



BUY(Maintain)

목표주가: 24,000원

주가(11/2): 15,550원

시가총액: 1,997억원



미디어/엔터/레저 Analyst 이남수
namsu.lee@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (11/2)		697.37pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	33,229원	11,550원
등락률	-53.2%	34.6%
수익률	절대	상대
1M	22.9%	18.6%
6M	-35.4%	-16.4%
1Y	-47.3%	-24.0%

Company Data

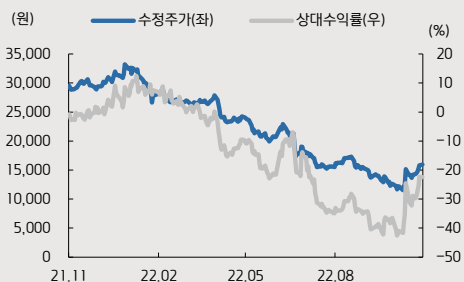
발행주식수	12,843	전주
일평균 거래량(3M)	105	전주
외국인 지분율	9.0%	
배당수익률(22E)	4.6%	
BPS(22E)	7,955	원
주요 주주	에스케이스퀘어 외 4 인	36.9%

투자지표

(십억원, IFRS)	2020	2021	2022F	2023F
매출액	39.4	51.8	52.7	63.0
영업이익	14.8	21.4	19.8	28.4
EBITDA	16.2	22.6	21.0	29.8
세전이익	14.8	27.1	20.0	29.3
순이익	12.3	21.1	15.5	22.9
지배주주지분순이익	12.3	21.1	15.5	22.9
EPS(원)	958	1,644	1,208	1,785
증감률(% YoY)	32.0	71.6	-26.5	47.7
PER(배)	35.4	20.2	12.9	8.7
PBR(배)	5.85	4.59	1.96	1.72
EV/EBITDA(배)	24.2	16.7	6.4	4.7
영업이익률(%)	37.6	41.3	37.6	45.1
ROE(%)	17.5	25.2	15.9	21.0
순차입금비율(%)	-59.1	-51.3	-65.4	-50.7

자료: 키움증권

Price Trend



3Q22 Review

인크로스 (216050)

더욱 풍부해질 모멘텀



1분기 부진했던 미디어렙 취급고가 2개 분기 연속 개선되었다. 이를 통해 광고주 예산 감소가 없었던 것을 반증했다고 판단해 4분기 광고 성수기 효과를 전망한다. 티딜 거래액도 전분기 대비 20.7% 개선되어 다시 성장 속도를 올리고 있다. 기획전 확대 및 대형 MD 공급망 확보로 이는 지속될 것이다. 2023년은 OTT 광고 시장 수혜까지 예상해 더욱 풍부한 투자 포인트를 제공할 전망이다.

>>> 3Q22 영업이익 60억원(yoy -0.5%) 컨센 상회

3분기 매출액 139억원(yoy +6.6%), 영업이익 60억원(yoy -0.5%, OPM 43.3%)으로 컨센서스를 상회했다. 미디어렙 취급고와 티딜 거래액 확대로 전년 동기 대비 분기 취급고가 16.6% 성장한 것이 포인트이다.

미디어렙은 게임, 이커머스, 음식료, 통신 등 주요 광고주의 디지털 광고 집행이 증가하였다. 또한 퍼포먼스 광고 수요 증가로 디지털 성장이 나타나고 있어 향후 미디어렙 실적의 견고함은 유지될 것이다. 티딜은 타임딜과 같은 기획전 효과와 MD 확장이 실적 개선으로 연결되고 있어 규모의 성장이 나타나고 있다. 동사는 순매출 구조로 비즈니스가 구축되어 있어 매출 성장에 따른 비용 부담은 크지 않아 실적 개선 추세는 유효하다.

