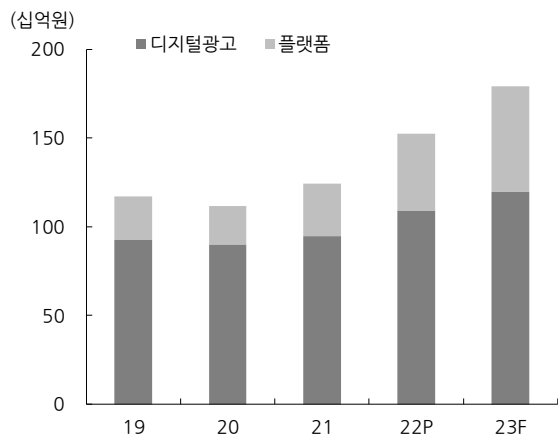
자료: 나스미디어, DS투자증권 리서치센터

그림98 나스미디어 사업부별 매출액과 전체 영업이익률



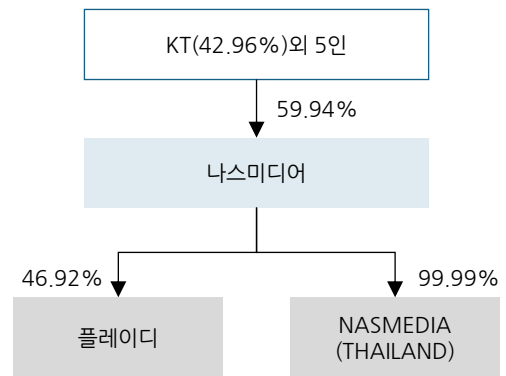
자료: 나스미디어, DS투자증권 리서치센터

그림99 디지털 광고와 플랫폼 매출 추이



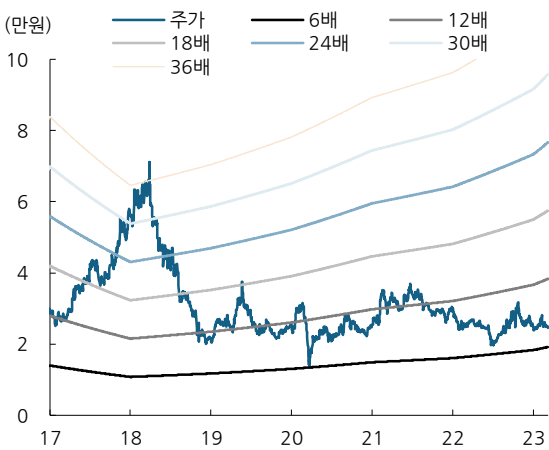
자료: 나스미디어, DS투자증권 리서치센터

그림100 나스미디어 지배구조



자료: 나스미디어, DS투자증권 리서치센터, 주: 2022.09.30 기준

그림101 나스미디어 PER 밴드차트



자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

그림102 목표주가 산출

PER Valuation	
2023F EPS (원)	2,914.6
2022F EPS	2,603.5
2023F EPS	2,914.6
Target PER (배)	12.0
Historical PER(19~22)	11.0
미디어렙 평균 목표배수	12.0
목표주가 (원)	35,000
현재주가 (원)	24,150
상승여력	44.9%

자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터, 주: 현재주가는 2023.03.28 종가

[ 나스미디어 089600 ]

재무상태표	(십억원)					손익계산서	(십억원)				
	2020	2021	2022	2023F	2024F		2020	2021	2022	2023F	2024F
유동자산	361	409	435	483	535	매출액	112	124	152	178	197
현금 및 현금성자산	54	71	86	95	112	매출원가	0	0	0	0	0
매출채권 및 기타채권	221	246	265	300	332	매출총이익	112	124	152	178	197
재고자산	0	0	1	1	1	판매비 및 관리비	85	91	119	141	156
기타	85	92	83	87	90	영업이익	27	33	33	37	42
비유동자산	61	81	83	85	88	(EBITDA)	37	40	41	46	50
관계기업투자등	1	6	8	8	8	금융손익	1	1	2	0	0
유형자산	12	13	15	16	17	이자비용	0	0	1	1	1
무형자산	43	41	40	40	41	관계기업등 투자손익	0	1	0	0	0
자산총계	422	490	518	568	623	기타영업외손익	1	2	1	1	1
유동부채	209	249	261	288	318	세전계속사업이익	30	36	36	39	44
매입채무 및 기타채무	193	235	245	271	300	계속사업법인세비용	7	9	7	8	9
단기금융부채	2	3	4	4	4	계속사업이익	23	27	29	32	35
기타유동부채	13	11	13	13	14	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	13	20	14	14	14	당기순이익	23	27	29	32	35
장기금융부채	0	11	10	10	10	지배주주	23	26	27	30	33
기타비유동부채	12	9	5	5	5	총포괄이익	23	27	29	32	35
부채총계	221	269	276	303	332	매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
지배주주지분	167	187	205	228	254	영업이익률 (%)	24.2	26.5	21.7	21.0	21.1
자본금	5	5	5	5	5	EBITDA마진률 (%)	33.3	31.8	27.0	25.6	25.4
자본잉여금	43	43	43	43	43	당기순이익률 (%)	20.7	21.8	19.0	17.7	17.7
이익잉여금	119	138	156	179	205	ROA (%)	5.9	5.7	5.3	5.5	5.6
비지배주주지분(연결)	34	35	37	37	37	ROE (%)	14.8	14.8	13.7	13.9	13.7
자본총계	201	222	242	265	291	ROIC (%)	24.7	35.1	28.3	24.7	25.5

