



# BUY(Maintain)

목표주가: 24,000원  
주가(12/13): 15,200원

시가총액: 1,952억원



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

## Stock Data

KOSDAQ (12/13)		715.16pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	33,229원	11,550원
등락률	-54.3%	31.6%
수익률	절대	상대
1M	0.7%	2.9%
6M	-31.5%	-20.7%
1Y	-50.6%	-30.8%

## Company Data

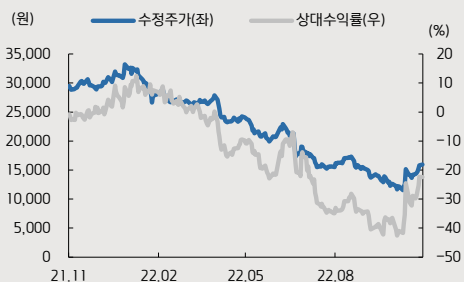
발행주식수	12,843 천주
일평균 거래량(3M)	126천주
외국인 지분율	9.4%
배당수익률(22E)	4.6%
BPS(22E)	7,940원
주요 주주	에스케이스퀘어 외 4 인 36.9%

## 투자지표

(십억원, IFRS)	2020	2021	2022F	2023F
매출액	39.4	51.8	52.7	63.0
영업이익	14.8	21.4	19.4	27.9
EBITDA	16.2	22.6	20.6	29.2
세전이익	14.8	27.1	19.6	28.7
순이익	12.3	21.1	15.3	22.5
지배주주지분순이익	12.3	21.1	15.3	22.5
EPS(원)	958	1,644	1,195	1,751
증감률(% YoY)	32.0	71.6	-27.3	46.5
PER(배)	35.4	20.2	13.2	9.0
PBR(배)	5.85	4.59	1.89	1.63
EV/EBITDA(배)	24.2	16.7	6.3	4.6
영업이익률(%)	37.6	41.3	36.8	44.3
ROE(%)	17.5	25.2	15.4	19.5
순차입금비율(%)	-59.1	-51.3	-66.9	-53.6

자료: 키움증권

## Price Trend



# 인크로스 (216050)

## 비즈니스 다변화와 고도화 동시 발생



2023년 광고산업은 매크로 불안에 따른 리스크 요인도 존재한다. 다만 동사는 퍼포먼스 광고 강화로 미디어렐의 견조함을 이끌고 있어 내년 SA 부문을 통합한 종합 디지털 광고 솔루션 제공을 통해 성장성을 보일 것이다. TV 광고를 시작한 티딜은 노 마케팅에서 온 마케팅으로 변화한 효과가 나타날 것이고, OTT 광고 시장은 해를 거듭할수록 전통매체 광고 영역을 위협할 것이다.

### >>> 4Q22 영업이익 68억원(yoy +10.0%) 전망

4분기는 매출액 169억원(yoy +6.8%), 영업이익 68억원(yoy +10.0%, OPM 40.4%)을 예상한다. 코로나19에서 회복된 실적을 보였던 전년의 역기저 효과를 뛰어넘는 실적 성장을 보일 것이다. 미디어렐과 티딜의 취급고 증가 추세가 이어져 4분기 역대 최대 실적 달성을 뒷받침할 것이다. 매크로 불안에도 불구하고 퍼포먼스 광고 영역 확대가 주요한 미디어렐과 다양한 MD 확보 및 기획 전 등 타게팅 고도화가 접목된 티딜이 동시에 성장성을 보일 것으로 판단한다. 따라서 인건비 외 특별한 변동비 증가가 동반되지 않아 탑라인 성장은 수익성 개선으로 연결될 것이다.

### >>> 2023년 비즈니스 다변화 및 고도화의 원년

미디어렐은 지난 7월 애드테크 기업 솔루션을 인수하며 퍼포먼스 광고 사업 본격화를 추진하고 있다. 특히 기존 DA 영역에 SA 부문의 역량 강화를 이뤄내 DA+SA 통합 수주로 탑라인과 마진 동시 성장을 예상한다.

티딜은 12월부터 TV 광고를 통해 SKT 가입고객에 대한 마케팅을 시작했다. TV 광고는 티딜에 대한 명확한 브랜드 이미지와 해당 서비스에 대한 정보 전달 등을 통해 신규 취급고 유치에 긍정적인 요인을 제공할 것이다. 재구매 고객에 대한 비중이 높은 티딜의 특성상 신규 고객 유입은 큐레이션 커머스의 장점을 극대화 시킬 수 있는 가장 중요한 요인이다.