>>> 4분기 광고 성수기 효과와 티딜 거래액 성장 전망

1분기 부진한 모습을 보였던 미디어렙의 취급고가 2분기 연속 상승하며 광고주 예산 감소가 나타나지 않았음을 반증했다. 따라서 주요 광고주의 4분기 디지털 광고 집행은 정상적으로 이뤄질 것으로 판단해 광고 성수기 효과를 기대한다. 티딜은 거래가능 품목(딜)이 전년 말 3,200여건에서 3분기 8,500여건으로 165% 성장해 품목 다양화를 통한 매출 성장 전략 실행이 더욱 수월해졌다. 여기에 대형 가전과 같은 볼륨 높은 거래가 추가되어 거래액 상승을 이끌고 있어 수익성도 제고될 전망이다. 2022년 티딜의 거래액과 매출액은 각각 1,385억원, 62억원으로 추정한다. 티딜은 CPS 구조로 운영되고 재고 매입 등 원가 부담이 전혀 없기에 매출 성장에 따른 수익성 강화가 즉시 반영된다. 따라서 2023년에는 유기적 성장만 반영하더라도 거래액이 2천억원을 상회할 것으로 보여 매출 강화와 수익성 개선은 더욱 강화될 것이다.

>>> OTT 광고시장 직접 수혜 전망

넷플릭스와 디즈니플러스의 OTT 광고 요금제 도입으로 디지털 광고 예산의 변동이 전망된다. 디지털 광고 플랫폼이 신규로 발생한 만큼 광고주의 슬롯 확보는 필수적이다. 동사는 캡티브 OTT 웨이브와 DMP 영역까지 동시에 커버하기에 OTT 광고 시장의 직접 수혜를 전망한다. 글로벌 OTT와 역전된 구독료를 감안하면 국내 OTT의 광고 요금제 도입도 자연스럽다. 2023년은 미디어렙의 연속성, 티딜의 확장 속도 확인, OTT 광고 시장 개화로 성장 포인트가 한층 풍부해질 것이다. 목표주가 24,000원과 투자의견 BUY는 유지한다.

인크로스 실적 추이 및 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22P	4Q22F	2021	2022F	2023F
매출액	10.5	12.5	13.1	15.8	9.3	12.6	13.9	16.9	51.8	52.7	63.0
(YoY)	53.9%	32.6%	29.6%	20.1%	-10.9%	0.9%	6.6%	6.8%	31.3%	1.7%	19.5%
미디어랩	8.2	9.9	9.8	12.4	6.9	9.7	9.9	13.0	40.3	39.5	45.4
애드네트워크	0.8	1.0	1.0	1.1	0.5	0.7	1.1	1.0	3.9	3.3	5.0
기타	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8	0.9	1.0	1.0	3.4	3.7	3.9
T-Deal	0.6	0.7	1.4	1.5	1.1	1.3	1.9	1.9	4.2	6.2	8.7
매출원가	5.4	5.8	5.6	6.6	5.8	5.9	5.9	6.9	23.3	24.4	25.0
(YoY)	43.2%	35.6%	15.0%	16.2%	6.7%	2.6%	5.5%	4.9%	25.8%	4.9%	2.3%
매출총이익	5.1	6.7	7.5	9.2	3.6	6.7	8.0	10.0	28.5	28.3	38.0
(YoY)	67.2%	30.2%	43.2%	23.1%	-29.8%	-0.6%	7.4%	8.1%	36.3%	-0.9%	34.4%
GPM	48.4%	53.9%	57.2%	58.5%	38.2%	53.1%	57.7%	59.2%	55.0%	53.6%	60.3%
판매비	1.3	1.4	1.4	3.0	1.8	1.8	2.0	2.8	7.1	8.4	9.5
(YoY)	-9.2%	9.7%	19.6%	35.7%	38.9%	35.1%	41.2%	-7.8%	16.9%	18.6%	12.6%
영업이익	3.8	5.4	6.1	6.2	1.8	4.8	6.0	7.2	21.4	19.8	28.5
(YoY)	132.4%	36.7%	50.1%	17.7%	-52.7%	-9.7%	-0.5%	15.9%	44.2%	-7.3%	43.7%
OPM	36.3%	42.9%	46.4%	39.2%	19.3%	38.4%	43.3%	42.5%	41.3%	37.6%	45.3%
순이익	3.2	4.3	5.4	8.3	1.6	3.1	5.0	5.9	21.1	15.6	23.0
(YoY)	134.8%	39.3%	30.3%	121.4%	-50.7%	-27.7%	-6.8%	-28.8%	71.6%	-26.3%	47.5%
NPM	30.1%	34.8%	41.0%	52.3%	16.7%	24.9%	35.9%	34.9%	40.8%	29.6%	36.5%

