

더 트레이드 데스크 The Trade Desk (TTD US)

CTV 프로그래매틱 광고, 필수 아이템

매수
(신규)

목표가: USD 753
상승여력: 25.6%

윤정환 junghan_yoon@miraeasset.com

기업소개

더 트레이드 데스크는 광고주 및 에이전시가 프로그래매틱 광고를 위해 사용하는 DSP

- 2020년 채널 비중(수주 기준), 디스플레이 57%, CTV 38%, Audio 등 5% 추정
- 해외 매출 비중 13.5%, DV360, 아마존 DSP와 함께 에이전시가 사용하는 3대 플랫폼

투자 포인트

투자포인트 1) 미국 내 거의 모든 CTV 지면에 접근 가능한 독립 DSP

- 2020년 CTV 광고 매출 YoY +100% 성장, CTV 시장의 성장 +41%를 크게 아웃퍼폼
- 유일한 아마존 지면 보유 독립 플랫폼, 그 외 Disney+ 등 프리미엄 CTV 지면 다수

투자포인트 2) 다양한 데이터 소스 연결, 광고주를 위한 자체 인공지능 분석 서비스 제공

- CRM과 결합된 자사 DMP 구축, ADOBE 등 237개사 DMP와 결합, 높은 효율성 제공
- 자체 AI 분석 엔진 Koa 보유, 3Q21 신제품 Solimar 출시 예정, 최적 CPM 설정 가능

투자포인트 3) 글로벌 기업의 지면 보유, 유일하게 중국 BAT에 접근 가능한 플랫폼

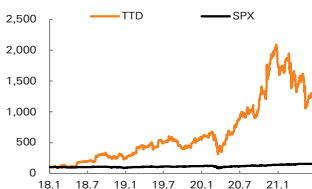
- 전 세계 기준 98% 이상의 광고 지면에 접근 가능, 2020년 해외 매출 YoY +23% 성장
- EMEA 지역 CTV가 침투하기 시작, 1Q21 영국 Sky TV와 파트너십 등 적극 대응 중

투자의견 매수로 커버리지 개시

더 트레이드 데스크에 대해 투자의견 매수, 목표주가 USD753으로 커버리지 개시

- 목표주가는 12MF 예상 매출액에 PSR 29.4x 적용하여 산출, 고성장 SaaS 기업 평균
- 현재 TTD는 쿠키, IDFA 관련 불확실성으로 12MF PSR 22.3x에서 거래 중
- CTV 광고 채널 고성장이 시작된 20년 PSR은 44.3x, 시장의 우려가 과도하다는 판단
- 대체 식별 ID인 UID 2.0 가입자 크게 증가하는 중, 장기적으로 TTD의 기회가 될 것
- PSR 29.4x는 개인정보보호 이슈 이전 로쿠(Roku)대비 밸류에이션 프리미엄 하단

Key data



현재 주가 (21/06/11)	USD 599.81	시가총액 (십억USD)	28.5
거래소	NASDAQ GM	시가총액 (조원)	31.9
EPS 성장률 (21F,x)	-41.4	유통주식수 (백만주)	42.7
P/E (21F,x)	200.6	52주 최저가 (USD)	345.0
MKT P/E (21F,x)	22.5	52주 최고가 (USD)	972.8
배당수익률 (%)	-		

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	21.5	-35.2	69.2
상대주가	19.4	-44.4	21.1

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2019	2020	2021F	2022F	2023F	2024F
매출액 (백만USD)	661.1	836.0	1,165.9	1,507.6	1,871.7	2,248.9
영업이익 (백만USD)	112.2	144.2	160.9	233.3	328.9	442.4
영업이익률 (%)	17.0%	17.2%	13.8%	15.5%	17.6%	19.7%
순이익 (백만USD)	108.3	242.3	142.2	188.5	265.9	357.8
EPS (USD)	2.43	5.24	3.07	4.07	5.74	7.73
ROE (%)	21.5	29.8	12.1	12.1	13.1	13.6
P/E (배)	109.1	156.5	200.6	151.4	107.3	79.7
P/B (배)	19.3	37.4	21.2	16.2	12.4	9.6