OTT 광고 영역은 TV와 모바일을 통합한 광고 플랫폼으로의 도약을 준비 중이다. 캡티브 OTT인 웨이브의 광고 요금제 도입 시기가 정해지지는 않았으나, 디지털 부문의 신규 광고 슬롯 발생으로 웨이브의 광고 도입도 결정적일 것으로 판단한다. 동사는 그룹 내 ICT 기업간 시너지 및 국내 최대 DMP 다윈 등의 활용을 통해 시장 확장에 따른 성장 수혜를 입을 것으로 예상된다.

### >>> 투자의견 BUY, 목표주가 24,000원 유지


2023년은 기존 미디어렐, 티딜의 사업 포트폴리오에 신규 SA, OTT 광고 등이 추가될 전망이다. 신규 사업 추진과 관련한 인건비 상승으로 2022년의 영업이익률의 소폭 하락이 발생했지만, 2023년은 매출 성장으로 이를 커버하여 매출액 630억원(yoy +19.5%), 영업이익 279억원(yoy +43.2%, OPM 44.3%)을 예상한다. 특히 티딜의 취급고 증가는 수익성 개선으로 나타나 성장성 탄력 유지의 핵심이 될 것이다. 이에 투자의견 BUY와 목표주가 24,000원은 유지한다.

인크로스 실적 추이 및 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	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%
미디어렙	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	5.8	6.8	23.3	24.3	25.0
(YoY)	43.2%	35.6%	15.0%	16.2%	6.7%	2.6%	3.5%	4.1%	25.8%	4.2%	3.1%
매출총이익	5.1	6.7	7.5	9.2	3.6	6.7	8.1	10.0	28.5	28.4	38.0
(YoY)	67.2%	30.2%	43.2%	23.1%	-29.8%	-0.6%	8.8%	8.6%	36.3%	-0.3%	33.6%
GPM	48.4%	53.9%	57.2%	58.5%	38.2%	53.1%	58.4%	59.5%	55.0%	53.9%	60.3%
판매비	1.3	1.4	1.4	3.0	1.8	1.8	2.1	3.2	7.1	8.9	10.0
(YoY)	-9.2%	9.7%	19.6%	35.7%	38.9%	35.1%	46.9%	5.8%	16.9%	25.6%	12.7%
영업이익	3.8	5.4	6.1	6.2	1.8	4.8	6.1	6.8	21.4	19.5	27.9
(YoY)	132.4%	36.7%	50.1%	17.7%	-52.7%	-9.7%	-0.0%	10.0%	44.2%	-8.9%	43.2%
OPM	36.3%	42.9%	46.4%	39.2%	19.3%	38.4%	43.5%	40.4%	41.3%	37.0%	44.3%
순이익	3.2	4.3	5.4	8.3	1.6	3.1	5.0	5.7	21.1	15.4	22.5
(YoY)	134.8%	39.3%	30.3%	121.4%	-50.7%	-27.7%	-6.5%	-31.4%	71.6%	-27.2%	46.4%
NPM	30.1%	34.8%	41.0%	52.3%	16.7%	24.9%	36.0%	33.6%	40.8%	29.2%	35.7%

자료: 인크로스, 키움증권 리서치센터

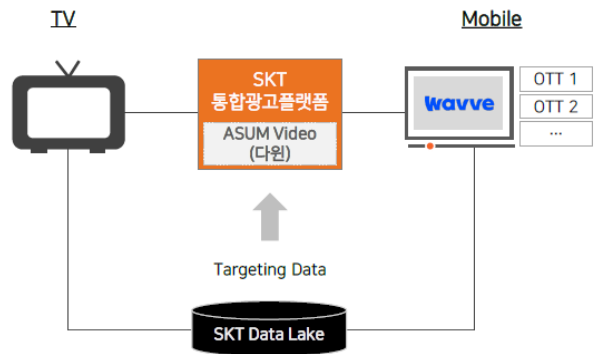
T deal 4분기 주요 계획



- T deal 브랜드 인지도 제고를 위한 매스 마케팅
- 정교한 맞춤상품 큐레이션을 위한 플랫폼 고도화
- 디지털/가전 안정적 공급망 확보 및 여행/뷰티/패션 MD 강화

