

이노션 (214320)

미디어/엔터

박성호



02 3770 5657

sungho.park@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	67,000원 (D)
현재주가 (7/27)	55,900원
상승여력	20%

시가총액	11,180억원
총발행주식수	20,000,000주
60일 평균 거래대금	26억원
60일 평균 거래량	44,550주
52주 고	77,800원
52주 저	51,600원
외인지분율	31.50%
주요주주	정성이 외 2 인 39.00%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(9.8)	(16.1)	(15.6)
상대	(8.0)	(8.8)	(10.1)
절대(달러환산)	(9.9)	(19.2)	(16.0)

성장 모멘텀보단 Valuation 매력에 집중

2Q18P Review 연결실적은 매출총이익 1,150억원(+17% YoY), 영업이익 297억원(+15% YoY), 당기순이익(지배주주) 220억원(플랫 YoY)을 기록해 영업이익 기준으로 컨센서스 부합

2Q18 실적은 “**D&G 연결효과를 제외시, 미미했던 실적**”으로 정리. 1) 연결 매출총이익은 2Q17 984억원 → 2Q18 1,037억원(D&G 제외 기준)으로 소폭 증가. 러시아 월드컵 효과까지 제외시, Organic 성장은 미미했던 것으로 평가 가능. 이는 완성차의 신차 부자현상에 따른 마케팅비 지출 축소에 기인한 것으로 추정. 2)**본사 실적은 매출총이익 373억원(+12% YoY), 영업이익 133억원(+30% YoY)으로 증가**. 본사발 해외매체대행 매출총이익은 41억원(+5% YoY)에 그쳤는데, 이는 본사에 인식된 월드컵 효과가 과거처럼 크지 않았을 가능성을 시사. 3)**미주지역(미국+캐나다+멕시코+브라질) 실적은 매출총이익 539억원(+28% YoY), 영업이익 91억원(+17% YoY)으로 증가**. 1Q18부터 연결실적에 반영되는 D&G의 매출총이익은 113억원 기록. 즉, D&G를 제외한 나머지 미주 법인들의 매출총이익은 426억원(+1% YoY)으로 전년수준을 유지한 것. 참고로, 미주 미디어 JV인 캔버스는 안나푸르나 등 비계열 고객 개발효과로 인해 IWA 이상의 성장률(YoY)을 달성한 것으로 추정. 2Q18 완성차의 미국 리테일 판매대수는 35만대(+2% YoY)를 기록해 5개 분기만에 (+)성장으로 전환한 상태

성장 모멘텀보단 Valuation 매력에 집중 동사에 대한 투자의견 Buy를 유지하나, 목표주가는 기존 7.8만원 → 6.7만원으로 하향 조정. 신규 목표주가 6.7만원은 2019E EPS 4,451원에 Target PER 15배를 적용해 산출

동사의 주가는 2018년 들어 지속적인 약세 흐름 시현. 글로벌 스포츠 이벤트 효과에 대한 기대감은 2017년 동사 주가에 선반영된 가운데, 글로벌 광고대행사들의 De-rating 현상과 완성차 실적 전망치 하락(12MF EPS 기준)이 동사 주가의 상승을 제한. 미국 정부의 수입차 고관세 부과 방침과 같은 대외 불확실성 확대도 동사에 대한 투자 센티먼트에 부정적으로 작용. 1H18 기준으로, 동사 매출총이익에서 미주 지역이 차지하는 비중이 49%에 달하고 있기 때문

향후 동사의 투자포인트는 1)M&A를 통한 비유기적 성장, 2)완성차의 제네시스 브랜드 마케팅 확대에 서 나을 것으로 판단. 이들 투자포인트는 시점을 특정하기 어렵다는 측면에서 투자자들의 고민 존재. 대신, 동사의 Valuation은 확연히 매력적인 구간에 진입. 동사의 2018E EV/EBITDA는 2.3배에 불과한 상황. 동사의 현금성 자산은 2Q18 기준 7,240억원으로 현 시총 대비 65%에 달하고 있음

Quarterly earning forecasts

	2Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	2,965	11.5	-3.6	3,199	-7.3
영업이익	297	15.4	22.5	304	-2.2
세전계속사업이익	334	4.1	22.6	341	-2.0
지배순이익	220	-0.1	43.5	212	3.8
영업이익률 (%)	10.0	+0.3 %pt	+2.1 %pt	9.5	+0.5 %pt
지배순이익률 (%)	7.4	-0.9 %pt	+2.4 %pt	6.6	+0.8 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

	결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	10,516	11,387	13,686	14,272	
영업이익	994	967	1,258	1,353	
지배순이익	653	615	849	890	
PER	22.9	21.7	13.2	12.6	
PBR	2.3	2.0	1.5	1.4	
EV/EBITDA	8.1	6.2	2.3	1.4	
ROE	10.4	9.3	12.0	11.5	

자료: 유안타증권

[표 1] 2018년 2분기 실적 : 연결 영업이익 297 억원(+15% YoY)

(단위: 억원)