주: GAAP

자료 더 트레이드 데스크, 미래에셋증권 리서치센터

실적 및 밸류에이션

더 트레이드 데스크에 대해 투자의견 매수, 목표주가 USD753으로 커버리지를 개시한다. 향후 12개월 매출액에 PSR 29.4x를 적용했다. 목표 PSR인 29.4x는 고성장하는 주요 SaaS 기업의 12MF PSR 평균이다. 피어 그룹은 2022E 매출 성장률 25%, GPM 70%, OPM 10% 이상의 기업으로 선정했다. (TTD, 22F 매출 성장률 29%, GPM 80%, OPM 16%)

TTD의 비즈니스 모델은 광고주를 대상으로 분석 소프트웨어 툴을 제공하고 MSAs(마스터 서비스 계약)를 통한 반복적인 수익을 추구한다는 점에서 SaaS와 유사하다고 판단했다. 유사한 사업을 영위하고 있는 크리테오(CRTO US)는 CTV 채널 익스포저가 낮고 커머스 기업 대상 리타겟팅 서비스가 주력으로 성장성이 낮아 피어에서 제외했다.

TTD가 영위하고 있는 DSP사업은 규모의 경쟁력이 적용되는 분야다. 광고주는 TTD와 협력하면서 거의 모든 CTV 지면에 자사 광고를 노출시킬 수 있다. 강력한 시장 지위로 고객 커버리지가 지속 확대될 것이다. 그에 따라 자체 빅데이터 분석 AI 엔진의 효율성도 지속 증가하면서 경쟁 해자의 강화가 기대된다.

TTD의 12MF 타겟 PSR인 29.4x는 CTV 미디어&DSP 사업을 하고 있는 로쿠의 멀티플에 100% 프리미엄 수준이다. 2020년 TTD는 로쿠 대비 100%~180%의 프리미엄으로 거래되었다. 현재는 IDFA, 타사 쿠키 등의 노이즈로 55%에 불과하다. 식별 ID 제거 이슈가 TTD의 이익에 미치는 영향이 제한적인 만큼 현재 12MF PSR 22.3x는 저평가 요인이 있다고 판단한다.

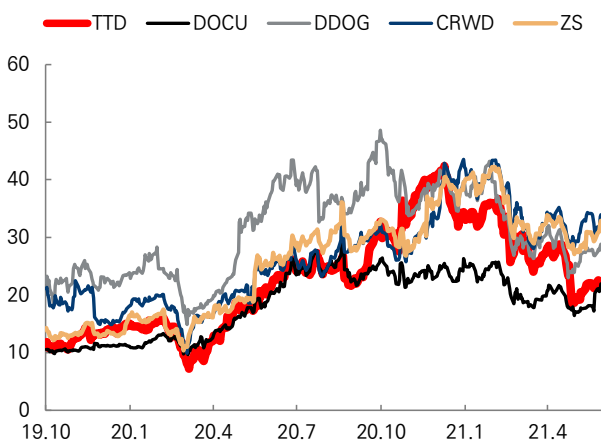
표 1. TTD PSR밸류에이션

(백만달러)

	2018	2019	2020	2021F	2022F	2023F	2024F
매출액	477.3	661.1	836.0	1,165.9	1,507.6	1,871.7	2,248.9
YoY(%)	54.9%	38.5%	26.5%	39.5%	29.3%	24.2%	20.1%
PSR	10.3	17.5	44.3	24.5	18.9	15.2	12.7
매출액	1,304.6 * 12MF 예상 매출액						
타겟 PSR(x)	29.4 * 고마진, 고성장 SaaS 기업 평균(DOCU, DDOG, CRWD, ZS)						
시가총액	38,356						
희석 주식 수(백만주)	50.9 * 가이던스 반영						
Target Price	753.3						
Upside	25.6%						

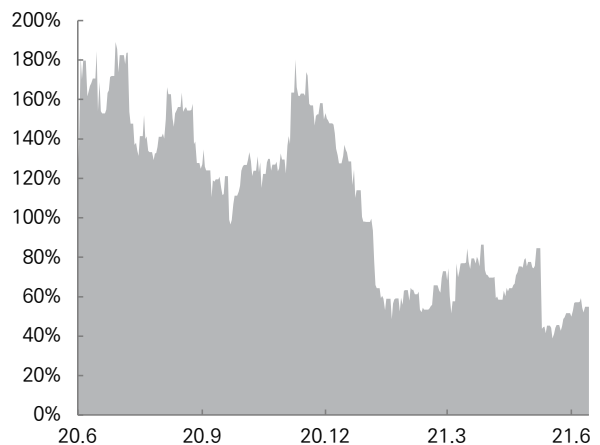
자료: TTD, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. SaaS 피어와 TTD의 12MF PSR 추이



