

KOSDAQ | 미디어와엔터테인먼트

인크로스 (216050)

새로운 성장 동력을 확보할 2025년

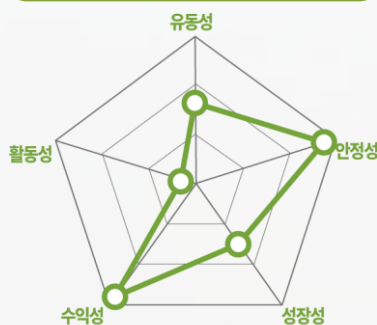
체크포인트

- 인크로스는 SK그룹의 광고 전문 기업으로 미디어렐 및 커머스몰 위탁 운영 사업을 영위 중
- 투자 포인트는 1) 광고 시장 내 밸류체인 확대, 2) 커머셜 사업 확장
- 2021년 이후 인크로스의 주가는 PER Band 7.0x ~ 35.0x, PBR Band 0.6x ~ 6.0x 범위 내에서 형성. 현재 동사의 주가는 2025년 추정 실적 기준, PER 5.7x, PBR 0.7x로 역사적 저점 수준에 위치함. 그러나 2024년 3분기부터 실적 회복세가 나타나고 있으며 오프라인 매체 확장과 커머셜 사업 본격화를 통해 확보한 새로운 성장 동력이 밸류에이션 리레이팅의 촉매 역할을 할 것으로 예상

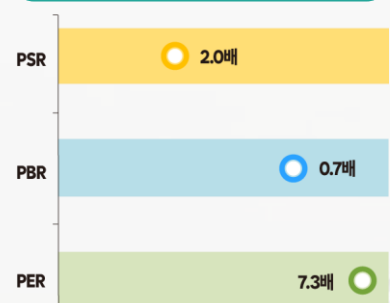
주가 및 주요이벤트



재무지표



밸류에이션 지표



광고 산업 내 밸류체인 확대 중인 인크로스

인크로스는 SK그룹의 디지털 광고 전문 기업으로, 광고 산업의 변화에 선제적으로 대응하며 미디어 어랩 외 밸류체인 확장을 지속 추진하고 있음. 2022년 자회사 마인드노크(지분율 100%)를 통해 검색 광고 시장에 성공적으로 진출했으며, 2024년에는 디스플레이 광고 제작으로 사업 영역을 확대할. 또한 신문-잡지 등 오프라인 매체 대행까지 사업을 확장하며, 광고 산업 전반에서 경쟁력을 한층 강화함

커머스랩 사업의 본격화

인크로스는 T Deal 운영을 통해 축적한 커머스 역량을 기반으로, 커머스몰을 위탁 운영하는 '커머스랩' 사업을 본격화할 계획. 2024년 11월, 인크로스는 현대자동차와 협력해 1,100만명의 블루멤버스 회원을 대상으로 한 전용 커머스 플랫폼 '현대샵'의 위탁 운영을 시작함. 이러한 회원 전용 폐쇄몰은 특정 고객들만 이용할 수 있어, 타겟 고객의 니즈에 맞춘 차별화된 서비스가 가능하며, 기존 서비스와 연계한 부가가치 창출도 용이하다는 장점이 있음. 이러한 폐쇄몰 운영의 강점을 살려, 동사의 커머스랩 사업은 금융, 항공, 교육 등 방대한 회원 데이터를 보유한 다양한 산업으로의 확장이 기대됨

2025년 실적 전망

인크로스의 2025년 실적은 매출액 538억원(+12.0%, yoy), 영업이익 161억원(+75.2%, yoy)으로 전망. 오프라인 매체 대행 사업의 취급고가 증가하고, 2024년 10월부터 시작된 커머스랩 사업이 2025년부터 온기로 모두 반영되며 매출을 견인할 것으로 예상. 이익 부문에서는 전년도 일회성 비용 제거 및 매출 증가 영향으로 영업이익률은 29.8%를 기록할 것으로 전망됨