	2017년				2018년				연간 실적			
	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기(p)	3분기(e)	4분기(e)	2016	2017	2018E	2019E
원/달러 분기 평균환율 (YoY)	1,153 -4%	1,130 -3%	1,132 1%	1,105 -5%	1,072 -7%	1,080 -4%	1,124 -1%	1,124 2%	-	-	-	-
원/유로 분기 평균환율 (YoY)	1,230 -7%	1,243 -5%	1,330 6%	1,302 4%	1,317 7%	1,287 4%	1,313 -1%	1,313 1%	-	-	-	-
취급고	-	-	-	-	-	-	-	-	39,139	39,426	-	-
국내	-	-	-	-	-	-	-	-	8,172	8,254	-	-
해외	-	-	-	-	-	-	-	-	30,967	31,172	-	-
매출액	2,873	2,659	2,752	3,103	3,077	2,965	3,555	4,089	10,516	11,387	13,686	14,272
매출총이익	932	984	966	1,066	1,077	1,150	1,249	1,409	3,816	3,947	4,886	5,119
본사	257	334	297	375	268	373	377	456	1,292	1,262	1,474	1,308
해외자회사	675	650	669	691	809	778	872	954	2,533	2,685	3,412	3,811
유럽	127	119	116	119	140	126	123	132	470	481	520	575
미주	459	421	462	454	576	539	643	693	1,652	1,796	2,451	2,751
중국	25	32	17	32	19	23	25	34	146	105	100	110
기타	64	79	74	86	75	91	81	95	265	303	341	375
영업이익	214	258	252	242	243	297	316	402	995	967	1,258	1,353
본사	26	102	69	123	26	133	93	157	359	321	410	354
해외자회사	188	156	183	136	217	164	222	245	640	663	849	999
유럽	46	32	27	17	48	31	30	24	137	122	133	147
미주	118	78	130	57	143	91	155	170	354	383	558	662
중국	5	11	-3	10	0	2	4	11	59	24	17	27
기타	19	34	29	35	26	41	33	40	90	116	141	163
OPM	7.5%	9.7%	9.2%	7.8%	7.9%	10.0%	8.9%	9.8%	9.5%	8.5%	9.2%	9.5%
세전이익	209	321	278	238	272	334	351	439	1,095	1,045	1,396	1,492
RPM	7.3%	12.1%	10.1%	7.7%	8.9%	11.3%	9.9%	10.7%	10.4%	9.2%	10.2%	10.5%
지배주주귀속순익	100	220	156	138	155	220	205	268	654	615	846	884
NIM	3.5%	8.3%	5.7%	4.5%	5.0%	7.4%	5.8%	6.6%	6.2%	5.4%	6.2%	6.2%
[직원수: 명]	1,849	1,839	1,879	1,882	2,116	2,130	-	-	1,775	1,882	-	-
국내	670	650	664	641	651	647	-	-	643	641	-	-
해외	1,179	1,189	1,215	1,241	1,465	1,483	-	-	1,132	1,241	-	-
[성장률: YoY]												
매출액	4%	12%	19%	1%	7%	11%	29%	32%	6%	8%	20%	4%
매출총이익	5%	3%	10%	-2%	16%	17%	29%	32%	20%	3%	24%	5%
본사	-4%	0%	-6%	-1%	5%	12%	27%	21%	-3%	-2%	17%	-11%
해외자회사	8%	4%	18%	-3%	20%	20%	30%	38%	36%	6%	27%	12%
유럽	-7%	3%	1%	14%	10%	6%	6%	11%	10%	2%	8%	10%
미주	18%	10%	24%	-10%	25%	28%	39%	53%	61%	9%	36%	12%
중국	-38%	-41%	-5%	-7%	-25%	-29%	49%	7%	-17%	-28%	-5%	10%
기타	10%	7%	22%	19%	17%	15%	10%	10%	15%	14%	13%	10%
영업이익	7%	-3%	18%	-23%	13%	15%	25%	66%	7%	-3%	30%	8%
지배주주귀속순익	-33%	5%	17%	-14%	55%	0%	31%	94%	-7%	-6%	38%	4%

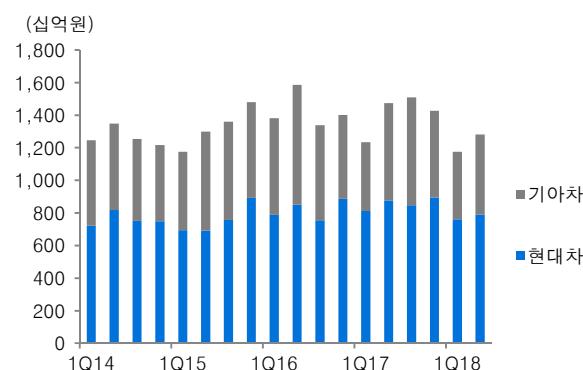
자료: 유인티증권 리서치센터

[표 2] 현대/기아차, 글로벌 리테일 판매대수 추이 (합산 기준)