자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 로쿠(CTV 미디어&DSP) 대비 PSR 프리미엄 추이



자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. TTD 실적 전망(Non-GAAP)

(백만달러)

	1Q21	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2020	2021F	2022F
매출액	219.8	278.1	289.8	378.2	836.0	1,165.9	1,507.6
YoY(%)	36.8%	99.6%	34.1%	18.2%	26.5%	39.5%	29.3%
영업비용	212.0	254.3	260.5	278.2	691.8	1,005.0	1,274.3
YoY(%)	41.5%	63.9%	50.3%	30.3%	26.0%	45.3%	26.8%
플랫폼 운영	45.5	63.1	61.2	61.6	170.0	231.4	298.9
R&D	37.8	53.4	54.2	59.4	130.0	204.9	257.2
마케팅	42.1	51.8	54.0	59.2	145.0	207.1	266.1
판관비	34.3	40.6	45.2	49.5	135.0	169.6	219.0
주식보상비	52.4	45.4	45.8	48.5	111.8	192.1	233.1
영업이익	7.8	23.8	29.3	100.0	144.2	160.9	233.3
YoY(%)	-27.7%	TTB	-31.5%	-6.0%	28.5%	11.6%	45.0%
Margin(%)	3.5%	8.6%	10.1%	26.4%	17.2%	13.8%	15.5%
Adj. EBITDA	70.1	81.4	87.8	165.1	284.6	404.5	544.6
YoY(%)	74.5%	444.5%	13.9%	8.4%	32.6%	42.1%	34.7%
Margin(%)	31.9%	29.3%	30.3%	43.6%	34.0%	34.7%	36.1%
D&A	10.0	12.2	12.7	16.6	28.6	51.5	78.3

자료: TTD, 미래에셋증권 리서치센터

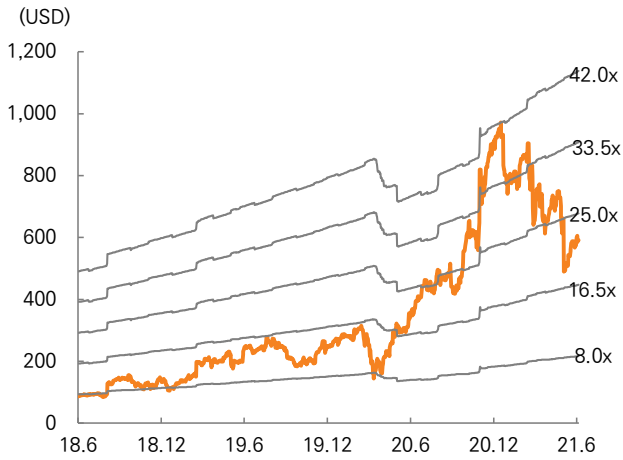
표 3. TTD 매출액 가정

(백만달러)

	2019	2020	2021F	2022F	2023F	2024F
미국 프로그래매틱 광고 지출액	63,407	70,894	90,771	108,891	126,088	141,932
디스플레이	59,570	65,740	81,580	96,590	110,601	123,441
CTV	3,200	4,360	7,944	10,716	13,558	16,204
기타	718	794	1,247	1,585	1,928	2,287
TTD 총 광고 수수액	3,129	4,199	5,925	7,781	9,809	11,963
TTD 미국 내 광고 수수액	2,668	3,632	5,066	6,575	8,191	9,870
TTD 미국 내 점유율	4.2%	5.1%	5.6%	6.0%	6.5%	7.0%
해외 매출 비중	14.7%	13.5%	14.5%	15.5%	16.5%	17.5%
Take rate(%)	21.1%	19.9%	19.7%	19.4%	19.1%	18.8%
					* CTV 비중이 높아지면서 Take Rate 점진적 하락 가정	
TTD 매출액	661.1	836.0	1,165.9	1,507.6	1,871.7	2,248.9