자료: 인크로스, 키움증권 리서치센터

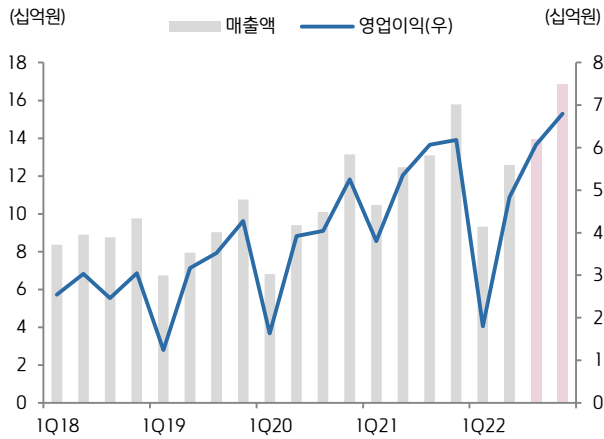
TV/모바일 통합 광고 플랫폼 계획



TV-OTT-모바일을 연결하는 세계 최초의 통합 동영상 광고 플랫폼

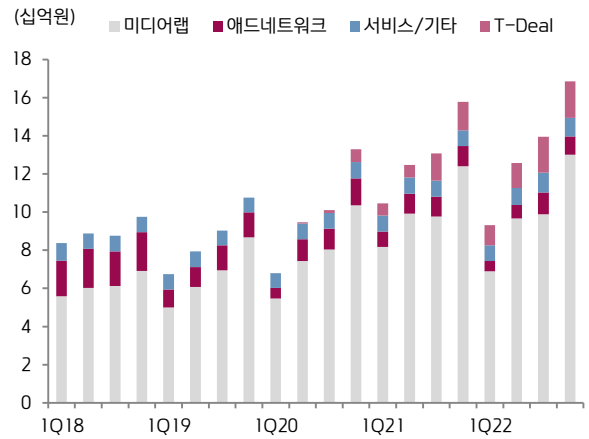
자료: 인크로스, 키움증권 리서치센터

인크로스 매출액 및 영업이익 전망(K-IFRS 연결기준)



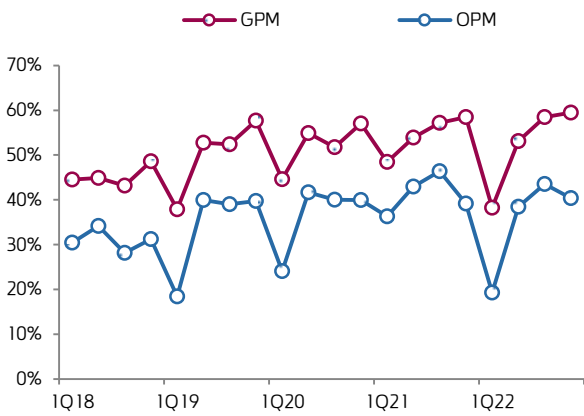
자료: 인크로스, 키움증권 리서치센터

인크로스 부문별 매출액 추이(K-IFRS 연결기준)



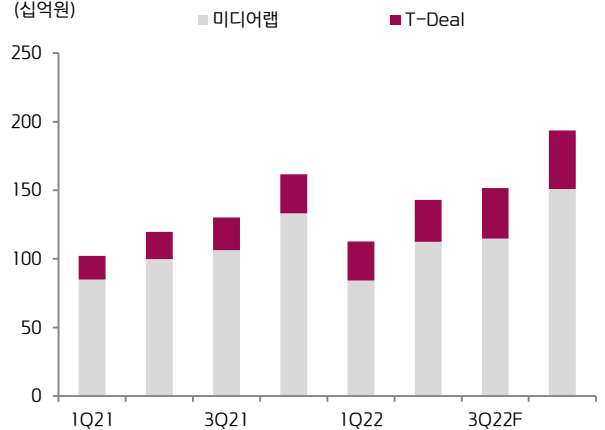
자료: 인크로스, 키움증권 리서치센터

인크로스 GPM 및 OPM 추이



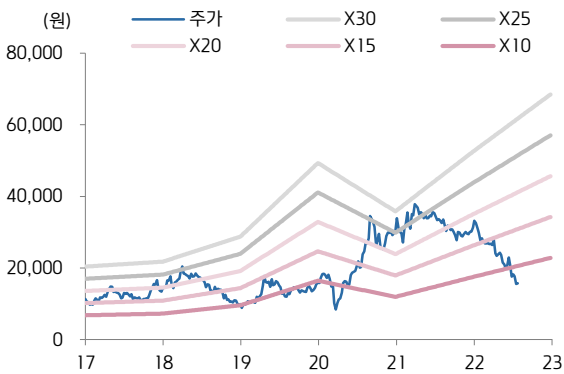
자료: 인크로스, 키움증권 리서치센터

인크로스 부문별 매출액 추이 (K-IFRS 연결기준)



