

# 이노션 (214320)

김희재

hojae.kim@daishin.com

투자의견

**BUY**  
매수, 유지

6개월 목표주가

**68,000**  
하향

현재주가

(22.10.17)

**41,550**

미디어업종

## 비우호적인 글로벌 환경

투자 의견 매수(Buy) 유지, 목표주가 68,000원으로 -15% 하향

- 12M FWD EPS 4,558원에 PER 15배 적용. 최근 5년(17~21) 평균인 18배에서, 5년 평균의 하단인 15배로 변경

3Q22 Preview: 비우호적인 글로벌 환경 영향으로 이익 역성장 전망

- GP 1.9천억원(+10% yoy), OP 388억원(-3% yoy) 전망  
 - 20년부터 호주에서 인수한 Wellcom의 실적이 반영되면서 GP는 +14% yoy 증가했으나, GP 대비 인건비 비중이 55% 수준인 광고업의 특성상 코로나 영향을 받으면서 OP는 -8% yoy 감소. OPM은 19년 24%에서 20년 19%로 감소  
 - 20년에 위축된 광고시장이 21년에 회복하면서 GP +14% yoy, OP +22% yoy. OPM도 20년 19%에서 21년 20%로 상승. 인건비 레버리지 효과 발생  
 - 1Q22에도 GP +18% yoy, OP +24% yoy로 성장을 이어갔으나, 2Q22부터 다시 인건비 디레버리지 효과 발생. 중국 시장이 정상화되지 못하고 있고, 전쟁으로 유럽 및 러시아 시장의 실적도 기대 수준에 미치지 못 하면서 GP 순성장에도 불구하고 OP는 2개 분기 연속 역성장 전망

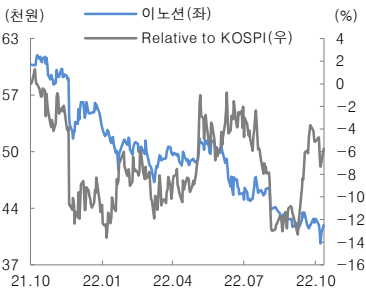
- 4Q22는 GP 2.3천억원(+12% yoy), OP 484억원(+12% yoy) 전망. 그랜저 플체인지 등 캡티브 물량 증가와 월드컵 효과 반영으로 GP, OP 모두 순성장 전망

- 지난 6월에 미국 합작법인인 Canvas의 잔여 지분 인수 완료. Canvas는 15.10월 미주 지역 미디어 대행 담당을 위해 Horizon Media와 설립한 JV로 이노션이 지분 51%를 보유하고 있었으나, 잔여지분 인수 콜옵션 행사로 지분 100%  
 - Canvas의 지분 49%가 추가로 반영되면 21년 실적 기준 지배순이익이 약 17% 정도 증가하는 효과 발생. 지배지분율은 20~22년 74% 수준에서, Canvas의 지분 추가에 따라 23년부터 82% 수준으로 증가할 것으로 전망  
 - 23E GP 8.1천억원(+7% yoy), OP 1.6천억원(+13% yoy), 지배순이익 952억원(+37% yoy)

- 22E DPS 1.8천원 전망(중간 450원, 기말 1,350원). 연환산 수익률은 4.3%  
 - 1.8천원은 배당성향 52%에 해당. 이노션은 40% 수준의 배당성향을 지향하나, 20~22년은 주주 환원 강화 차원에서 50% 이상의 성향 제시

KOSPI	2219.71
시가총액	831십억원
시가총액비중	0.04%
지분금(보통주)	10십억원
52주 최고/최저	61,100원 / 39,450원
120일 평균거래대금	18억원
외국인지분율	31.32%
주요주주	정성이 외 3 인 28.72% NHPEA IV Highlight Holdings AB 18.00%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.5	-6.3	-15.0	-32.0
상대수익률	7.9	-1.6	3.2	-7.6



(단위: 십억원 %)

구분	3Q21	2Q22	3Q22(F)				4Q22			
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출총이익	170	178	188	186	9.7	4.7	186	226	12.0	21.3
영업이익	40	26	41	39	-2.9	48.9	38	48	12.4	25.1
순이익	24	7	24	21	-10.7	223.4	23	27	112.6	27.4

자료: 이노션 FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원 %)