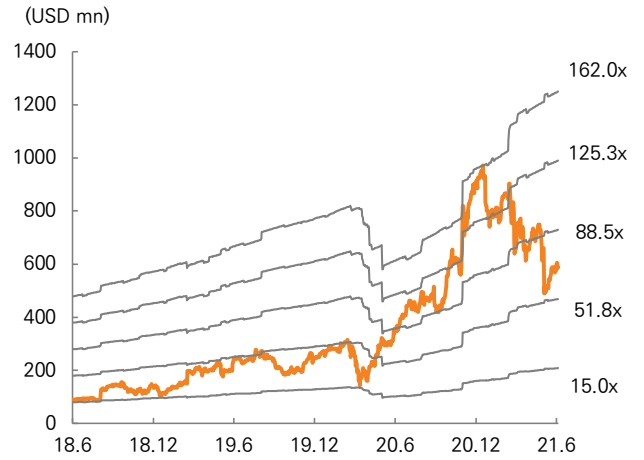
자료: 마그나글로벌, 이마케터, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 더 트레이드 데스크 P/S 밴드(12MF)



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 더 트레이드 데스크 EV/EBITDA 밴드(12MF)



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 더 트레이드 데스크 P/S 표준편차 밴드(12MF)



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 더 트레이드 데스크 EV/EBITDA 표준편차 밴드(12MF)



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

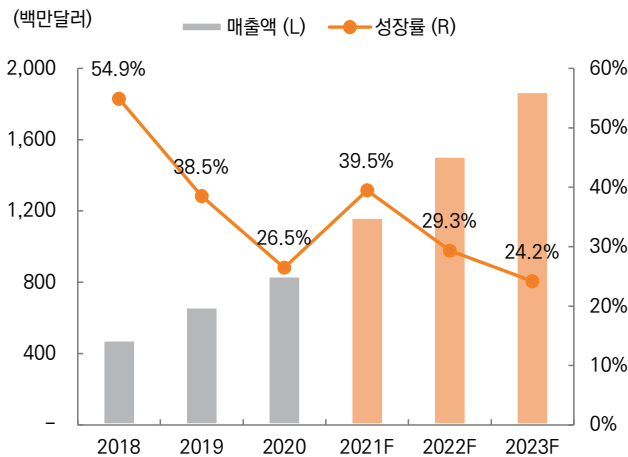
기업 소개

더 트레이드 데스크는 광고주 및 에이전시가 디지털 광고 캠페인을 구매할 수 있도록 소프트웨어 서비스를 제공하는 글로벌 최대 독립 DSP(Demand Side Platform)이다. 광고주는 TTD의 솔루션과 소프트웨어를 이용함으로써 실시간으로 타겟 오디언스의 가치를 계산하고 최적의 광고 지면에 저렴한 가격으로 입찰할 수 있다.

TTD는 2009년 CEO인 Jeff Green와 CTO인 David Pickle이 공동 설립했으며 2016년 9월 나스닥에 상장했다. 주요 3대 고객으로는 Omnicom Group, Publicis, WPP가 있으며 2018~2020년 고객 유지율은 95% 이상을 지속적으로 유지하고 있다. 2017년 글로벌 최대 광고주 중 하나인 P&G는 다양하게 사용하고 있던 독립 DSP를 TTD만 남기고 정리했다.

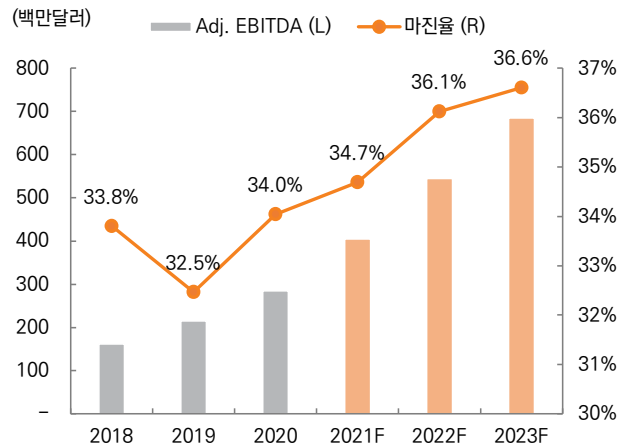
2020년말 기준 87개의 애드 익스체인지와 SSP와 연결되어 있다. 전 세계 광고 지면의 약 98%에 접근 가능하다. 자체적으로 보유한 DMP(Data Management Platform)와 어도비 등 237개사의 오디언스 데이터와 결합되어 있다. 빅데이터 분석 엔진인 Koa를 이용하여 경쟁사 대비 높은 ROI를 달성 가능하다. 해외 매출 비중은 2020년말 기준 13.5%이다. 중국의 바이두, 알리바바, 텐센트에 접근 가능한 유일한 글로벌 DSP이다.

