

인크로스 (216050)

미디어/엔터



박성호

02 3770 5657
sungho.park@yuantakorea.com

RA 이혜인

02 3770 5580
hyein.lee@yuantakorea.com

투자의견	BUY (U)
목표주가	70,000원 (U)
현재주가 (5/11)	54,100원
상승여력	29%

시가총액	4,359억원
총발행주식수	8,056,777주
60일 평균 거래대금	40억원
60일 평균 거래량	71,858주
52주 고	61,500원
52주 저	22,500원
외인지분율	16.57%
주요주주	SK 텔레콤 외 1인 34.60%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(7.8)	5.0	110.9
상대	(6.8)	3.5	47.6
절대(달러환산)	(7.7)	3.9	129.9

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	1Q21P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	105	53.9	-20.4	90	16.2
영업이익	38	132.3	-27.7	30	25.2
세전계속사업이익	40	129.7	-17.2	35	14.8
지배순이익	32	134.8	-15.5	19	65.8
영업이익률 (%)	36.3	+12.3 %pt	-3.7 %pt	33.7	+2.6 %pt
지배순이익률 (%)	30.1	+10.4 %pt	+1.7 %pt	21.1	+9.0 %pt

자료: 유안타증권

T-Deal 성과, 수치로 입증되기 시작

1Q21 Review 연결실적은 매출액 105억원(+54% YoY), 영업이익 38억원(+132% YoY), 지배 순이익 32억원(+135% YoY)을 기록해 영업이익 기준으로 컨센서스를 25% 가량 상회하는 호실적 달성

매출액 세부구성은 미디어렙 82억원(+49% YoY), 광고플랫폼 8억원(+44% YoY), OMP운영 9억원 +10% YoY, T-Deal 6억원임. ▶**미디어렙** : 취급고 850억원(+66% YoY), 영업수익 82억원(+49% YoY)으로 폭증. 3월 코로나 기저효과가 작용하는 가운데, 게임·가전업종 등을 필두로 취급고 급증세 시현. 동사의 미디어렙 성장률(+49% YoY)은 나스미디어의 본사 DA(미디어렙) 성장률(+28% YoY)을 상회. 1Q21에는 유튜브(+53% YoY), 네이버 DA(+46% YoY) 등 국내 DA광고 시장이 폭발적인 성장세 시현. 2Q21에도 현 수준의 업황 지속이 예상되는 가운데 4월 코로나 기저효과가 있어 미디어렙의 높은 성장세 유지 전망. ▶**T-Deal** : 동사는 2Q20 T-Deal 론칭 이후 미디어렙 실적에 T-Deal 실적을 포함시켜 발표해왔으나, 1Q21부터 T-Deal 실적을 별도로 발표하기 시작. 1Q21 T-Deal은 취급고 172억원(+65% QoQ), 영업수익 6억원(-6% QoQ) 달성. 2020년 연간 T-Deal 실적이 취급고 178억원, 영업수익 9억원이었던 점을 감안하면, 고무적인 실적으로 평가. T-Deal 영업수익 전환율(영업수익 / 취급고)은 2Q20 2.4% → 3Q20 3.4% → 4Q20 6.5% → 1Q21 3.7%의 흐름. 1Q21 취급고 급증(QoQ)에도 불구하고 영업수익이 소폭 감소(QoQ)한 이유는 전환율 하락효과에 기인. 이는 취급고 부양을 위한 쿠폰 발행에 기인. 쿠폰 관련 비용은 SKT와 인크로스가 나눠 부담하는 구조이며, 인크로스의 영업수익엔 쿠폰 차감 기준의 순액으로 인식

T-Deal 성과, 수치로 입증되기 시작

동사에 대한 투자의견을 Buy, 목표주가를 7만원으로 각각 상향 조정. 신규 목표주가 7만원은 SOTP(Sum-of-the-parts) 방식으로 산출. 계산방식은 “본업(미디어렙 등) 2,171억원(주당 2.7만원) + T-Deal 3,483억원(주당 4.3만원)으로 산출.[표2 참조] **T-Deal 영업수익은 2021년 63억원 → 2022년 193억원으로 급증 기대.** T-Deal은 SKT의 식별고객 데이터에 구매데이터를 더해가면서 타겟팅 효과를 강화하는 가운데, 고품질 상품을 저가에 대량으로 구매하는 방식을 통해 가격메리트를 극대화하고 있음. 현 시점은 T-Deal의 성장 초기인만큼 T-Deal 취급고 성장속도가 빨라 동사에 대해 매수관점으로 대응해야 한다는 판단