Forecast earnings & Valuation

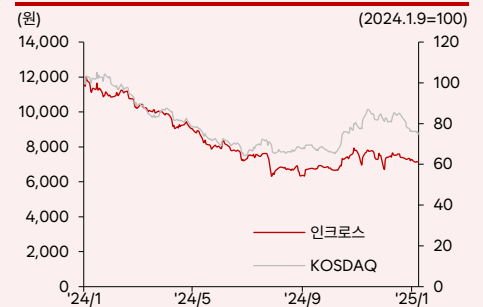
	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액(억원)	518	533	468	481	538
YoY(%)	31.3	2.9	-12.2	2.7	12.0
영업이익(억원)	214	196	126	92	161
OP 마진(%)	41.3	36.8	27.0	19.1	29.8
지배주주순이익(억원)	211	154	126	101	161
EPS(원)	1,644	1,200	984	786	1,253
YoY(%)	71.6	-27.0	-18.0	-20.1	59.3
PER(배)	20.2	12.7	10.9	9.4	5.7
PSR(배)	8.2	3.7	2.9	2.0	1.7
EV/EBITDA(배)	16.7	6.7	4.5	N/A	N/A
PBR(배)	4.6	1.8	1.2	0.8	0.7
ROE(%)	25.2	15.5	11.5	8.6	12.6
배당수익률(%)	1.4	2.6	3.0	3.1	4.9

자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

Company Data

현재주가 (1/16)	7,140원
52주 최고가	11,650원
52주 최저가	6,320원
KOSDAQ (1/16)	724.24p
자본금	64억원
시가총액	917억원
액면가	500원
발행주식수	13백만주
일평균 거래량 (60일)	4만주
일평균 거래액 (60일)	3억원
외국인지분율	2.56%
주요주주	에스케이스퀘어 외 2인 36.76%

Price & Relative Performance



Stock Data

주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-4.5	-5.7	-36.4
상대주가	-7.9	9.3	-25.0

참고

1) 표지 재무지표에서 안정성 지표는 '이자보상배율', 성장성 지표는 '영업이익 증가율', 수익성 지표는 '영업이익률', 활동성지표는 '총자산회전율', 유동성지표는 '당좌비율임. 2) 표지 밸류에이션 지표 차트는 해당 산업군내 동사의 상대적 밸류에이션 수준을 표시. 우측으로 갈수록 밸류에이션 매력도 높음.



기업 개요

연혁 및 지배구조

미디어랩에서 커머스까지
사업영역을 확장한
SK 그룹의 광고 전문 기업

인크로스는 2007년 설립된 디지털 광고 전문 기업으로 미디어랩 사업과 커머스 운영 대행 사업을 주력으로 영위하고 있다. 2009년 SK그룹 계열사였던 크로스엠인사이트의 미디어랩 사업부문을 인수하며 본격적으로 디지털 광고 미디어랩 사업에 진출하였으며, 디지털 광고 시장 확대와 함께 성장, 2016년 코스닥 시장에 상장하였다. 2019년 6월에는 SK텔레콤 계열사로 편입되었으며, 2020년 4월 SK텔레콤과 협업을 통해 AI 기반 큐레이션 커머스 플랫폼인 'T deal'을 출시하며 커머스 사업으로 비즈니스 영역을 확장하였다.

2024년 9월 기준, 인크로스의 최대주주는 SK스퀘어로, 인크로스 지분 36.06%를 보유하고 있으며, 이외 특수관계인(계열회사 임원 2명) 지분율 0.7%를 포함한 최대주주 및 특수관계인 지분율은 36.76%이다. 2016년 코스닥 시장 상장 이후, 동사의 최대주주는 3차례 변경되었다. 상장 당시, 최대주주는 스톤브릿지디지털애드 PEF였다. 2017년 12월 기준 2대 주주 NHN엔터테인먼트(현 NHN)가 스톤브릿지디지털애드 PEF의 지분 20.00%(630,852주)를 306억원에 인수하며 최대주주(지분 35.34%)가 되었다. 이후 2019년 6월, SK텔레콤이 NHN엔터테인먼트로부터 인크로스 지분 34.59%(2,786,455주)를 535억원에 인수하면서 최대주주(지분 34.59%)가 또 한번 변경되었고, 2021년 11월에는 SK텔레콤의 인적분할로 신설된 SK스퀘어가 SK텔레콤의 투자 부문을 이관받아 현재의 최대주주로 자리하게 되었다.