그림 7. TTD의 매출액과 성장률



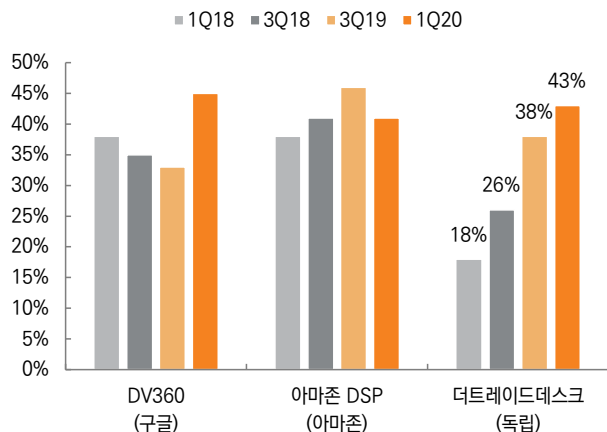
자료: TTD, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. TTD의 EBITDA와 마진율



자료: TTD, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 에이전시가 주로 사용하는 DSP 서버이



자료: Adexchange, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 글로벌 237개의 데이터 공급 업체와 DMP 결합



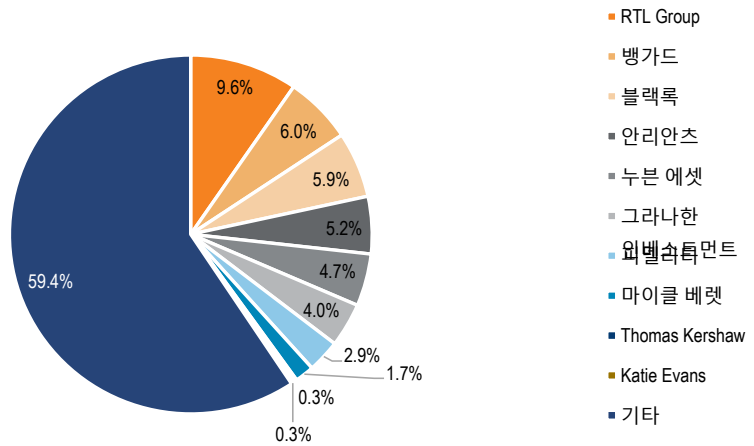
자료: TTD, 미래에셋증권 리서치센터

지분 구조

더 트레이드 데스크의 총 유통가능주식 수는 47.5백만주다. 그 중 Class A는 42.8백만주, Class B가 4.78백만주를 차지하고 있다. 2021년 3월 주식수 기준 최대 보유 기관투자자는 베일리리포드다. 1Q21에 1,217,192주를 매입하여 뱅가드를 제치고 최대 보유 주주로 올라섰다. 전체 지분 5% 이상 보유 기관은 베일리리포드, 뱅가드, 블랙록, 푸르덴셜이다.