	글로벌 리테일 판매대수(만대)						증가율(YoY)					
	합계	한국	미국	유럽	중국	기타	합계	한국	미국	유럽	중국	기타
2014	771	115	131	78	176	272	5%	5%	4%	3%	12%	1%
2015	776	124	139	85	165	262	1%	8%	6%	10%	-6%	-4%
2016	793	119	142	94	178	259	2%	-4%	3%	10%	8%	-1%
2017	730	121	129	101	122	260	-8%	2%	-9%	7%	-32%	0%
1Q14	180	27	29	20	43	61	3%	2%	1%	3%	11%	-2%
2Q14	200	30	37	21	42	71	4%	2%	6%	0%	11%	1%
3Q14	189	27	34	19	41	67	3%	2%	5%	3%	8%	-2%
4Q14	202	31	30	18	49	73	10%	11%	4%	4%	17%	8%
1Q15	182	27	31	22	43	60	2%	0%	7%	9%	-1%	-1%
2Q15	195	31	37	22	37	68	-3%	4%	0%	7%	-12%	-4%
3Q15	188	30	37	21	34	66	-1%	10%	9%	12%	-19%	-2%
4Q15	211	37	33	20	52	69	4%	17%	10%	14%	4%	-6%
1Q16	179	29	32	24	38	57	-2%	7%	2%	10%	-11%	-5%
2Q16	206	34	38	25	41	67	6%	10%	4%	15%	10%	-1%
3Q16	193	25	38	23	42	65	3%	-16%	2%	9%	24%	-1%
4Q16	214	31	34	22	57	70	2%	-14%	3%	6%	11%	1%
1Q17	172	28	30	26	30	59	-4%	-2%	-7%	8%	-22%	3%
2Q17	184	32	35	27	23	67	-11%	-7%	-10%	7%	-44%	1%
3Q17	181	31	33	24	28	66	-6%	22%	-13%	3%	-34%	1%
4Q17	193	30	31	24	41	68	-10%	-3%	-11%	9%	-29%	-3%
1Q18	170	29	28	27	26	60	-1%	5%	-7%	2%	-13%	2%
2Q18	189	33	35	28	26	68	3%	2%	2%	3%	12%	1%

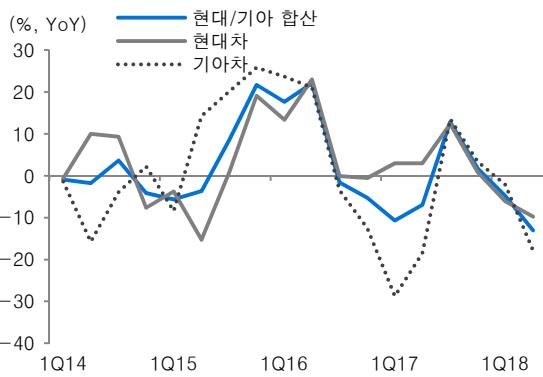
자료: 각사 실적발표자료, 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 현대/기아차 분기 마케팅비 추이 (연결기준)



주: 마케팅비는 광고선전비 및 판촉비 등으로 구성된 계정. 중국 마케팅 비용은 제외됨
자료: 각사 실적발표자료, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 현대/기아차 분기 마케팅비 증감율(YoY) 추이 (연결기준)



자료: 각사 실적발표자료, 유안타증권 리서치센터

[표 3] 현대/기아차 및 이노션 실적 추이

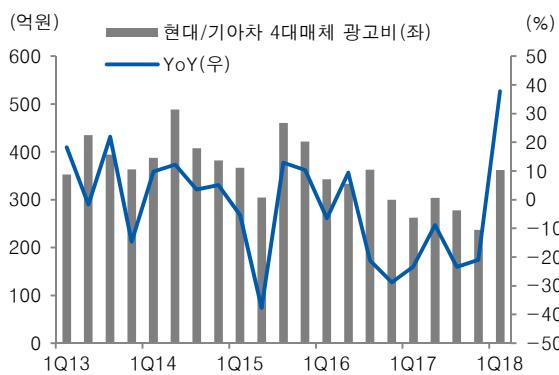
(단위: 억원)

