



# BUY(Maintain)

목표주가: 15,500원(하향)

주가(11/6): 10,450원

시가총액: 1,342억원



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

## Stock Data

KOSDAQ (11/6)		839.45pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	20,300 원	9,810원
등락률	-48.5%	6.5%
수익률	절대	상대
1M	-4.4%	-7.0%
6M	-26.4%	-25.9%
1Y	-31.7%	-43.0%

## Company Data

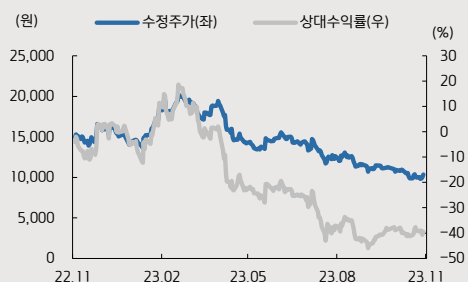
발행주식수	12,843 천주
일평균 거래량(3M)	67천주
외국인 지분율	5.1%
배당수익률(23E)	3.8%
BPS(23E)	9,100원
주요 주주	에스케이스퀘어 외 4 인 36.9%

## 투자지표

(십억원, IFRS)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	51.8	53.3	49.0	57.8
영업이익	21.4	19.6	15.3	20.1
EBITDA	22.6	21.0	17.0	22.1
세전이익	27.1	19.6	18.7	23.6
순이익	21.1	15.4	14.7	18.5
지배주주지분순이익	21.1	15.4	14.7	18.5
EPS(원)	1,644	1,200	1,143	1,439
증감률(% YoY)	71.6	-27.0	-4.7	25.9
PER(배)	20.2	12.7	9.0	7.2
PBR(배)	4.59	1.84	1.14	1.01
EV/EBITDA(배)	16.7	6.7	1.5	1.0
영업이익률(%)	41.3	36.8	31.2	34.8
ROE(%)	25.2	15.5	13.2	14.9
순차입금비율(%)	-51.3	-52.0	-91.2	-83.9

자료: 키움증권

## Price Trend



# 인크로스 (216050)

## 4분기부터 점진적 개선



3분기는 미디어렐과 티딜의 동반 약세로 시장 기대치에 부합하지 못했다. 4분기부터는 주요 광고주 이연 수요, 공공기관 및 지자체 마케팅, 티딜 사업 모델 도입 등을 통해 실적 개선을 꾀할 것으로 보인다. 4분기에도 기대하는 광고 성수기 효과를 충족시키기는 어렵겠지만, DA와 SA의 수직계열화 강점을 통해 최대한 실적 방어에 나설 것으로 보인다.

### >>> 3분기 영업이익 39억원 컨센 하회

3분기 매출액 114억원(yoy -18.2%), 영업이익 39억원(yoy -35.1%, OPM 34.5%)으로 컨센서스를 하회했다. 미디어렐 취급고 865억원(yoy -24.6%, qoq +6.3%), 티딜 취급고 535억원(yoy +44.7%, qoq -1.4%)을 기록했다. 경기불황에 따른 광고와 소비 심리 위축에 따른 티딜이 동반 부진했다. 매출액 부진이 나타나기는 했으나, 비용 통제에 따라 영업이익률은 개선되어 실적 감소에 따른 부정적 영향을 최소화하는데 만족했다.

### >>> 4분기부터 점진적 개선 전망

매크로 불안 및 기업경기 회복 지연으로 전체적인 광고주 약세가 나타나고 있다. 과거 광고 성수기보다는 탄력이 감소할 가능성이 높지만, 4분기에는 3분기에서 이연된 주요 광고주 캠페인과 공공기관 및 지자체 수요를 바탕으로 타라인 개선이 나타날 것으로 전망한다.