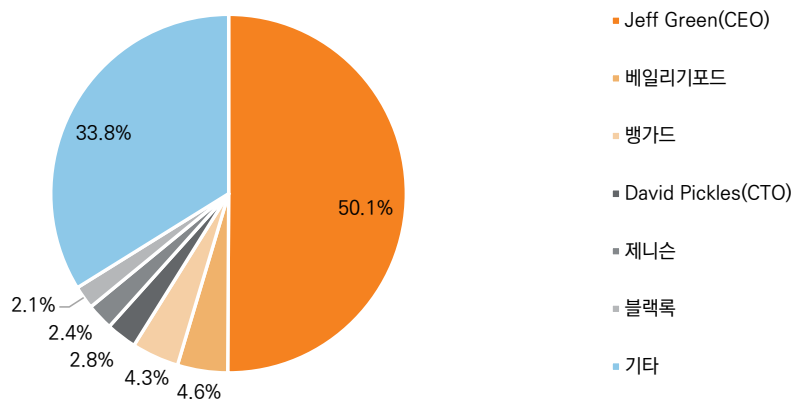
Class B는 Class A 대비 10배의 차등 의결권이 부여된다. Class B 발행주식의 약 95%는 CEO인 Jeff Green이 보유하고 있다. 공동 창업자인 David Pickle의 합산 의결권 비율은 53%에 달한다. 추가적으로 Jeff Green은 Class A 옵션 73,419주를 보유하고 있다.

그림 11. 더 트레이드 데스크 지분 구조



자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. 더 트레이드 데스크 의결권 구조



자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 글로벌 애드테크 밸류에이션 비교

		더 트레이드 데스크	매그나이트	펍메틱	크리테오	로쿠	어도비
Ticker		TTD US	MGNI US	PUBM US	CRTO US	ROKU US	ADBE US
현재가 (현지통화)		599.8	32.9	28.8	44.1	346.9	509.5
시가총액 (USDm)		28,537	4,233	1,421	2,680	45,940	243,527
매출액 (USDm)	2018	477	125	99	2,300	743	9,030
	2019	661	156	114	2,262	1,129	11,171
	2020	836	222	149	2,073	1,778	12,868
	2021E	1,166	396	198	874	2,669	15,479
	2022E	1,508	514	239	910	3,705	17,726
영업이익 (USDm)	2018	107	(64)	5	147	(13)	2,840
	2019	112	(28)	9	141	(65)	3,268
	2020	144	(54)	32	109	(20)	4,237
	2021E	161	44	24	128	102	6,827
	2022E	233	95	31	153	254	7,921
순이익 (USDm)	2018	88	(62)	4	89	(9)	2,591
	2019	108	(25)	7	91	(60)	2,951
	2020	242	(53)	27	72	(18)	5,260
	2021E	142	76	19	142	103	5,732
	2022E	188	112	24	144	239	6,594
P/E (x)	2018	60.4	-	-	17.2	-	48.3
	2019	114.4	-	-	11.1	-	52.3
	2020	161.8	-	18.4	13.9	-	44.0
	2021E	200.6	52.8	65.7	20.0	447.0	42.9
	2022E	151.4	49.6	49.7	20.0	192.0	37.3
P/B (x)	2018	12.9	1.6	-	1.6	13.7	13.1
	2019	19.3	3.9	-	1.1	23.0	14.2
	2020	37.4	9.2	6.7	1.2	32.0	17.2
	2021E	21.2	-	-	2.3	17.6	15.2
	2022E	16.2	-	-	2.1	14.8	11.9
PSR (x)	2018	10.3	1.5	-	0.7	4.3	13.6
	2019	17.5	2.7	-	0.5	13.7	13.5
	2020	44.3	13.4	2.4	0.6	23.9	17.8
	2021E	24.5	10.6	7.2	3.1	17.2	15.7
	2022E	18.9	8.1	5.9	2.9	12.4	13.7
EV/EBITDA (x)	2018	41.0	-	-	3.3	-	38.7
	2019	73.1	16.7	-	2.4	-	37.3
	2020	177.7	118.9	22.7	4.0	422.9	44.4
	2021E	130.3	41.8	-	9.5	284.3	31.0
	2022E	87.6	29.7	-	9.0	131.6	26.1
ROE (%)	2018	27.5	(43.7)	-	9.7	(4.5)	29.1
	2019	21.5	(22.2)	25.4	9.3	(12.7)	29.7
	2020	29.8	(21.7)	25.8	6.7	(1.7)	44.2
	2021E	12.1	-	15.0	8.6	5.2	39.9
	2022E	12.1	-	-	8.3	8.4	38.6
EPS 성장률 (%)	2018	65.1	61.2	-	(5.0)	96.4	53.9
	2019	16.8	61.0	68.3	6.0	(550.0)	15.0
	2020	115.6	(14.6)	218.1	(16.3)	73.1	80.2
	2021E	(41.3)	261.8	(71.2)	1.8	TTB	17.6
	2022E	32.5	6.5	32.2	0.0	132.8	15.1