자료: 인크로스, 키움증권 리서치센터

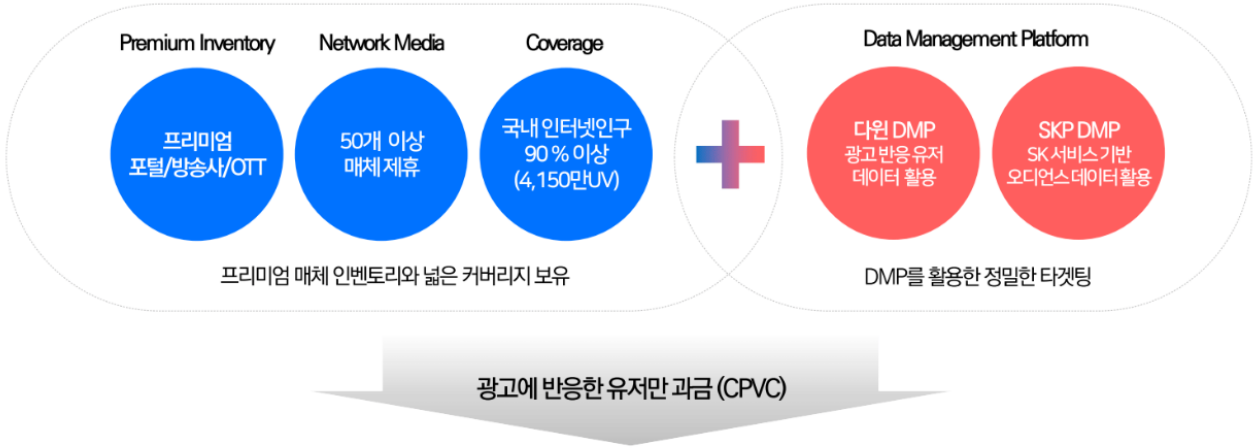
계속되는 티달의 커머스 고도화



자료: 인크로스, 키움증권 리서치센터

인크로스 동영상 광고 플랫폼, 다윈(dawin)

프리미엄 매체 인벤토리를 보유하고 있을 뿐만 아니라
DMP를 활용한 고객 맞춤형 타겟팅으로 타겟 도달을 높일 수 있습니다.



효율적인 과금 체계를 기반으로 저비용 고효율의 광고 진행 가능

자료: 인크로스, 키움증권 리서치센터

OTT 광고 시장 개화 시 시장 성장을 기대할 수 있는 다윈 웨이브

다윈 웨이브

국내 OTT "wave"를 단독 타겟팅하여 프리미엄 콘텐츠 시청자에게 광고 노출

	5 10 15
	SKP 활성화
특징	'웨이브' 지면 내 LIVE 채널 재생 시 프리롤로 노출 (15초 후 SKIP)
과금 방식	CPP (Cost Per Period) : 월 기간 보장형 (매 월 1일-말일)
공시 단가	1구좌 / 5,000,000원
디바이스	PC, Mobile, Smart TV
타겟팅	웨이브 Only 노출
소재 길이	15 ~ 30 초
비고	노출 기간 협의 불가, 기간 외 모든 수치 보장되지 않음

* 해당 상품은 디바이스 비중 설정 및 추가 타겟팅이 불가능합니다.

노출 디바이스 : 3 screen (스마트TV + PC + Mobile)

국내 OTT wave 광고 노출!



자료: 인크로스, 키움증권 리서치센터

인크로스 실적 Review

(십억원)	3Q22P	3Q21	(YoY)	2Q22	(QoQ)	컨센서스	(차이)
매출액	13.9	13.1	6.6%	12.6	10.9%	14.1	-1.1%
영업이익	6.0	6.1	-0.5%	4.8	24.9%	5.5	9.8%
순이익	5.0	5.4	-6.8%	3.1	59.4%	4.9	2.1%