현금흐름표	(십억원)					주요투자지표	(원, 배)				
	2020	2021	2022	2023F	2024F		2020	2021	2022	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	47	44	22	28	37	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	23	27	29	32	35	P/E	12.9	13.3	10.6	8.3	7.5
비현금수익비용가감	21	18	19	7	7	P/B	1.3	1.5	1.3	1.1	1.0
유형자산감가상각비	8	5	6	7	7	P/S	2.6	2.8	1.9	1.4	1.3
무형자산상각비	2	2	2	1	1	EV/EBITDA	3.7	4.4	3.5	2.7	2.1
기타현금수익비용	10	11	10	-2	-2	P/CF	6.7	7.7	6.1	6.7	6.1
영업활동 자산부채변동	9	7	-20	-10	-4	배당수익률 (%)	2.5	2.4	2.8	2.9	2.9
매출채권 감소(증가)	-4	-24	-19	-35	-32	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0	0	매출액	-4.6	11.2	22.7	17.1	10.5
매입채무 증가(감소)	17	39	6	26	29	영업이익	-11.8	21.9	0.5	13.3	10.9
기타자산 부채변동	-4	-7	-7	-1	-1	세전이익	-5.4	20.8	-0.1	9.5	10.3
투자활동 현금	-41	-17	4	-12	-13	당기순이익	2.9	17.2	6.6	9.1	10.3
유형자산처분(취득)	-2	-3	-3	-8	-9	EPS	11.0	14.2	4.8	23.1	10.3
무형자산 감소(증가)	0	-1	-1	-2	-2	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-39	-10	8	-2	-2	부채비율	110.3	121.1	113.7	114.1	114.1
기타투자활동	0	-3	-1	-1	-1	유동비율	172.7	164.6	166.6	167.6	168.6
재무활동 현금	18	-10	-11	-7	-7	순차입금/자기자본(x)	-65.3	-64.4	-49.3	-49.1	-51.3
차입금의 증가(감소)	-7	-3	-4	0	0	영업이익/금융비용(x)	141.1	104.8	58.0	72.3	80.1
자본의 증가(감소)	-6	-7	-8	-7	-7	총차입금 (십억원)	3	14	13	13	13
배당금의 지급	6	7	7	7	7	순차입금 (십억원)	-131	-143	-119	-130	-149
기타재무활동	31	0	0	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	25	18	15	9	17	EPS	1,979	2,260	2,368	2,916	3,217
기초현금	29	54	71	86	95	BPS	19,049	19,423	19,456	21,620	24,076
기말현금	54	71	86	95	112	SPS	9,651	10,733	13,174	16,927	18,709
NOPLAT	21	25	27	30	33	CFPS	3,786	3,883	4,126	3,627	3,940
FCF	12	35	32	16	24	DPS	643	706	700	700	700

자료: 나스미디어, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

**인크로스 (216050) 투자의견 및 목표주가 변동추이**

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		(원)
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2023-03-29	담당자변경				
2023-03-29	매수	26,000			

**나스미디어 (089600) 투자의견 및 목표주가 변동추이**

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		(원)
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2023-03-29	담당자변경				
2023-03-29	매수	35,000			

**투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)**

기업	투자의견	적용기준	산업
매수	+10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우		산업
중립	-10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우		비중확대
매도	-10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우		중립
			비중축소

업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견

**투자의견 비율**

기준일 2022.12.31

매수	중립	매도
100.0%	0.0%	0.0%

**Compliance Notice**

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.