		1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	2015	2016	2017	2018E
현대차	매출액	223,506	246,767	220,837	245,380	233,660	243,080	242,013	245,008	224,366	247,118	919,587	936,490	963,761	975,297
	영업이익	13,424	17,618	10,681	10,212	12,508	13,445	12,042	7,752	6,813	9,508	63,579	51,935	45,747	40,969
	순이익	16,870	16,580	10,614	10,000	13,306	8,169	8,524	10,330	6,680	7,006	64,173	54,064	40,328	37,098
	OPM	6%	7%	5%	4%	5%	6%	5%	3%	3%	4%	7%	6%	5%	4%
	NIM	8%	7%	5%	4%	6%	3%	4%	4%	3%	3%	7%	6%	4%	4%
	매출액(YoY)	7%	8%	-6%	-1%	5%	-1%	10%	0%	-4%	2%	3%	2%	3%	1%
	영업익(YoY)	-15%	1%	-29%	-33%	-7%	-24%	13%	-24%	-46%	-29%	-16%	-18%	-12%	-10%
	순익(YoY)	-12%	-3%	-10%	-39%	-21%	-51%	-20%	3%	-50%	-14%	-13%	-16%	-25%	-8%
기아차	매출액	126,494	144,500	126,989	129,147	128,439	135,784	141,077	130,056	125,622	140,601	495,214	527,129	535,357	539,049
	영업이익	6,336	7,709	5,247	5,322	3,828	4,040	-4,270	3,024	3,056	3,525	23,543	24,615	6,622	14,478
	순이익	9,446	8,257	6,644	3,200	7,654	3,896	-2,918	1,048	4,320	3,319	26,306	27,546	9,680	17,760
	OPM	5%	5%	4%	4%	3%	3%	-3%	2%	2%	3%	5%	5%	1%	3%
	NIM	7%	6%	5%	2%	6%	3%	-2%	1%	3%	2%	5%	5%	2%	3%
	매출액(YoY)	13%	16%	-3%	1%	2%	-6%	11%	1%	-2%	4%	5%	6%	2%	1%
	영업익(YoY)	24%	18%	-23%	3%	-40%	-48%	-181%	-43%	-20%	-13%	-8%	5%	-73%	119%
	순익(YoY)	5%	11%	21%	-26%	-19%	-53%	-144%	-67%	-44%	-15%	-12%	5%	-65%	83%
완성차 합산	매출액	350,000	391,267	347,825	374,527	362,099	378,864	383,090	375,065	349,988	387,719	1,414,802	1,463,619	1,499,118	1,514,346
	영업이익	19,760	25,327	15,929	15,534	16,335	17,485	7,772	10,777	9,869	13,034	87,122	76,550	52,369	55,447
	순이익	26,316	24,836	17,258	13,200	20,959	12,065	5,606	11,378	11,000	10,325	90,479	81,611	50,008	54,858
	OPM	6%	6%	5%	4%	5%	5%	2%	3%	3%	3%	6%	5%	3%	4%
	NIM	8%	6%	5%	4%	6%	3%	1%	3%	3%	3%	6%	6%	3%	4%
	매출액(YoY)	9%	11%	-5%	0%	3%	-3%	10%	0%	-3%	2%	4%	3%	2%	1%
	영업익(YoY)	-6%	5%	-27%	-23%	-17%	-31%	-51%	-31%	-40%	-25%	-14%	-12%	-32%	6%
	순익(YoY)	-6%	1%	0%	-36%	-20%	-51%	-68%	-14%	-48%	-14%	-12%	-10%	-39%	10%
이노션	매출총이익	888	957	878	1,092	932	984	966	1,066	1,077	1,150	3,177	3,816	3,947	4,886
	영업이익	201	265	214	315	214	258	252	242	243	297	928	995	967	1,258
	OP / GP	23%	28%	24%	29%	23%	26%	26%	23%	23%	26%	29%	26%	24%	26%
	매출총익(YoY)	28%	30%	13%	13%	5%	3%	10%	-2%	16%	17%	23%	20%	3%	20%
	영업이익(YoY)	12%	34%	9%	-11%	7%	-3%	18%	-23%	13%	15%	11%	7%	-3%	30%

주: 2018년 완성차 실적 추정치는 당사 추정치 기준

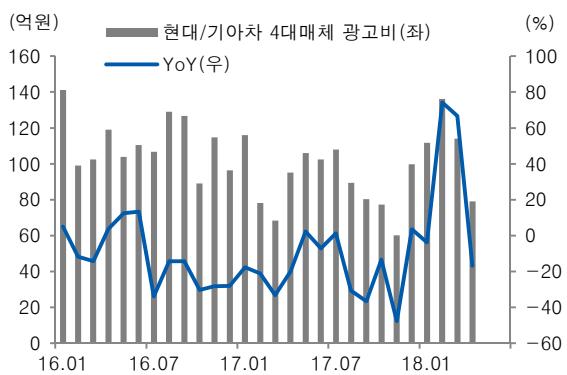
자료: 각사, 유인타증권 리서치센터

[그림 3] 현대/기아차 국내시장 4대매체 광고비 추이



자료: KFAA, 유인타증권 리서치센터

[그림 4] 현대/기아차 국내시장 4대매체 광고비 추이



자료: KFAA, 유인타증권 리서치센터

[표 4] 현대/기아차, 미국 판매법인 실적 추이

		1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	2014	2015	2016	2017
원/달러 분기 평균환율(원)	매출액(억원)	1,100	1,097	1,169	1,157	1,201	1,163	1,120	1,159	1,153	1,130	1,132	1,105	1,072	1,080	-	-	-	-
	(YoY)	3%	7%	14%	6%	9%	6%	-4%	0%	-4%	-3%	1%	-5%	-7%	-4%	-	-	-	-
현대차 (HMA)	매출액(억원)	38,184	39,596	46,718	46,295	45,933	43,276	43,265	40,750	42,201	40,959	42,406	35,263	34,647	-	168,127	170,792	173,224	160,829
	(YoY)	-4%	-1%	2%	9%	20%	9%	-7%	-12%	-8%	-5%	-2%	-13%	-18%	-	1%	2%	1%	-7%
기아차 (KMA)	리테일판매(만대)	17	20	21	18	17	20	21	19	17	18	17	17	15	19	73	76	78	69
	(YoY)	8%	-3%	7%	9%	1%	1%	3%	2%	-3%	-12%	-23%	-7%	-12%	5%	1%	5%	2%	-12%
기아차 (KMA)	매출액(억원)	31,080	35,789	42,464	35,598	36,006	40,439	38,639	32,924	36,649	34,274	38,212	33,154	31,642	-	128,465	144,931	148,007	142,289
	(YoY)	-5%	8%	24%	25%	16%	13%	-9%	-8%	2%	-15%	-1%	1%	-14%	-	0%	13%	2%	-4%
기아차 (KMA)	리테일판매(만대)	14	17	17	15	15	18	16	16	13	17	16	13	13	17	58	63	65	59
	(YoY)	6%	3%	12%	11%	4%	7%	-1%	4%	-13%	-8%	-1%	-15%	-1%	-1%	8%	8%	3%	-9%
합산	매출액(억원)	69,263	75,385	89,182	81,893	81,939	83,715	81,904	73,673	78,850	75,233	80,618	68,417	66,289	-	296,592	315,724	321,231	303,118
	(YoY)	-5%	3%	12%	15%	18%	11%	-8%	-10%	-4%	-10%	-2%	-7%	-16%	-	1%	6%	2%	-6%
기아차 (KMA)	리테일판매(만대)	31	37	37	33	32	38	38	34	30	35	33	31	28	35	131	139	142	128
	(YoY)	7%	0%	9%	10%	2%	4%	1%	3%	-7%	-10%	-13%	-11%	-7%	2%	4%	6%	3%	-10%