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출총이익	586	669	754	805	872
영업이익	112	136	138	156	169
세전순이익	118	124	148	161	174
총당기순이익	84	87	97	116	125
지배지분순이익	63	66	69	95	103
EPS	3,174	3,294	3,468	4,756	5,129
PER	18.8	16.8	12.0	8.7	8.1
BPS	38,463	41,003	42,671	45,627	48,856
PBR	1.5	1.4	1.0	0.9	0.9
ROE	8.3	8.3	8.3	10.8	10.9

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 / 자료: 이노션, 대신증권 Research Center

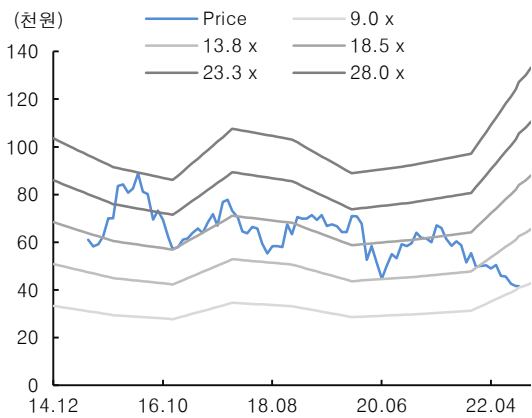
연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2022F	2023F	2022F	2023F	2022F	2023F
매출총이익	754	809	754	805	0.0	-0.4
판매비와 관리비	606	650	616	649	1.7	-0.1
영업이익	149	159	138	156	-7.0	-1.7
영업이익률	8.7	8.9	8.3	8.8	-0.4	-0.1
영업외손익	13	3	9	5	-24.8	40.8
세전순이익	161	162	148	161	-8.4	-0.8
지배지분순이익	76	96	69	95	-9.3	-0.8
순이익률	6.3	6.6	5.8	6.6	-0.4	0.0
EPS(지배지분순이익)	3,824	4,795	3,468	4,756	-9.3	-0.8

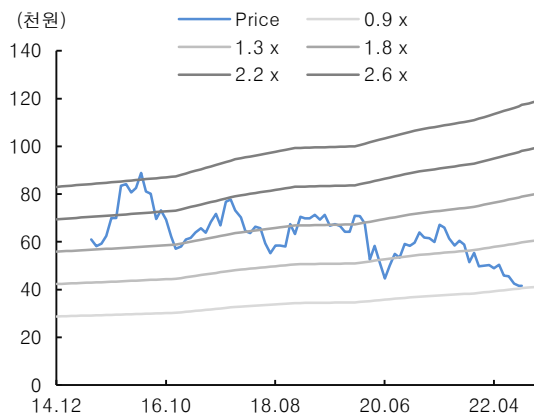
자료: 이노션, 대신증권 Research Center

그림 1. 12M FWD PER Band



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 2. 12M FWD PBR Band



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

## 1. 기업개요

### 기업 및 주요 주주 현황

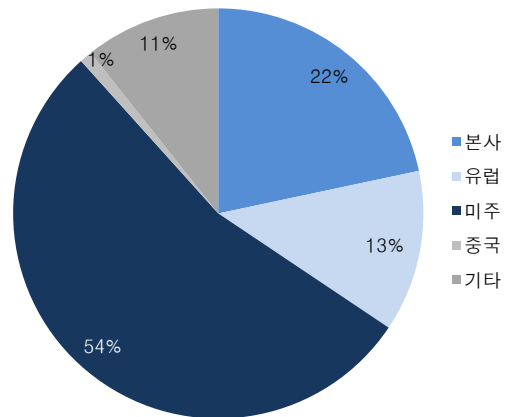
- 2021년 매출총이익 7,720억원, 영업이익 1,567억원, 당기순이익 882억원
- 2Q22 기준 지역별 매출총이익 비중 미주 54%, 본사 22%, 유럽 13%, 중국 1%, 기타 11%
- 2Q22 기준 주요 주주는 정성이 외 2인 28.70%, NHPEA 18%

### 주가 변동요인

- 광고주 기준으로는 이노션 실적의 약 70%를 차지하는 현대기아차의 마케팅비 집행 추이, 국내의 구분으로는 실적의 약 70%를 차지하는 해외 시장에서의 광고 성과가 주가에 영향
- 이노션 실적의 30%인 국내 광고시장은 GDP 성장률에 일정부분 연동되어 있기 때문에, 국내 경기회황 또는 참여에 따라 주가 등락