자료: Bloomberg 컨센서스 기준, 미래에셋증권 리서치센터

더 트레이드 데스크 The Trade Desk (TTD US)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(백만USD)	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	836	1,166	1,508	1,872
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	0	0	0	0
판매비와관리비	692	1,005	1,274	1,543
영업이익	144	161	233	329
비영업손익	(0)	1	5	8
금융 이익	1	1	5	8
기타 이익	(1)	0	0	0
세전사업손익	144	162	239	337
법인세비용	(98)	19	50	71
비지배주주 손이익	0	0	0	0
지배주주손이익	242	142	188	266

Growth & margins (%)

매출액증가율(%)	26.5	39.5	29.3	24.2
GP 증가율(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익 증가율(%)	28.5	11.6	45.0	41.0
순이익 증가율(%)	123.7	(41.3)	32.5	41.1
EPS증가율(%)	115.2	(41.3)	32.5	41.1
GPM	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
OPM	17.2%	13.8%	15.5%	17.6%
NPM	29.0%	12.2%	12.5%	14.2%

예상 현금흐름표 (요약)

(백만USD)	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동으로 인한 현금흐름	405	334	501	623
당기순이익	242	142	188	266
주식보상비	119	192	233	271
D&A	29	52	78	86
운전자본변동 및 기타	15	(51)	1	1
투자활동으로 인한 현금흐름	(143)	(100)	(95)	(100)
유형자산처분(취득)	(74)	(75)	(80)	(90)
기타	(69)	(25)	(15)	(10)
재무활동으로 인한 현금흐름	45	(4)	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	98	(4)	0	0
장단기금융부채의 감소(증가)	0	0	0	0
현금의 증가	369	230	406	523
기초현금	255	624	854	1,260
기말현금	624	854	1,260	1,783

자료: 더 트레이드 데스크, 미래에셋증권 리서치센터 / GAAP 기준

예상 재무상태표 (요약)

(백만USD)	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	2,310	2,469	3,348	4,376
현금 및 현금성자산	624	854	1,260	1,783
매출채권 및 기타채권	1,584	1,473	1,904	2,364
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	102	142	184	229
비유동자산	443	492	509	523
유형자산	364	394	401	411
기타 비유동자산	79	98	108	112
자산총계	2,754	2,961	3,857	4,899
유동부채	1,475	1,371	1,773	2,201
매입채무	1,348	1,254	1,621	2,013
단기금융부채	0	0	0	0
기타유동부채	126	117	152	188
비유동부채	266	247	320	397
장기금융부채	0	0	0	0
기타비유동부채	266	247	320	397
부채총계	1,741	1,618	2,092	2,598
지배주주지분	1,013	1,343	1,765	2,301
자본금	539	726	959	1,230
이익잉여금	474	617	805	1,071
기타	0	0	0	0
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	1,013	1,343	1,765	2,301

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2020	2021F	2022F	2023F
P/E (x)	156.5	200.6	151.4	107.3
P/B (x)	37.4	21.2	16.2	12.4
EV/EBITDA (x)	215.8	130.3	87.6	64.5
EPS (USD)	5.2	3.1	4.1	5.7
BPS (USD)	21.9	29.0	38.1	49.7
DPS (USD)	0	0	0	0
배당성향(%)	0	0	0	0
배당수익률(%)	0	0	0	0
매출채권 회전율 (회)	0.6	0.8	0.9	0.9
재고자산 회전율 (회)	-	-	-	-
매입채무 회전율 (회)	0.8	0.9	1.0	1.0
ROA(%)	10.8	5.0	5.5	6.1
ROE(%)	29.8	12.1	12.1	13.1
ROIC(%)	-	-	-	-
부채비율(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
유동비율(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
순차입금/자기자본(%)	(61.6)	(63.6)	(71.4)	(77.5)

- 2021.6.14 [글로벌 애드테크: 새로운 채널, 커지는 기회]에서 분리된 자료입니다.
- 각 조사분석자료에 해당하는 컴플라이언스 관련 고지사항은 당사 홈페이지에 게재된 원문에서 확인할 수 있습니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.