자료: 각사, 유안티증권 리서치센터

[표 5] 현대/기아차, 중국법인 실적 추이

(단위: 억원)

		1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	2014	2015	2016	2017
원/위안 분기 평균환율(원)	매출액(억원)	176	177	186	181	184	178	168	169	167	165	170	167	169	169	-	-	-	-
	(YoY)	1%	7%	12%	2%	4%	1%	-9%	-6%	-9%	-7%	1%	-1%	1%	3%	-	-	-	-
북경현대	매출액	48,235	39,843	40,803	63,154	43,788	52,201	44,367	60,931	31,685	14,025	30,016	45,766	27,123	-	197,559	192,034	201,287	121,491
	순이익	4,175	1,901	1,473	6,272	2,024	4,673	1,843	3,179	1,780	-3,880	92	414	213	-	19,252	13,822	11,719	-1,594
기아차	NIM	9%	5%	4%	10%	5%	9%	4%	5%	6%	-28%	0%	1%	1%	-	10%	7%	6%	-1%
	출하대수(만대)	28	23	21	34	23	29	26	36	20	11	19	30	16	22	112	106	114	79
	(YoY)	-2%	-14%	-17%	10%	-18%	27%	19%	7%	-14%	-64%	-27%	-19%	-17%	107%	9%	-5%	7%	-31%
동풍얼달	매출액	25,466	21,986	15,009	31,930	22,708	23,482	20,157	31,649	11,246	6,016	11,246	19,202	9,978	-	99,709	94,390	97,996	47,711
	영업이익	2,231	655	-1,151	628	476	848	434	2,389	-280	-1,918	-1,665	1,132	-206	-	9,994	2,363	4,148	-2,731
기아차	OPM	9%	3%	-8%	2%	2%	4%	2%	8%	-2%	-32%	-15%	6%	-2%	-	10%	3%	4%	-6%
	순이익	1,664	489	-1,067	728	401	388	298	1,552	-347	-1,818	-1,656	1,114	-199	-	7,497	1,813	2,639	-2,706
	출하대수(만대)	16	14	10	21	14	15	14	23	8	5	8	15	8	9	65	62	65	36
	(YoY)	3%	-8%	-34%	15%	-13%	2%	41%	5%	-45%	-64%	-40%	-35%	6%	72%	18%	-5%	6%	-45%

자료: 각사, 유안티증권 리서치센터

[표 6] 북광법인(ICBAC) 실적 추이 - 중국 자분법지회사 (북경 현대차 대행)

(단위: 억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	2014	2015	2016	2017
매출액	81	34	50	160	110	86	39	125	115	116	54	96	70	237	324	359	381	
영업이익	25	20	7	27	20	24	4	16	12	4	4	8	2	78	79	64	29	
OPM	31%	57%	15%	17%	18%	28%	10%	13%	10%	4%	8%	9%	2%	33%	24%	18%	7%	
지분법이익	13	5	9	14	10	12	2	8	6	2	2	4	1	40	40	33	15	

주: 이노션의 북광법인 지분율은 51%. 지분율이 과반수를 초과하지만 다른 주주와의 약정에 따라 지배력을 행사할 수 없어 공동기업으로 분류

자료: 유안티증권 리서치센터

[표 7] 현대차 신차 출시 일정

지역		2018년			
		1분기	2분기	3분기	4분기
한국	Sedan	벨로스터		아반떼 F/L	G90 F/L
	SUV	싼타페		투싼 F/L	신형 E SUV
	xEV	NEXO	코나EV		
미국	Sedan			벨로스터, G70	
	SUV	코나		싼타페	투싼 F/L
	xEV			코나EV, NEXO	
유럽	Sedan				
	SUV			싼타페	
	xEV			코나EV	
중국	Sedan				라페스타
	SUV		엔시노(코나)	투싼 F/L	싼타페
	xEV			소나타 PHEV	

주: F/L은 부분변경모델(Face Lift) 의미. 그 외는 완전변경모델(Full Change)