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	345	394	521	693
영업이익	122	148	228	369
지배순이익	93	123	178	284
PER	18.4	22.6	24.5	15.3
PBR	2.4	3.4	4.6	3.5
EV/EBITDA	10.8	14.5	15.5	9.1
ROE	14.5	17.5	22.5	29.2

자료: 유안타증권

[표 1] 인크로스 연결 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2019년				2020년				2021년				연간 실적			
	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기(p)	2분기(e)	3분기(e)	4분기(e)	2019	2020	2021E	2022E
매출액	67	79	90	108	68	94	101	131	105	124	124	168	345	394	521	693
- 미디어랩	50	61	69	87	55	74	80	104	82	93	88	114	267	313	377	415
- 광고플랫폼	10	10	13	13	6	12	11	12	8	13	12	13	46	40	46	51
- OMP 운영	8	8	8	8	8	8	8	9	9	9	9	9	32	33	34	34
- T-Deal	-	-	-	-	-	1	2	7	6	10	15	31	-	9	63	193
매출액(YoY)	-19%	-11%	3%	10%	1%	18%	12%	22%	54%	32%	23%	28%	-4%	14%	32%	33%
- 미디어랩	-11%	1%	14%	25%	10%	21%	16%	20%	49%	26%	10%	10%	8%	17%	21%	10%
- 광고플랫폼	-49%	-49%	-28%	-35%	-42%	10%	-16%	-7%	44%	10%	10%	10%	-40%	-13%	15%	10%
- OMP 운영	-14%	0%	-5%	-5%	-3%	1%	5%	10%	10%	4%	5%	0%	-6%	3%	5%	0%
- T-Deal	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1312%	896%	368%	-	-	-	207%
영업이익	12	32	35	43	16	39	40	53	38	54	52	83	122	148	228	369
OPM	18%	40%	39%	40%	24%	42%	40%	40%	36%	43%	42%	50%	35%	38%	44%	53%
지배 순이익	11	25	29	28	13	31	41	37	32	42	40	64	93	123	178	284
NIM	16%	31%	33%	26%	20%	33%	41%	28%	30%	34%	33%	38%	27%	31%	34%	41%

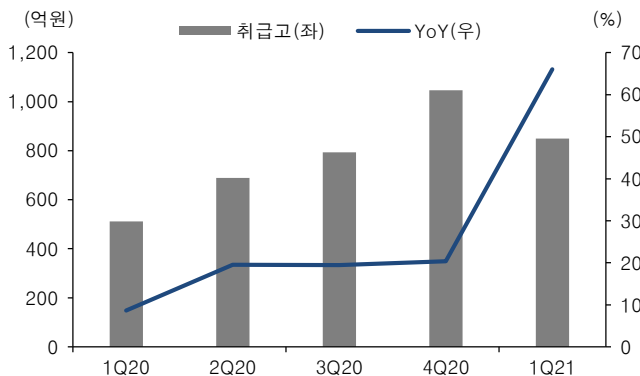
주: T-Deal 은 2Q20부터 서비스 개시.
자료: 유안타증권 리서치센터

[표 2] 인크로스의 목표주가 산출 방식

	2022E 순이익	Target PER	적정 가치
본업(미디어랩 등)	145억원	15.0x	2,171억원
티딜	139억원	25.0x	3,483억원
합계 (A)			5,654억원
발행주식수 (B)			806만주
주당 가치 (A/B)			70,000원

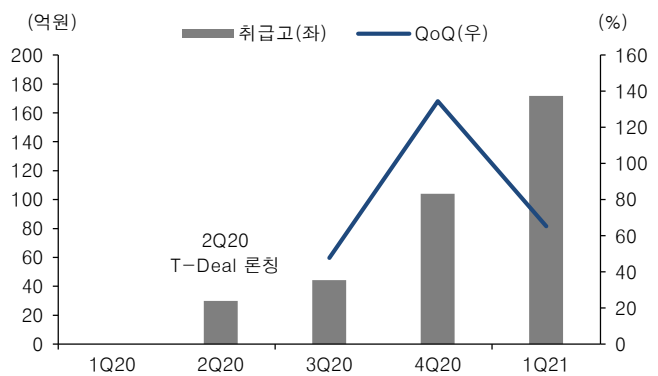
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 인크로스 미디어랩 취급고 추이



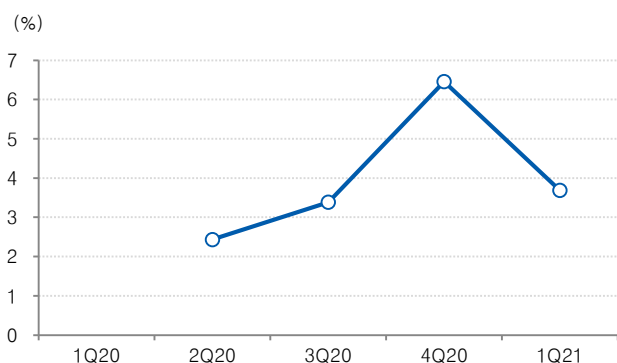
자료: 인크로스, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 인크로스 T-Deal 취급고 추이