미디어렐이 부진했던 가운데 신규 사업 부문인 검색광고는 3분기 113억원(qoq +15.5%)의 취급고를 기록하며 시장에 안착하고 있다. 최근 DA보다는 SA와 소셜 미디어 중심의 디지털 광고 성장성이 관찰되고 있어 해당 분야의 성장은 당분간 지속될 것으로 보인다.

티딜은 핵심 카테고리인 식품의 강화와 지자체와 협업한 상품 소싱으로 취급고 개선에 나설 계획이다. 또한 럭셔리 아이템을 시작으로 사업 모델을 도입해 타라인과 마진의 동시 개선을 달성할 것으로 전망한다.

### >>> 불황에 대비한 퍼포먼스 광고 경쟁력은 여전하다

광고 산업 반등을 위해 매크로와 주요 광고주 산업 경기 회복이 선행되어야 하지만, 불황에 대응하기 위한 퍼포먼스 광고는 지속되어야 하는 마케팅 포인트이다. 단기적으로 DA와 SA의 동시 성장을 예단하기는 어렵지만, 광고 회복기의 DA와 SA 수직계열화 시너지는 충분할 것으로 판단한다.

또한, CTV, 디지털 옥외광고 사업 등 광고 신사업 추진과 티딜 사업 모델 도입 효과로 2024년에는 매출액 578억원(yoy +17.8%), 영업이익 201억원(yoy +31.5%)을 전망한다. 투자의견 BUY는 유지하고 12M FWD EPS에 Target P/E 11.5배를 적용하여 목표주가는 15,500원으로 하향한다.

인크로스 실적 추이 및 전망 (K-IFRS 연결)

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23F	2022	2023F	2024F
매출액	9.3	12.6	13.9	17.5	10.3	12.2	11.4	15.2	53.3	49.0	57.8
(YoY)	-10.9%	0.9%	6.6%	10.7%	10.2%	-3.1%	-18.2%	-13.2%	2.9%	-8.1%	17.8%
미디어렙	6.9	9.7	9.9	12.7	6.0	7.3	7.5	9.7	39.2	30.5	33.1
검색광고	0.0	0.0	0.1	0.2	0.7	1.1	1.4	1.8	0.3	5.0	6.6
애드네트워크	0.5	0.7	1.1	1.2	0.6	0.9	0.4	0.6	3.6	2.5	2.7
기타	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9	0.5	0.0	0.0	3.5	3.0	0.0
T-Deal	1.1	1.3	1.9	2.4	2.1	2.4	2.2	3.0	6.6	9.6	15.4
매출원가	5.8	5.9	5.8	7.4	6.0	6.3	4.9	6.7	24.9	23.9	27.2
(YoY)	6.7%	2.6%	3.5%	13.0%	4.4%	7.4%	-15.3%	-9.9%	6.7%	-3.7%	13.7%
매출총이익	3.6	6.7	8.1	10.1	4.3	5.8	6.5	8.5	28.4	25.1	30.5
(YoY)	-29.8%	-0.6%	8.8%	9.0%	19.5%	-12.4%	-20.3%	-15.6%	-0.2%	-11.8%	21.8%
GPM	38.2%	53.1%	58.4%	57.6%	41.4%	48.0%	56.9%	56.0%	53.4%	51.2%	52.9%
판관비	1.8	1.8	2.1	3.1	2.1	2.4	2.6	2.8	8.8	9.8	10.5
(YoY)	38.9%	35.1%	46.9%	0.9%	18.0%	31.1%	22.7%	-10.0%	23.5%	12.0%	6.7%
영업이익	1.8	4.8	6.1	7.0	2.2	3.4	3.9	5.7	19.7	15.3	20.1
(YoY)	-52.7%	-9.7%	-0.0%	12.9%	21.0%	-29.0%	-35.1%	-18.1%	-8.0%	-22.5%	31.5%
OPM	19.3%	38.4%	43.5%	40.0%	21.2%	28.2%	34.5%	37.7%	36.9%	31.1%	34.7%
순이익	1.6	3.1	5.0	5.7	2.2	3.7	3.8	5.0	15.5	14.7	18.5
(YoY)	-50.7%	-27.7%	-6.5%	-30.4%	41.9%	17.4%	-24.8%	-12.2%	-26.8%	-4.9%	25.6%
NPM	16.7%	24.9%	36.0%	32.9%	21.5%	30.2%	33.1%	33.3%	29.0%	30.0%	32.0%