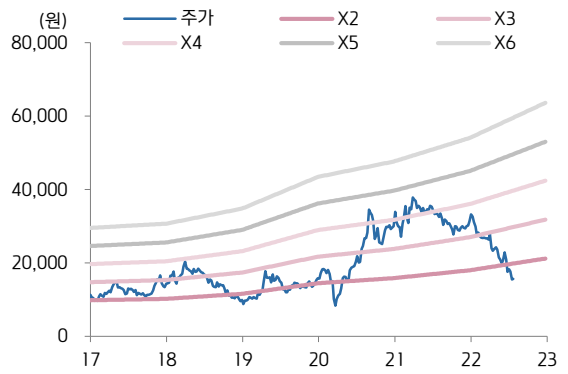
자료: 인크로스, 키움증권 리서치센터

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
<b>매출액</b>	39.4	51.8	52.7	63.0	74.1
매출원가	18.5	23.3	24.3	25.0	26.1
매출총이익	20.9	28.5	28.4	38.0	48.0
판매비	6.1	7.1	9.0	10.1	11.4
<b>영업이익</b>	14.8	21.4	19.4	27.9	36.6
<b>EBITDA</b>	16.2	22.6	20.6	29.2	38.1
영업외손익	-0.1	5.7	0.2	0.9	0.9
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	0.8
<b>법인세차감전이익</b>	14.8	27.1	19.6	28.7	37.5
법인세비용	2.5	5.9	4.3	6.3	8.2
계속사업순이익	12.3	21.1	15.3	22.5	29.3
<b>당기순이익</b>	12.3	21.1	15.3	22.5	29.3
<b>지배주주순이익</b>	12.3	21.1	15.3	22.5	29.3
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	14.3	31.5	1.7	19.5	17.6
영업이익 증감율	21.2	44.6	-9.3	43.8	31.2
EBITDA 증감율	22.1	39.5	-8.8	41.7	30.5
지배주주순이익 증감율	32.1	71.5	-27.5	47.1	30.2
EPS 증감율	32.0	71.6	-27.3	46.5	30.4
매출총이익율(%)	53.0	55.0	53.9	60.3	64.8
영업이익율(%)	37.6	41.3	36.8	44.3	49.4
EBITDA Margin(%)	41.1	43.6	39.1	46.3	51.4
지배주주순이익율(%)	31.2	40.7	29.0	35.7	39.5

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
<b>영업활동 현금흐름</b>	24.6	10.2	20.0	-1.9	3.3
당기순이익	12.3	21.1	15.3	22.5	29.3
비현금항목의 가감	5.2	4.4	2.1	4.2	6.3
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	0.9	2.8	4.8
영업활동자산부채증감	9.3	-13.3	5.6	-23.5	-25.3
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	0.6	-2.1	-2.1
기타현금흐름	-2.2	-2.0	-3.0	-5.1	-7.0
<b>투자활동 현금흐름</b>	-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
<b>재무활동 현금흐름</b>	-4.3	-4.1	-2.9	-4.0	-5.6
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	-3.9	-5.5
기타	-0.6	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
기타현금흐름	0.0	0.0	-3.3	-2.3	-2.3
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	18.1	-2.1	22.9	-5.9	-2.9
기초현금 및 현금성자산	8.5	26.5	24.5	47.4	41.5
기말현금 및 현금성자산	26.5	24.5	47.4	41.5	38.6

자료 : 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
<b>유동자산</b>	165.7	210.8	236.1	260.2	289.5
현금 및 현금성자산	26.5	24.5	47.4	41.5	38.5
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
<b>비유동자산</b>	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
<b>자산총계</b>	179.3	230.4	250.0	274.3	304.2
<b>유동부채</b>	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
<b>비유동부채</b>	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
<b>부채총계</b>	104.8	137.4	143.2	150.6	158.4
<b>자본지분</b>	74.5	93.0	106.8	123.7	145.8
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	79.9	96.8	118.9
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	74.5	93.0	106.8	123.7	145.8