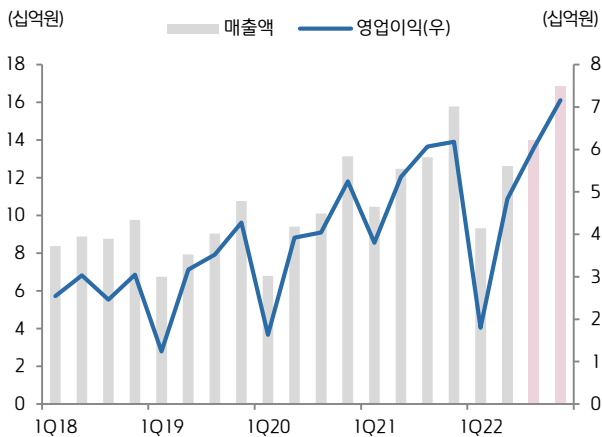
자료: 인크로스, FnGuide 키움증권 리서치센터

인크로스 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전			변경 후			차이		
	2022F	2023F	2024F	2022F	2023F	2024F	2022F	2023F	2024F
매출액	50.7	58.2	67.0	52.7	63.0	74.1	3.8%	8.2%	10.5%
영업이익	17.3	23.6	29.4	19.8	28.5	37.1	14.9%	20.7%	26.1%
순이익	14.2	18.8	23.4	15.6	23.0	29.7	10.0%	22.1%	27.2%
(YoY)									
매출액	-2.0%	14.8%	15.1%	1.7%	19.5%	17.6%			
영업이익	-19.4%	36.8%	24.7%	-7.3%	43.7%	30.3%			
순이익	-32.9%	32.8%	24.2%	-26.3%	47.5%	29.4%			

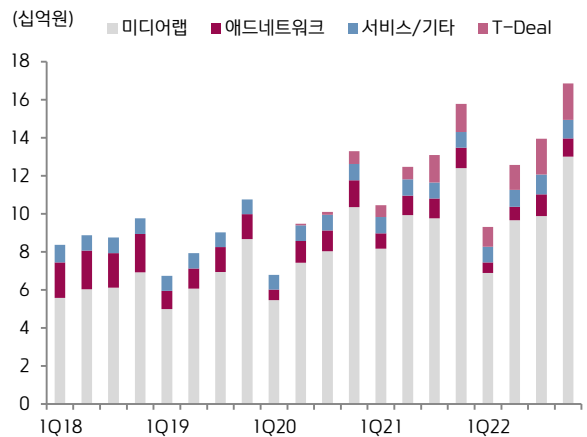
자료: 키움증권 리서치센터

인크로스 매출액 및 영업이익 전망 (K-IFRS 연결기준)



자료: 인크로스, 키움증권 리서치센터

인크로스 부문별 매출액 추이 (K-IFRS 연결기준)



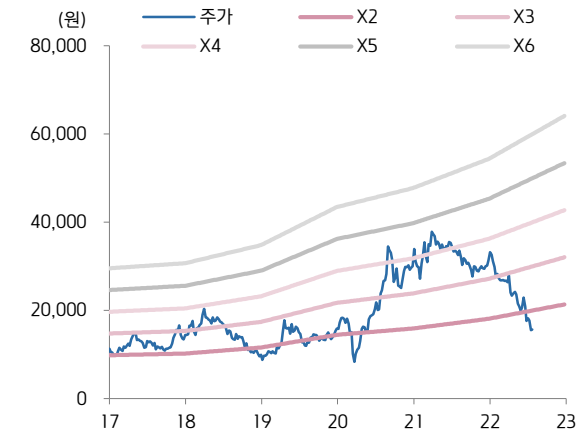
자료: 인크로스, 키움증권 리서치센터

12M Forward PER Band



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

12M Forward PBR Band



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	39.4	51.8	52.7	63.0	74.1
매출원가	18.5	23.3	24.4	25.0	26.3
매출총이익	20.9	28.5	28.3	38.0	47.8
판매비	6.1	7.1	8.5	9.5	10.7
영업이익	14.8	21.4	19.8	28.4	37.1
EBITDA	16.2	22.6	21.0	29.8	38.6
영업외손익	-0.1	5.7	0.2	0.9	0.8
이자수익	0.4	0.4	0.2	0.2	0.2
이자비용	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
외환관련이익	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
외환관련손실	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
종속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
기타	-0.4	5.5	0.1	0.8	0.7
법인세차감전이익	14.8	27.1	20.0	29.3	37.9
법인세비용	2.5	5.9	4.4	6.4	8.3
계속사업순이익	12.3	21.1	15.5	22.9	29.7
당기순이익	12.3	21.1	15.5	22.9	29.7
지배주주순이익	12.3	21.1	15.5	22.9	29.7
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	14.3	31.5	1.7	19.5	17.6
영업이익 증감율	21.2	44.6	-7.5	43.4	30.6
EBITDA 증감율	22.1	39.5	-7.1	41.9	29.5
지배주주순이익 증감율	32.1	71.5	-26.5	47.7	29.7
EPS 증감율	32.0	71.6	-26.5	47.7	29.4
매출총이익율(%)	53.0	55.0	53.7	60.3	64.5
영업이익율(%)	37.6	41.3	37.6	45.1	50.1
EBITDA Margin(%)	41.1	43.6	39.8	47.3	52.1
지배주주순이익율(%)	31.2	40.7	29.4	36.3	40.1