자료: 인크로스, 키움증권 리서치센터

인크로스 실적 Preview

(십억원)	3Q23P	3Q22	(YoY)	2Q23	(QoQ)	컨센서스	(차이)
매출액	11.4	13.9	-18.2%	12.2	-6.4%	18.8	-39.4%
영업이익	3.9	6.1	-35.1%	3.4	14.7%	7.1	-44.5%
순이익	3.8	5.0	-24.8%	3.7	2.6%	5.9	-36.0%

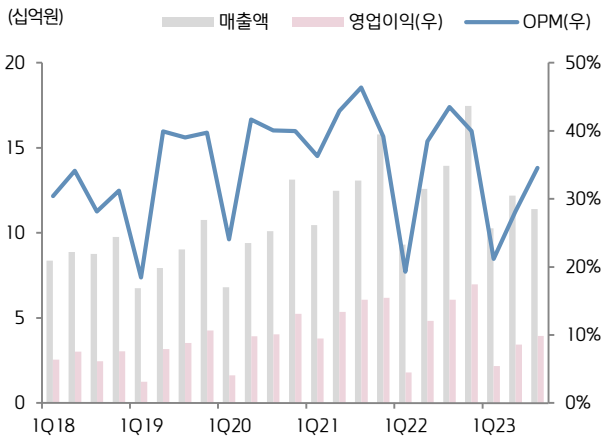
자료: 인크로스, 에프앤가이드, 키움증권 리서치센터

인크로스 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전			변경 후			차이		
	2023F	2024F	2025F	2023F	2024F	2025F	2023F	2024F	2025F
매출액	54.4	63.8	76.1	49.0	57.8	69.3	-9.9%	-9.4%	-8.9%
영업이익	17.2	22.9	31.6	15.3	20.1	28.4	-11.3%	-12.5%	-10.2%
순이익	16.7	21.4	28.4	14.7	18.5	25.2	-11.8%	-13.6%	-11.4%
(YoY)									
매출액	2.1%	17.2%	19.3%	-8.1%	17.8%	20.1%			
영업이익	-12.6%	33.4%	37.7%	-22.5%	31.5%	41.3%			
순이익	7.9%	28.3%	32.8%	-4.9%	25.6%	36.2%			

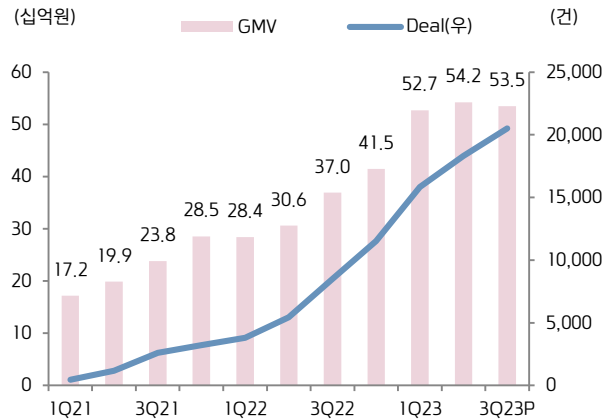
자료: 키움증권 리서치센터

인크로스 매출액 및 영업이익 전망(K-IFRS 연결)