자료: 언론보도 취합, 유안타증권 리서치센터

[표 8] 기아차 신차 출시 일정

지역		2018년			
		1분기	2분기	3분기	4분기
한국	Sedan	K3, K5 F/L	K9		
	SUV		카니발F/L	스포티지 F/L	쏘울
	xEV				
미국	Sedan			K3	K9
	SUV			쏘렌토 F/L	쏘울, 카니발 F/L
	xEV				
유럽	Sedan			씨드, 씨드 웨건	
	SUV				쏘울
	xEV			니로 EV	
중국	Sedan				K3
	SUV	즈파오		이파오	스토닉
	xEV	K5 PHEV		K3 EV	K3 PHEV

주: F/L은 부분변경모델(Face Lift) 의미. 그 외는 완전변경모델(Full Change)

자료: 언론보도 취합, 유안타증권 리서치센터

[표 9] 이노션의 국내외 비계열 광고주 관련 매출총이익 추이 (추정치)

(단위: 억원)

		1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18
누적	국내 매출총이익	267	600	914	1,292	257	590	887	1,262	268	641
	해외 매출총이익	625	1,252	1,819	2,533	675	1,325	1,994	2,685	809	1,587
	국내 비계열 비중	33%	33%	33%	33%	42%	39%	36%	36%	34%	35%
	해외 비계열 비중	8%	7%	6%	6%	4%	3%	3%	6%	12%	9%
국내 비계열 매출총이익	88	198	302	426	108	233	318	454	91	224	
	해외 비계열 매출총이익	48	88	109	152	27	36	64	161	97	143
분기(역산)	국내 비계열 매출총이익	88	110	104	125	108	125	85	137	91	133
	해외 비계열 매출총이익	48	39	22	43	27	9	28	97	97	46

주: IR 자료 기준으로 역산해 추정

자료: 이노션, 유인타증권 리서치센터

[그림 5] 1H18 이노션 전사 비계열 비중 17% (매출총이익 기준)

2분기 신규 광고주



*D&G 비계열 비중 48%(상반기 기준)

자료: 이노션

[표 10] 글로벌 광고대행사 Peer Valuation

(단위: 억원, 백만달러, 배, %)

		한국 광고대행사		한국 디지털광고		완성차		글로벌 광고대행사					글로벌 평균
		이노션	제일기획	나스미디어	인크로스	현대차	기아차	WPP	Omnicom	Publicis	Interpublic	Dentsu	
		(KRW)	(KRW)	(KRW)	(KRW)	(KRW)	(KRW)	(USD)	(USD)	(USD)	(USD)	(USD)	
2014	매출액	7,447	26,663	299	521	892,563	470,970	18,992	15,318	9,638	7,537	15,128	-
	영업이익	835	1,268	86	29	75,500	25,725	2,479	1,944	1,420	788	505	-
	순이익	819	1,016	80	10	73,468	29,936	1,775	1,104	957	477	469	-
	PER	-	25.6	19.7	-	6.6	7.6	16.3	18.2	18.5	21.3	23.0	19.5
	PBR	-	2.8	2.5	-	1.0	1.0	2.4	6.7	2.1	4.1	1.7	3.4
	ROE	21.6	13.2	13.4	3.3	13.4	14.0	14.3	33.7	12.9	22.0	8.2	18.2
	EV/EBITDA	-	13.4	14.0	-3.1	8.9	5.2	10.9	9.8	8.9	9.4	24.6	12.7
2015	매출액	9,879	28,067	455	265	919,587	495,214	18,700	15,134	10,657	7,614	14,034	-
	영업이익	929	1,272	117	55	63,579	23,543	2,478	1,920	1,530	875	479	-
	순이익	700	795	99	-2	64,173	26,306	1,773	1,094	1,000	455	585	-
	PER	17.1	28.8	37.2	-	5.6	7.5	17.4	17.2	15.2	19.3	23.2	18.4
	PBR	2.1	2.6	5.3	-	0.7	0.8	2.7	7.4	2.1	4.8	1.9	3.8
	ROE	13.7	9.6	15.0	-1.1	10.7	11.3	15.3	40.8	14.3	22.3	9.0	20.3
	EV/EBITDA	7.0	11.7	27.6	-1.9	9.5	5.1	12.2	9.4	9.3	9.6	28.6	13.8
2016	매출액	10,516	32,326	699	315	936,490	527,129	19,503	15,417	10,773	7,847	14,754	-
	영업이익	994	1,495	154	90	51,935	24,615	2,773	2,009	10	941	597	-
	순이익	653	883	118	63	54,064	27,546	1,898	1,149	-583	609	848	-
	PER	22.9	22.2	33.4	16.8	6.0	6.5	16.6	17.8	-	17.2	17.1	17.1
	PBR	2.3	2.3	4.2	2.5	0.6	0.7	2.6	9.2	2.4	4.5	1.8	4.1
	ROE	10.4	11.4	13.7	18.5	8.4	10.9	16.5	49.5	-8.4	30.6	11.3	19.9
	EV/EBITDA	8.1	8.3	22.2	8.6	10.3	4.2	11.6	9.8	62.1	9.1	23.8	23.3
2017	매출액	11,387	33,750	1,203	368	963,761	535,357	19,671	15,274	10,947	7,882	13,927	-
	영업이익	967	1,565	343	102	45,747	6,622	2,459	2,060	1,487	974	484	-
	순이익	615	1,272	246	83	40,328	9,680	2,341	1,088	974	579	567	-
	PER	21.7	17.1	17.8	41.7	8.8	15.1	9.3	14.3	14.9	14.3	21.2	14.8
	PBR	2.0	2.3	3.7	5.7	0.6	0.5	1.9	6.4	2.2	3.5	1.4	3.1
	ROE	9.3	15.8	22.6	15.3	5.9	3.6	19.3	45.5	14.4	27.5	7.1	22.7
	EV/EBITDA	6.2	9.5	11.0	9.6	10.9	5.5	9.6	7.9	8.1	7.6	24.0	11.5
2018E	매출액	13,686	36,630	1,302	452	975,297	539,049	19,502	15,318	10,919	7,801	9,009	-
	영업이익	1,258	1,782	375	144	40,969	14,478	2,852	2,086	1,769	1,029	1,097	-
	순이익	849	1,309	272	115	37,098	17,760	1,943	1,277	1,238	661	648	-
	PER	13.2	17.4	18.0	17.1	8.2	7.3	10.1	12.1	11.6	12.7	18.3	13.0
	PBR	1.5	2.3	3.5	2.7	0.5	0.5	2.5	5.7	1.8	3.5	1.2	2.9
	ROE	12.0	15.1	20.9	17.0	5.3	6.5	15.6	42.6	16.6	28.8	6.5	22.0
	EV/EBITDA	2.3	8.9	10.7	9.0	10.7	3.4	8.1	7.9	8.1	8.2	9.1	8.3
2019E	매출액	14,272	38,444	1,502	530	998,289	556,833	19,870	15,490	11,276	8,138	9,672	-
	영업이익	1,353	1,957	452	173	50,794	21,452	2,850	2,135	1,876	1,088	1,275	-
	순이익	890	1,424	325	134	47,159	25,415	1,997	1,287	1,323	709	781	-
	PER	12.6	16.0	15.1	14.7	6.4	5.1	9.7	11.7	11.0	11.9	15.2	11.9
	PBR	1.4	2.1	2.9	2.3	0.5	0.4	2.4	5.4	1.7	3.2	1.1	2.8
	ROE	11.5	15.6	21.1	16.9	6.5	8.8	15.7	40.3	16.4	27.4	7.5	21.5
	EV/EBITDA	1.4	8.1	8.5	6.9	9.4	2.7	7.8	7.6	7.8	7.8	8.1	7.8