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	24.6	10.2	15.3	0.3	5.3
당기순이익	12.3	21.1	15.5	22.9	29.7
비현금항목의 가감	5.2	4.4	2.2	4.4	6.4
유형자산감가상각비	1.0	1.2	1.1	1.3	1.4
무형자산감가상각비	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1
지분법평가손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	3.9	3.1	1.0	3.0	4.9
영업활동자산부채증감	9.3	-13.3	0.8	-21.8	-23.6
매출채권및기타채권의감소	-11.0	-38.5	-1.2	-28.8	-31.0
재고자산의감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무및기타채무의증가	19.1	31.4	6.2	7.4	7.8
기타	1.2	-6.2	-4.2	-0.4	-0.4
기타현금흐름	-2.2	-2.0	-3.2	-5.2	-7.2
투자활동 현금흐름	-2.3	-8.2	9.2	2.2	1.7
유형자산의 취득	-1.1	-0.3	-1.4	-1.5	-2.0
유형자산의 처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-0.2	0.1	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	0.1	-7.4	6.8	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	-0.7	-5.1	-0.8	-0.8	-0.8
기타	-0.4	4.5	4.6	4.5	4.5
재무활동 현금흐름	-4.3	-4.1	-2.9	-8.8	-8.8
차입금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	2.4	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-3.7	-4.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	-5.2	-8.7	-8.7
기타	-0.6	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
기타현금흐름	0.0	0.0	-3.3	-2.3	-2.3
현금 및 현금성자산의 순증가	18.1	-2.1	18.3	-8.6	-4.1
기초현금 및 현금성자산	8.5	26.5	24.5	42.7	34.1
기말현금 및 현금성자산	26.5	24.5	42.7	34.1	30.0

자료 : 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	165.7	210.8	231.4	252.8	281.0
현금 및 현금성자산	26.5	24.5	42.7	34.1	30.0
단기금융자산	21.0	26.1	26.9	27.7	28.5
매출채권 및 기타채권	108.2	146.3	147.5	176.4	207.3
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	10.0	13.9	14.3	14.6	15.2
비유동자산	13.6	19.6	14.0	14.1	14.6
투자자산	4.8	12.2	5.4	5.4	5.4
유형자산	2.4	2.3	2.6	2.8	3.4
무형자산	1.7	1.5	1.5	1.4	1.4
기타비유동자산	4.7	3.6	4.5	4.5	4.4
자산총계	179.3	230.4	245.4	267.0	295.7
유동부채	101.1	133.2	139.1	146.5	154.3
매입채무 및 기타채무	94.8	127.8	134.0	141.4	149.2
단기금융부채	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9
기타유동부채	5.5	4.5	4.2	4.2	4.2
비유동부채	3.7	4.1	4.1	4.1	4.1
장기금융부채	2.7	2.0	2.0	2.0	2.0
기타비유동부채	1.0	2.1	2.1	2.1	2.1
부채총계	104.8	137.4	143.2	150.6	158.4
지배자본	74.5	93.0	102.2	116.3	137.2
자본금	4.0	4.0	6.4	6.4	6.4
자본잉여금	40.6	40.4	40.4	40.4	40.4
기타자본	-16.7	-19.2	-19.2	-19.2	-19.2
기타포괄손익누계액	-1.2	-0.7	-0.8	-0.8	-0.9
이익잉여금	47.8	68.4	75.2	89.4	110.4
비지배자본	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	74.5	93.0	102.2	116.3	137.2