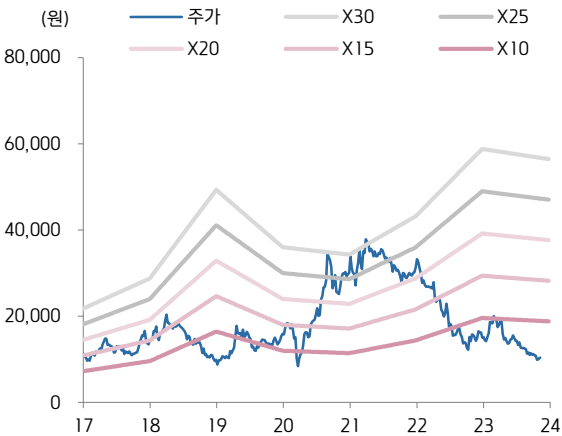
자료: 인크로스, 키움증권 리서치센터

티딜 주요 지표 추이



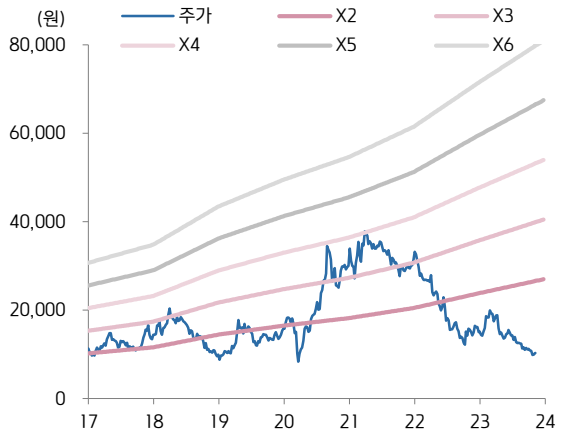
자료: 인크로스, 키움증권 리서치센터

12M Forward PER Band



자료: 에프앤가이드, 키움증권 리서치센터

12M Forward PBR Band



자료: 에프앤가이드, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>매출액</b>	51.8	53.3	49.0	57.8	69.3
매출원가	23.3	24.9	23.9	27.2	29.9
매출총이익	28.5	28.4	25.1	30.5	39.5
판매비	7.1	8.8	9.8	10.5	11.1
<b>영업이익</b>	21.4	19.6	15.3	20.1	28.4
<b>EBITDA</b>	22.6	21.0	17.0	22.1	30.5
영업외손익	5.7	0.0	3.5	3.5	3.8
이자수익	0.4	1.1	2.0	2.1	2.4
이자비용	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
외환관련이익	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
외환관련손실	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
종속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	5.5	-0.9	1.7	1.6	1.6
<b>법인세차감전이익</b>	27.1	19.6	18.7	23.6	32.2
법인세비용	5.9	4.2	4.1	5.1	7.0
계속사업손익	21.1	15.4	14.7	18.5	25.2
<b>당기순이익</b>	21.1	15.4	14.7	18.5	25.2
<b>지배주주순이익</b>	21.1	15.4	14.7	18.5	25.2
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	31.3	2.9	-8.1	18.0	19.9
영업이익 증감율	44.1	-8.4	-21.9	31.4	41.3
EBITDA 증감율	39.9	-7.1	-19.0	30.0	38.0
지배주주순이익 증감율	71.4	-27.0	-4.5	25.9	36.2
EPS 증감율	71.6	-27.0	-4.7	25.9	36.2
매출총이익율(%)	55.0	53.3	51.2	52.8	57.0
영업이익율(%)	41.3	36.8	31.2	34.8	41.0
EBITDA Margin(%)	43.6	39.4	34.7	38.2	44.0
지배주주순이익율(%)	40.7	28.9	30.0	32.0	36.4