주: 이노션, 현대차, 기아차는 당사 추정치. Peer 기업들은 컨센서스 기준.

자료: Bloomberg, Quantiwise, 유인티증권 리서치센터

[그림 6] 이노션 및 국내 광고 Peer, 시가총액 추이



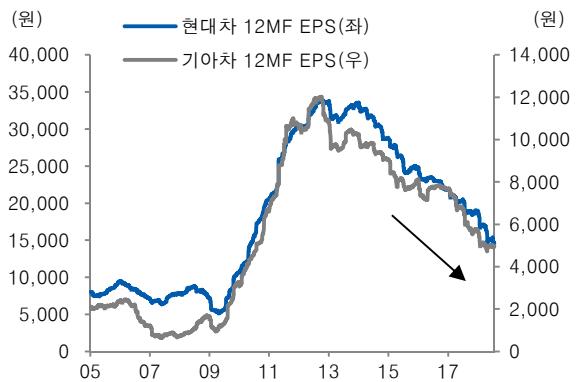
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 8] 제일기획 주가 및 삼성전자 12MF EPS 추이 비교



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 10] 현대/기아차 12MF EPS 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 7] 이노션 및 국내 광고 Peer, 12MF PER 추이 (컨센서스 기준)



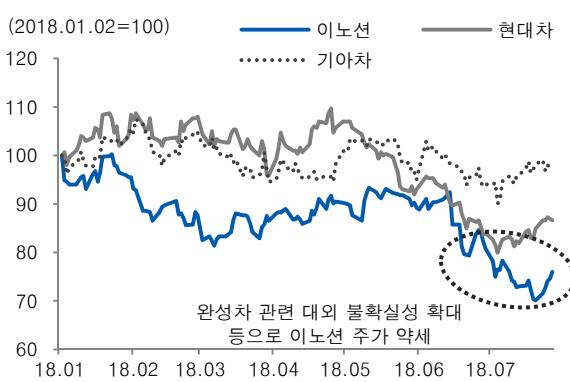
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 9] 제일기획, 12MF PER 추이 (컨센서스 기준)



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 11] 이노션 및 완성차 주가흐름



자료: 유안타증권 리서치센터

이노션 (214320) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	10,516	11,387	13,686	14,272	17,215
매출원가	6,703	7,455	8,804	9,153	11,706
매출총이익	3,813	3,932	4,881	5,119	5,509
판관비	2,819	2,965	3,623	3,765	4,103
영업이익	994	967	1,258	1,353	1,405
EBITDA	1,053	1,031	1,328	1,423	1,489
영업외손익	100	78	141	148	162
외환관련손익	1	-18	2	0	0
이자손익	85	93	101	114	127
관계기업관련손익	47	10	32	34	36
기타	-34	-7	6	0	0
법인세비용차감전순손익	1,095	1,045	1,400	1,502	1,568
법인세비용	315	288	386	420	439
계속사업순손익	780	757	1,014	1,081	1,129
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	780	757	1,014	1,081	1,129
지배지분순이익	653	615	849	890	929
포괄순이익	813	586	1,053	1,121	1,168
지배지분포괄이익	676	471	773	812	847