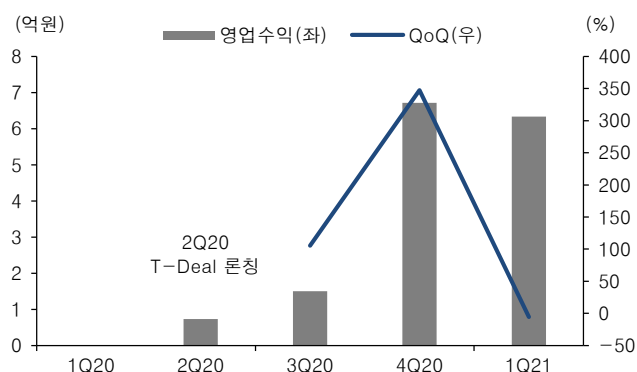
자료: 인크로스, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 인크로스의 T-Deal 영업수익 전환율 추이



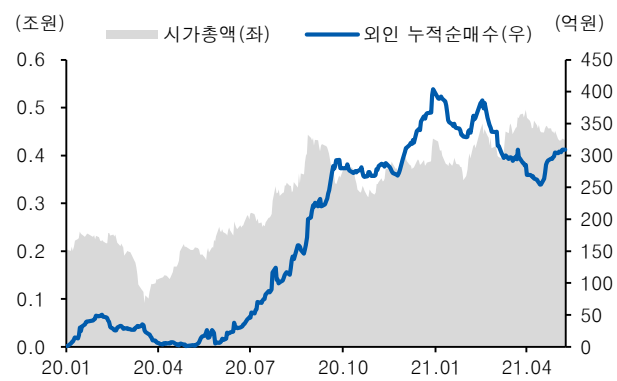
주: T-Deal 영업수익 전환율 = T-Deal 영업수익 / T-Deal 취급고
 자료: 인크로스, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 인크로스의 T-Deal 영업수익 추이



자료: 인크로스, 유안타증권 리서치센터

[그림 5] 인크로스, 외국인 누적 순매수대금 추이



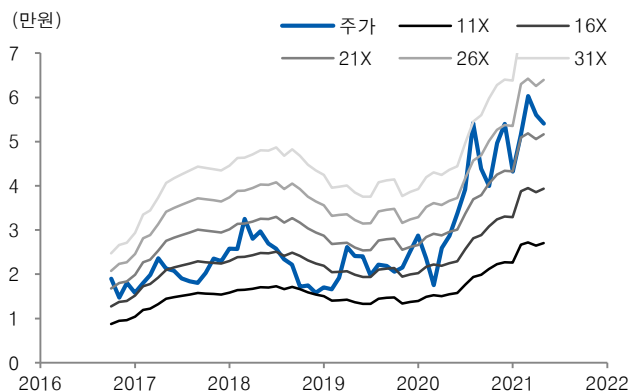
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 인크로스, 기관 누적 순매수대금 추이



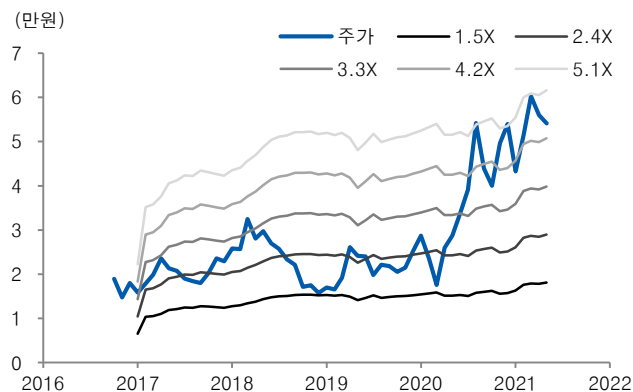
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 7] 인크로스, PER 밴드 차트 (12MF 컨센서스 기준)



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 8] 인크로스, PBR 밴드 차트 (12MF 컨센서스 기준)



자료: 유안타증권 리서치센터

인크로스 (216050) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	345	394	521	693	800
매출원가	168	185	219	245	278
매출총이익	177	209	301	449	522
판매비	55	61	74	79	80
영업이익	122	148	228	369	441
EBITDA	133	162	242	384	458
영업외손익	0	-1	5	5	8
외환관련손익	-1	0	0	0	0
이자손익	7	2	4	5	8
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-6	-4	1	0	0
법인세비용차감전순이익	122	148	233	375	449
법인세비용	29	25	55	91	109
계속사업순이익	93	123	178	284	341
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	93	123	178	284	341
지배지분순이익	93	123	178	284	341
포괄순이익	90	121	171	278	334
지배지분포괄이익	90	121	171	278	334