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>영업활동 현금흐름</b>	10.2	11.4	60.8	13.1	23.0
당기순이익	21.1	15.4	14.7	18.5	25.2
비현금항목의 가감	4.4	8.3	5.4	6.7	8.4
유형자산감가상각비	1.2	1.2	1.5	1.8	1.9
무형자산감가상각비	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
지분법평가손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	3.1	7.0	3.7	4.7	6.3
영업활동자산부채증감	-13.3	-9.1	41.6	-10.3	-7.2
매출채권및기타채권의감소	-38.5	-4.7	38.8	-14.3	-11.6
재고자산의감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무및기타채무의증가	31.4	-6.0	3.1	4.4	4.8
기타	-6.2	1.6	-0.3	-0.4	-0.4
기타현금흐름	-2.0	-3.2	-0.9	-1.8	-3.4
<b>투자활동 현금흐름</b>	-8.2	-5.6	-10.6	-11.4	-12.2
유형자산의 취득	-0.3	-0.9	-2.0	-2.0	-2.0
유형자산의 처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	0.1	-0.4	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-7.4	5.5	-0.6	-0.6	-0.6
단기금융자산의감소(증가)	-5.1	-6.8	-4.9	-5.7	-6.5
기타	4.5	-3.0	-3.1	-3.1	-3.1
<b>재무활동 현금흐름</b>	-4.1	-6.0	-5.4	-5.4	-5.4
차입금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-4.0	-0.1	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	-5.2	-4.7	-4.7	-4.7
기타	-0.1	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7
기타현금흐름	0.0	0.0	1.8	1.7	1.9
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	-2.1	-0.2	46.6	-2.0	7.2
기초현금 및 현금성자산	26.5	24.5	24.3	70.9	69.0
기말현금 및 현금성자산	24.5	24.3	70.9	69.0	76.1

자료 : 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>유동자산</b>	210.8	221.2	234.3	252.8	278.5
현금 및 현금성자산	24.5	24.3	70.9	69.0	76.2
단기금융자산	26.1	32.9	37.8	43.5	50.0
매출채권 및 기타채권	146.3	151.5	112.7	127.1	138.7
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1
기타유동자산	13.9	12.5	12.9	13.2	13.5
<b>비유동자산</b>	19.6	15.7	16.7	17.3	17.8
투자자산	12.2	6.7	7.4	8.0	8.6
유형자산	2.3	2.9	3.4	3.6	3.6
무형자산	1.5	3.2	3.0	2.8	2.6
기타비유동자산	3.6	2.9	2.9	2.9	3.0
<b>자산총계</b>	230.4	236.9	250.9	270.1	296.3
<b>유동부채</b>	133.2	128.2	131.3	135.8	140.6
매입채무 및 기타채무	127.8	122.2	125.4	129.8	134.6
단기금융부채	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
기타유동부채	4.5	5.1	5.0	5.1	5.1
<b>비유동부채</b>	4.1	2.7	2.7	2.7	2.7
장기금융부채	2.0	1.2	1.2	1.2	1.2
기타비유동부채	2.1	1.5	1.5	1.5	1.5
<b>부채총계</b>	137.4	130.9	134.1	138.5	143.3
<b>지배자본</b>	93.0	106.0	116.9	131.6	153.0
자본금	4.0	6.4	6.4	6.4	6.4
자본잉여금	40.4	38.4	38.4	38.4	38.4
기타자본	-19.2	-17.7	-17.7	-17.7	-17.7
기타포괄손익누계액	-0.7	-0.7	0.2	1.2	2.1
이익잉여금	68.4	79.5	89.5	103.3	123.8
비지배자본	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	93.0	106.0	116.9	131.6	153.0