자료: 이노션, 대신증권 Research Center

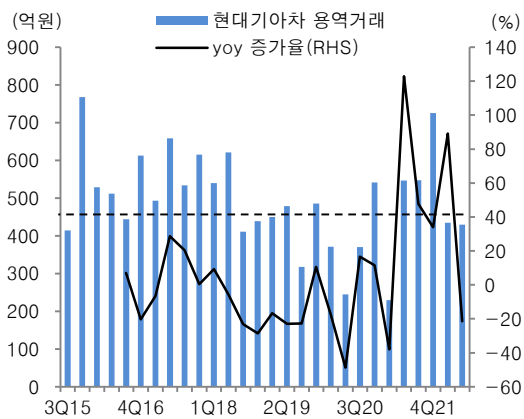
### 매출총이익 비중(2Q22)



자료: 이노션, 대신증권 Research Center

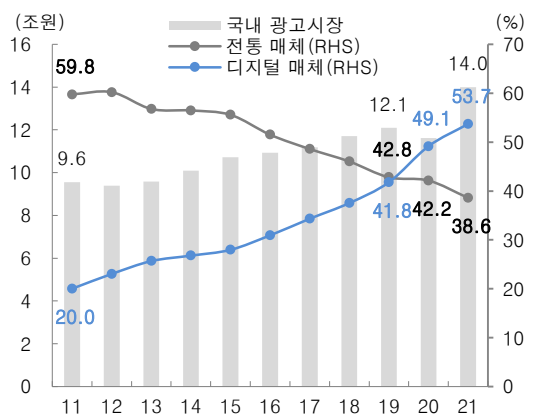
## 2. Earnings Driver

그림 1. 이노션-현대기아차 용역거래(2Q22)



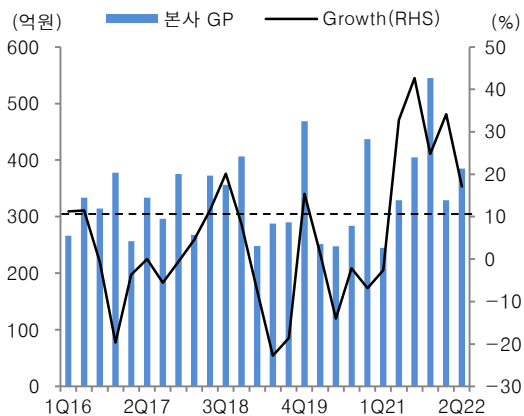
자료: 전자공시, 대신증권 Research Center

그림 2. 국내 광고시장



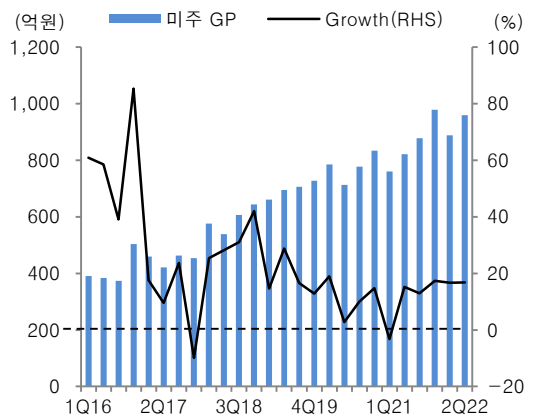
자료: 제일기획, 대신증권 Research Center

그림 3. 본사 매출총이익(2Q22)



자료: 이노션, 대신증권 Research Center

그림 4. 미주 매출총이익(2Q22)



자료: 이노션, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	1,221	1,502	1,670	1,771	1,919
매출원가	635	833	916	965	1,047
매출총이익	586	669	754	805	872
판매비와판매비	474	533	616	649	703
영업이익	112	136	138	156	169
영업외수익	9.1	9.0	8.3	8.8	8.8
EBITDA	149	175	159	173	183
영업외손익	6	-12	9	5	5
관계기업손익	1	1	1	1	1
금융수익	14	11	19	11	11
외환평가이익	0	0	0	0	0
금융비용	-10	-7	-11	-8	-8
외환평가손실	6	4	0	0	0
기타	1	-17	0	1	1
법인세비용차감전순이익	118	124	148	161	174
법인세비용	-33	-37	-50	-45	-49
계속사업순이익	84	87	97	116	125
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	84	87	97	116	125
당기순이익	6.9	5.8	5.8	6.6	6.5
비재계분순이익	21	21	28	21	23
재계분순이익	63	66	69	95	103
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-19	38	38	38	38
포괄순이익	65	125	135	154	163
비재계분포괄이익	20	24	36	23	24
재계분포괄이익	46	101	99	131	139