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	24	246	216	310	488
당기순이익	93	123	178	284	341
감가상각비	8	10	11	11	15
외환손익	0	0	0	0	0
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-101	92	2	-11	108
기타현금흐름	24	21	24	25	24
투자활동 현금흐름	-1	-23	-12	-12	-12
투자자산	-5	1	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	0	-11	-11	-11	-11
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	4	-12	0	0	0
재무활동 현금흐름	-68	-43	-6	-6	-6
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-68	-43	-6	-6	-6
연결범위변동 등 기타	0	0	-27	-35	-29
현금의 증감	-45	181	170	257	441
기초 현금	130	85	265	436	693
기말 현금	85	265	436	693	1,134
NOPLAT	122	148	228	369	441
FCF	24	235	204	299	476

자료: 유안타증권

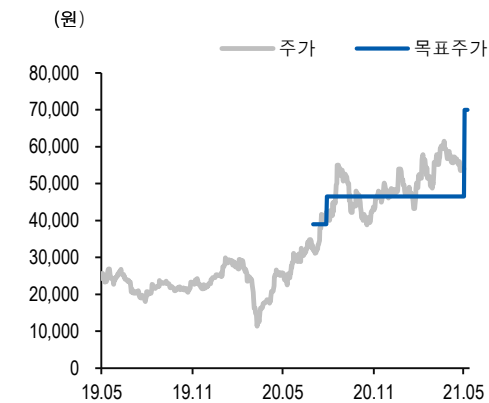
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	1,337	1,657	1,745	2,031	2,489
현금및현금성자산	85	265	436	693	1,134
매출채권 및 기타채권	973	1,082	1,098	1,127	1,143
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	105	136	133	130	125
유형자산	15	24	24	24	21
관계기업 등 지분관련자산	1	1	0	0	0
기타투자자산	48	47	47	47	47
자산총계	1,443	1,793	1,878	2,161	2,613
유동부채	775	1,011	1,007	1,012	1,124
매입채무 및 기타채무	743	948	953	958	1,069
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	10	37	37	37	37
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	785	1,048	1,044	1,049	1,161
지배지분	657	745	834	1,112	1,453
자본금	40	40	40	40	40
자본잉여금	408	406	406	406	406
이익잉여금	356	478	574	858	1,198
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	657	745	834	1,112	1,453
순차입금	-285	-449	-619	-876	-1,318
총차입금	3	27	27	27	27

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	1,157	1,528	2,204	3,526	4,229
BPS	8,946	10,315	11,666	15,547	20,311
EBITDAPS	1,649	2,005	3,003	4,762	5,687
SPS	4,281	4,895	6,460	8,606	9,929
DPS	0	0	0	0	0
PER	18.4	22.6	24.5	15.3	12.8
PBR	2.4	3.4	4.6	3.5	2.7
EV/EBITDA	10.8	14.5	15.5	9.1	6.6
PSR	5.0	7.1	8.4	6.3	5.4

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액 증가율 (%)	-3.7	14.4	32.0	33.2	15.4
영업이익 증가율 (%)	10.1	21.6	53.3	62.3	19.5
지배순이익 증가율 (%)	8.0	32.1	44.3	60.0	19.9
매출총이익률 (%)	51.3	53.0	57.9	64.7	65.2
영업이익률 (%)	35.4	37.6	43.7	53.3	55.2
지배순이익률 (%)	27.0	31.2	34.1	41.0	42.6
EBITDA 마진 (%)	38.5	41.0	46.5	55.3	57.3
ROIC	44.4	68.2	133.7	188.0	306.5
ROA	7.0	7.6	9.7	14.1	14.3
ROE	14.5	17.5	22.5	29.2	26.6
부채비율 (%)	119.4	140.6	125.1	94.4	79.9
순차입금/자기자본 (%)	-43.4	-60.2	-74.2	-78.8	-90.7
영업이익/금융비용 (배)	215.2	109.0	514.7	835.2	997.8

인크로스 (216050) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-05-12	BUY	70,000	1년		
2020-10-13	HOLD	46,500	1년	6.85	-
2020-08-07	BUY	46,500	1년	2.77	18.28
2020-07-10	BUY	39,000	1년	-6.54	7.44
2020-06-25	1년 경과 이후		1년		-
2019-06-25	Not Rated	-	1년		-

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.0
Buy(매수)	93.6
Hold(중립)	6.4
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-05-09

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 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 배무자는 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 기존 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 투자의사결정은 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.