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	1,644	1,200	1,143	1,439	1,959
BPS	7,242	8,250	9,100	10,245	11,911
CFPS	1,986	1,843	1,561	1,960	2,613
DPS	722	389	389	389	389
<b>주당배수(배)</b>					
PER	20.2	12.7	9.0	7.2	5.3
PER(최고)	24.3	28.0	18.0		
PER(최저)	16.2	9.4	8.5		
PBR	4.59	1.84	1.14	1.01	0.87
PBR(최고)	5.51	4.07	2.26		
PBR(최저)	3.68	1.37	1.06		
PSR	8.24	3.66	2.71	2.30	1.92
PCFR	16.7	8.2	6.6	5.3	4.0
EV/EBITDA	16.7	6.7	1.5	1.0	0.3
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(% ,보통주,현금)	24.7	30.4	32.0	25.4	18.7
배당수익률(% ,보통주,현금)	1.4	2.6	3.8	3.8	3.8
ROA	10.3	6.6	6.0	7.1	8.9
ROE	25.2	15.5	13.2	14.9	17.7
ROIC	57.3	38.7	49.6	182.2	128.2
매출채권회전율	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5
재고자산회전율		2,517.4	1,205.9	1,361.8	1,373.4
부채비율	147.7	123.6	114.7	105.3	93.7
순차입금비율	-51.3	-52.0	-91.2	-83.9	-81.1
이자보상배율	162.7	188.6	146.6	192.8	272.4
<b>총차입금</b>	2.8	2.1	2.1	2.1	2.1
순차입금	-47.7	-55.1	-106.6	-110.4	-124.1
NOPLAT	22.6	21.0	17.0	22.1	30.5
FCF	5.0	6.3	53.2	5.4	15.1

Compliance Notice

- 당사는 11월 6일 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

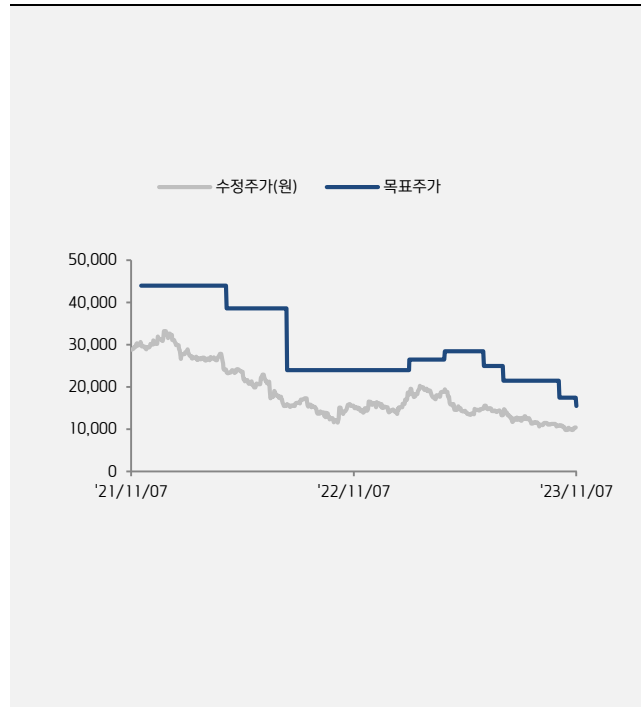
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분 과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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 (216050)	2021-11-23	Buy(Maintain)	43,970원	6개월	-29.90	-24.43
	2022-01-10	Buy(Maintain)	43,970원	6개월	-31.07	-24.43
	2022-02-07	Buy(Maintain)	43,970원	6개월	-34.84	-24.43
	2022-04-12	Buy(Maintain)	38,631원	6개월	-38.88	-37.23
	2022-05-11	Buy(Maintain)	38,631원	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	-37.83	-27.92
	2023-01-20	Buy(Maintain)	24,000원	6개월	-31.61	-22.25
	2023-02-06	Buy(Maintain)	26,500원	6개월	-29.50	-23.40
	2023-04-05	Buy(Maintain)	28,500원	6개월	-42.34	-31.75
	2023-04-28	Buy(Maintain)	28,500원	6개월	-49.91	-47.54
	2023-06-08	Buy(Maintain)	25,000원	6개월	-41.92	-37.76
	2023-07-10	Buy(Maintain)	21,500원	6개월	-44.15	-31.53
	2023-10-10	Buy(Maintain)	17,500원	6개월	-41.20	-37.43
	2023-11-07	Buy(Maintain)	15,500원	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 (2022/10/1~2023/9/30)

매수	중립	매도
96.99%	3.01%	0.00%