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	958	1,644	1,195	1,751	2,284
BPS	5,803	7,242	8,318	9,633	11,349
CFPS	1,360	1,986	1,356	2,080	2,771
DPS	0	722	320	460	600
<b>주가배수(배)</b>					
PER	35.4	20.2	13.2	9.0	6.9
PER(최고)	38.5	24.3	28.1		
PER(최저)	7.4	16.2	9.5		
PBR	5.85	4.59	1.89	1.63	1.39
PBR(최고)	6.36	5.51	4.03		
PBR(최저)	1.22	3.68	1.36		
PSR	11.05	8.24	3.84	3.21	2.73
PCFR	24.9	16.7	11.6	7.6	5.7
EV/EBITDA	24.2	16.7	6.3	4.6	3.6
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(% ,보통주,현금)	0.0	24.7	25.1	24.7	24.7
배당수익률(% ,보통주,현금)	0.0	1.4	2.0	2.9	3.8
ROA	7.6	10.3	6.4	8.6	10.1
ROE	17.5	25.2	15.4	19.5	21.8
ROIC	42.0	57.3	46.1	51.4	43.8
매출채권회전율	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
재고자산회전율					
부채비율	140.6	147.7	134.1	121.7	108.7
순차입금비율	-59.1	-51.3	-66.9	-53.6	-44.0
이자보상배율	109.0	162.7	147.8	211.8	278.4
<b>총차입금</b>	3.5	2.8	2.8	2.8	2.8
순차입금	-44.0	-47.7	-71.4	-66.3	-64.2
NOPLAT	16.2	22.6	20.6	29.2	38.1
FCF	21.5	5.0	20.6	-1.9	2.8

Compliance Notice

- 당사는 12월 13일 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

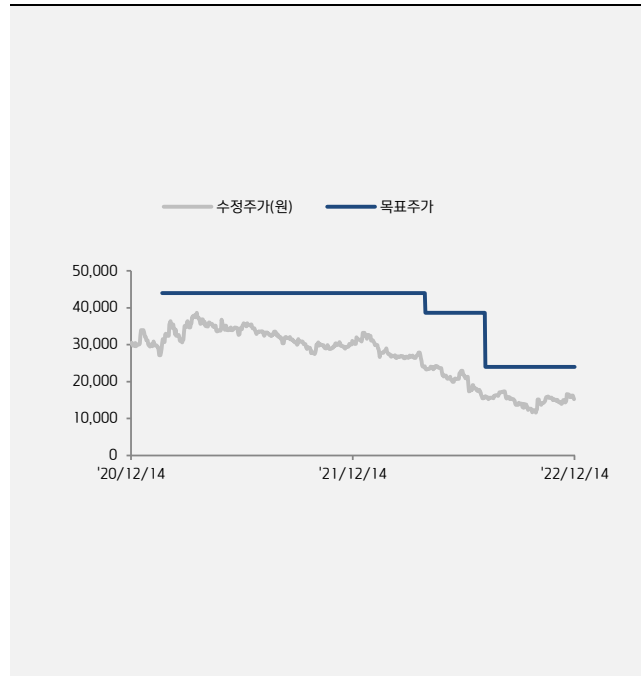
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분 과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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	-24.63	-17.28
(216050)	2021-03-03	BUY(Maintain)	44,100원	6개월	-21.95	-12.14
	2021-04-09	BUY(Maintain)	44,100원	6개월	-21.35	-12.14
	2021-05-12	BUY(Maintain)	44,100원	6개월	-21.36	-12.14
	2021-05-31	BUY(Maintain)	44,100원	6개월	-21.32	-12.14
	2021-07-09	BUY(Maintain)	44,100원	6개월	-21.78	-12.14
	2021-08-24	BUY(Maintain)	44,100원	6개월	-31.03	-27.14
	2021-10-12	BUY(Maintain)	44,100원	6개월	-31.88	-27.14
	2021-11-23	BUY(Maintain)	44,100원	6개월	-31.20	-24.43
	2022-01-10	BUY(Maintain)	44,100원	6개월	-31.51	-24.43
	2022-02-07	BUY(Maintain)	44,100원	6개월	-32.12	-24.43
	2022-04-12	BUY(Maintain)	38,700원	6개월	-38.88	-37.23
	2022-05-11	BUY(Maintain)	38,700원	6개월	-46.10	-37.23
	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	-38.34	-27.92
	2022-11-23	BUY(Maintain)	24,000원	6개월	-37.88	-27.92
	2022-12-14	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%