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	958	1,644	1,208	1,785	2,310
BPS	5,803	7,242	7,955	9,057	10,685
CFPS	1,360	1,986	1,382	2,124	2,806
DPS	0	722	722	722	722
주가배수(배)					
PER	35.4	20.2	12.9	8.7	6.8
PER(최고)	38.5	24.3	27.8		
PER(최저)	7.4	16.2	9.4		
PBR	5.85	4.59	1.96	1.72	1.46
PBR(최고)	6.36	5.51	4.22		
PBR(최저)	1.22	3.68	1.42		
PSR	11.05	8.24	3.80	3.18	2.71
PCFR	24.9	16.7	11.3	7.3	5.6
EV/EBITDA	24.2	16.7	6.4	4.7	3.8
주요비율(%)					
배당성향(% ,보통주,현금)	0.0	24.7	56.1	38.0	29.3
배당수익률(% ,보통주,현금)	0.0	1.4	4.6	4.6	4.6
ROA	7.6	10.3	6.5	8.9	10.5
ROE	17.5	25.2	15.9	21.0	23.4
ROIC	42.0	57.3	46.7	52.5	44.3
매출채권회전율	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
재고자산회전율					
부채비율	140.6	147.7	140.2	129.5	115.4
순차입금비율	-59.1	-51.3	-65.4	-50.7	-40.6
이자보상배율	109.0	162.7	150.3	216.2	281.8
총차입금	3.5	2.8	2.8	2.8	2.8
순차입금	-44.0	-47.7	-66.8	-59.0	-55.7
NOPLAT	16.2	22.6	21.0	29.8	38.6
FCF	21.5	5.0	15.9	0.3	4.9

Compliance Notice

- 당사는 11월 2일 현재 '인크로스(216050)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

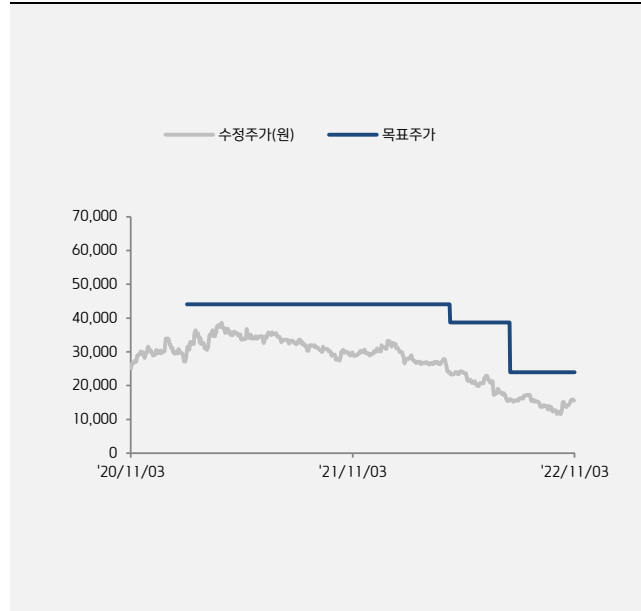
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분 과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하 여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
인크로스	2021-02-03	BUY(Initiate)	44,100원	6개월	-24.86	-17.53
(216050)	2021-03-03	BUY(Maintain)	44,100원	6개월	-22.18	-12.40
	2021-04-09	BUY(Maintain)	44,100원	6개월	-21.59	-12.40
	2021-05-12	BUY(Maintain)	44,100원	6개월	-21.59	-12.40
	2021-05-31	BUY(Maintain)	44,100원	6개월	-21.55	-12.40
	2021-07-09	BUY(Maintain)	44,100원	6개월	-22.01	-12.40
	2021-08-24	BUY(Maintain)	44,100원	6개월	-31.23	-27.36
	2021-10-12	BUY(Maintain)	44,100원	6개월	-32.08	-27.36
	2021-11-23	BUY(Maintain)	44,100원	6개월	-31.40	-24.65
	2022-01-10	BUY(Maintain)	44,100원	6개월	-31.71	-24.65
	2022-02-07	BUY(Maintain)	44,100원	6개월	-32.32	-24.65
	2022-04-12	BUY(Maintain)	38,700원	6개월	-39.06	-37.42
	2022-05-11	BUY(Maintain)	38,700원	6개월	-46.26	-37.42
	2022-07-20	BUY(Maintain)	24,000원	6개월	-38.49	-27.92
	2022-10-17	BUY(Maintain)	24,000원	6개월	-38.45	-27.92
	2022-11-03	BUY(Maintain)	24,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2021/10/01~2022/09/30)

매수	중립	매도
98.19%	1.81%	0.00%