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
EPS	3,174	3,294	3,468	4,756	5,129
PER	188	168	120	87	81
BPS	38,463	41,003	42,671	45,627	48,856
PBR	1.5	1.4	1.0	0.9	0.9
EBITDAPS	7,461	8,737	7,936	8,636	9,165
EV/EBITDA	5.3	3.6	1.4	0.9	0.5
SPS	61,054	75,102	83,518	88,530	95,945
PSR	1.0	0.7	0.5	0.5	0.4
CFPS	8,218	9,108	9,295	9,774	10,289
DPS	1,800	1,800	1,800	1,900	2,100

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
성장성					
매출액 증/감률	136	14.1	12.8	6.8	8.3
영업이익 증/감률	-8.5	21.7	1.8	13.1	8.2
순이익 증/감률	-10.9	3.4	11.5	19.4	7.8
수익성					
ROIC	24.1	30.0	28.7	36.7	40.6
ROA	5.4	6.4	6.2	6.8	7.1
ROE	8.3	8.3	8.3	10.8	10.9
안정성					
부채비율	160.7	163.7	160.8	152.4	145.2
순차입금비율	-53.9	-59.3	-71.0	-74.3	-77.0
이자보상비율	32.6	44.9	46.7	51.3	54.0

자료: 이노션 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	1,580	1,738	1,821	1,915	2,021
현금및현금성자산	406	481	601	674	749
매출채권 및 기타채권	890	939	974	994	1,025
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	284	319	246	246	246
비유동자산	464	463	445	430	418
유형자산	29	32	24	20	19
관계기업투자지분	11	6	1	-3	-8
기타비유동자산	424	426	419	413	407
자산총계	2,044	2,202	2,266	2,345	2,439
유동부채	1,052	1,182	1,212	1,231	1,259
매입채무 및 기타채무	945	1,031	1,063	1,082	1,111
차입금	0	0	0	0	0
유동상채무	8	2	0	0	0
기타유동부채	99	149	149	149	149
비유동부채	208	185	185	185	185
차입금	0	0	0	0	0
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	208	185	185	185	185
부채총계	1,260	1,367	1,397	1,416	1,444
자본계	769	820	853	913	977
자본금	10	10	10	10	10
자본잉여금	132	132	132	132	132
이익잉여금	688	711	745	804	868
기타자본변동	-62	-34	-34	-34	-34
비자본계	15	15	15	16	18
자본총계	784	835	869	929	995
순차입금	-423	-495	-617	-690	-766

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	105	155	185	201	208
당기순이익	84	87	97	116	125
비현금항목의기감	80	95	89	79	81
감가상각비	38	39	21	16	14
외환손익	3	0	0	0	0
지분법평가손익	-1	-1	-1	-1	-1
기타	41	57	70	64	67
자산부채의증감	-38	1	46	47	47
기타현금흐름	-21	-28	-47	-41	-45
투자활동 현금흐름	8	-10	-7	-6	-6
투자자산	-6	2	4	5	5
유형자산	-7	-6	-6	-6	-6
기타	21	-6	-4	-4	-4
재무활동 현금흐름	-75	-98	-63	-61	-63
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	-2	-8	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-52	-64	-36	-36	-38
기타	-21	-25	-27	-25	-25
현금의증감	17	75	120	73	76
기초 현금	389	406	481	601	674
기말 현금	406	481	601	674	749
NOPLAT	80	95	91	113	122
FCF	110	122	105	122	129

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호시목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자: 김희재)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

### 이노션(214320) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

제시일자	22.10.18	22.08.10	22.07.07	22.01.07	21.07.07	21.01.07
투자의견	Buy	Buy	6개월 경과	6개월 경과	6개월 경과	Buy
목표주가	68,000	80,000	90,000	90,000	90,000	90,000
과다율(평균%)		(47.35)	(49.64)	(45.05)	(34.84)	(30.83)
과다율(최대/최소%)		(45.44)	(47.67)	(41.67)	(28.00)	(24.33)

제시일자	20.10.21
투자의견	Buy
목표주가	81,000
과다율(평균%)	(26.42)
과다율(최대/최소%)	(22.84)

제시일자	
투자의견	
목표주가	
과다율(평균%)	
과다율(최대/최소%)	

제시일자	
투자의견	
목표주가	
과다율(평균%)	
과다율(최대/최소%)	

### 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20221015)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	93.3%	6.7%	0.0%

**산업 투자의견**

- Overweigh(비중확대)
  - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
  - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)
  - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

**기업 투자의견**

- Buy(매수)
  - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
  - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
  - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상