주: 영업이익 산출 기준은 기준 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	15,499	15,092	19,279	20,731	23,688
현금및현금성자산	2,312	3,302	5,201	6,281	7,316
매출채권 및 기타채권	8,544	7,410	10,337	10,709	12,631
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	1,251	1,173	1,691	1,688	1,705
유형자산	312	326	360	398	422
관계기업등 지분관련자산	192	159	139	115	125
기타투자자산	95	83	91	91	91
자산총계	16,751	16,265	20,971	22,419	25,392
유동부채	9,753	8,917	12,789	13,586	15,944
매입채무 및 기타채무	9,367	8,628	12,569	13,365	15,724
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	215	492	593	593	593
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	9,968	9,409	13,382	14,179	16,537
지배지분	6,546	6,723	7,410	8,040	8,639
자본금	100	100	100	100	100
자본잉여금	1,328	1,328	1,328	1,328	1,328
이익잉여금	5,188	5,602	6,251	6,841	7,441
비지배지분	237	133	179	201	216
자본총계	6,783	6,856	7,589	8,241	8,855
순차입금	-6,705	-7,040	-8,278	-9,359	-10,393
총차입금	0	198	197	197	197

현금흐름표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	1,143	1,155	1,087	1,033	1,105
당기순이익	780	757	1,014	1,081	1,129
감가상각비	49	52	51	51	66
외환손익	-3	11	-3	0	0
증속,관계기업관련손익	-47	-10	-32	-34	-36
자산부채의 증감	170	219	-29	-157	-145
기타현금흐름	194	126	86	92	91
투자활동 현금흐름	-1,057	350	578	-82	-82
투자자산	-4	-11	17	24	24
유형자산 증가 (CAPEX)	-119	-88	-82	-90	-90
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-934	449	643	-16	-16
재무활동 현금흐름	-252	-316	-326	-426	-456
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-252	-316	-326	-426	-456
기타현금흐름	0	0	0	0	0
연결범위변동 등 기타	61	-199	560	555	467
현금의 증감	-105	990	1,900	1,080	1,035
기초 현금	2,417	2,312	3,302	5,201	6,281
기말 현금	2,312	3,302	5,201	6,281	7,316
NOPLAT	994	967	1,258	1,353	1,405
FCF	818	895	870	797	860

자료: 유안타증권

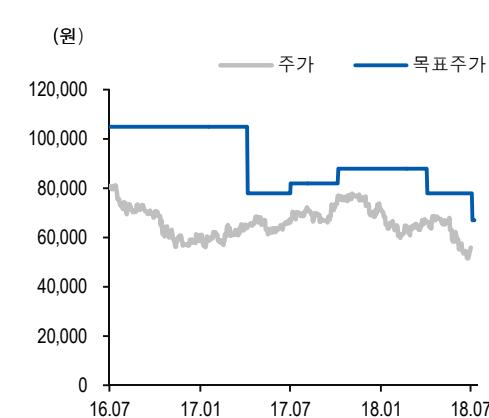
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE,ROA의 경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표					
	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	3,267	3,074	4,244	4,451	4,647
BPS	32,728	33,615	37,050	40,198	43,195
EBITDAPS	5,264	5,154	6,639	7,114	7,443
SPS	52,578	56,934	68,428	71,361	86,076
DPS	950	1,000	1,500	1,650	1,700
PER	22.9	21.7	13.2	12.6	12.0
PBR	2.3	2.0	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	8.1	6.2	2.3	1.4	0.7
PSR	1.4	1.2	0.8	0.8	0.6
재무비율					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	6.4	8.3	20.2	4.3	20.6
영업이익 증가율 (%)	7.0	-2.8	30.2	7.6	3.8
지배순이익 증가율 (%)	-6.7	-5.9	38.1	4.9	4.4
매출총이익률 (%)	36.3	34.5	35.7	35.9	32.0
영업이익률 (%)	9.5	8.5	9.2	9.5	8.2
지배순이익률 (%)	6.2	5.4	6.2	6.2	5.4
EBITDA 마진 (%)	10.0	9.1	9.7	10.0	8.6
ROIC	611.1	-604.9	-233.3	-123.8	-84.0
ROA	4.2	3.7	4.6	4.1	3.9
ROE	10.4	9.3	12.0	11.5	11.1
부채비율 (%)	147.0	137.2	176.3	172.1	186.8
순차입금/자기자본 (%)	-102.4	-104.7	-111.7	-116.4	-120.3
영업이익/금융비용 (배)	2,323.1	1,832.3	8,014.7	8,620.4	8,952.0

이노션 (214320) 투자등급 및 목표주가 추이



자료: 유안타증권

주: 괴리를 $= (\text{실제주가} - \text{목표주가}) / \text{목표주가} \times 100$

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	2.2
Buy(매수)	84.9
Hold(중립)	12.8
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2018-07-27

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정 시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간접 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 박성호)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기준 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.