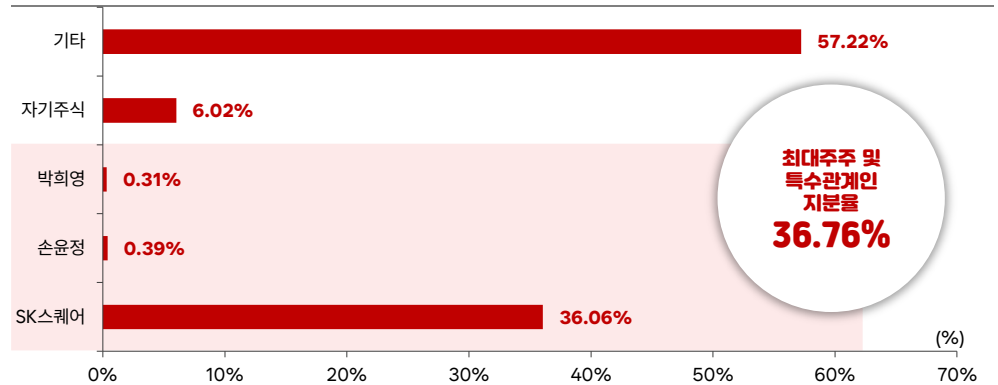
2024년 9월 기준, 인크로스는 검색 광고 대행사 '마인드노크(지분율 100%)'를 유일한 종속회사로 보유하고 있다. 마인드노크는 검색 광고 및 퍼포먼스 마케팅 분야에서 전문성을 발휘하며 광고주에게 맞춤형 솔루션을 제공하고 있으며, 2024년 상반기부터는 디스플레이 광고 제작까지 사업 영역을 확장, 4분기부터 신규 매출이 발생하였다. 한편, 기존 동사의 종속회사였던 애드테크 전문 기업 '솔루티온'은 2024년 3분기 중 '마인드노크'에 합병되었다.

인크로스 연혁

2007~2018 설립 및 미디어랩사업지 구축	2019~2023 SK그룹 편입 및 외형성장	2024~ 커머스를 확대 및 광고제작 사업 착수
2007 인크로스 설립 2009 인크로스엠인사이트(SK계열) 미디어랩 사업 영업양수 2013 국내 최초 동영상 애드 네트워크 플랫폼 다윈 출시 구글 공식 미디어랩사 선정 2014 다윈 모바일 광고 플랫폼(MadP) 인증 획득 2016 코스닥 시장 상장 2017 NHN엔터테인먼트로 최대주주 변경	2019 SK텔레콤으로 최대주주 변경 관계회사 '마인드노크' 지분 추가 취득, 자회사 편입 2020 T-deal 출시 2021 SK스퀘어로 최대주주 변경 2022 애드테크 스타트업 '솔루티온' 인수 자회사 '마인드노크, 검색광고시장 진출 2023 자회사 인프라커뮤니케이션즈 지분 매각 코스닥시장 공시우수법인 선정	2024 구글 프리미어 파트너 선정 자회사 마인드노크, 네이버 검색광고 파트너사 선정 몰로고 공식 파트너사 선정 티맵 기반 G2C 음성 안내 서비스 '들리GO' 출시 AI 기반 구독형 설문조사 서비스 '아이앤사베이' 출시 현대자동차그룹, 블루템페스트, 화원전용 현대상업 오픈

자료: 인크로스, 한국IR협의회 기업리서치센터

인크로스 주주 현황(3Q24 기준)



자료: 인크로스, 한국IR협회의 기업리서치센터

인크로스 최대주주 변경 내역

사유	시기	양도인(변경 전 최대주주)	양수인(변경 후 최대주주)	양수도 주식수(%)	양수도 대금(억원)
주식양수도 계약 체결	2017.12	스톤브릿지디지털 애드 PEF	NHN 엔터테인먼트	630,852 (20.00%)	306
주식양수도 계약 체결	2019.06	NHN 엔터테인먼트	SK 텔레콤	2,786,455 (34.59%)	535
SK 텔레콤 인적분할	2021.11	SK 텔레콤	SK 스퀘어	2,786,455 (34.59%)	이관

자료: 인크로스, 한국IR협회의 기업리서치센터

사업현황

인크로스의 매출액은
미디어랩 66.7%,
T Deal 15.0%,
검색광고 13.7%,
기타 4.6%로 구성

2024년 9월 누적 실적 기준, 인크로스의 매출액은 미디어랩 66.7%, T Deal 15.0% 검색광고 13.7%, 기타 4.6%로 구성되어 있다.

1. 미디어랩

미디어랩은 인크로스의 주력 사업 부문으로 광고주와 광고대행사를 대신해 매체 전략을 수립하고 광고를 집행하며, 매체의 광고 영업 및 운영업무를 대행하여 수수료를 수취하는 사업이다. 디지털 광고 부문의 주요 매체사는 구글, 네이버, 메타, 카카오 등으로 구성되어 있으며, 집행 광고 종류는 DA(배너 등 Display AD), 디지털 방송광고(IP TV) 등이 있다. 국내 미디어랩 시장은 동사를 비롯하여 나스미디어(KT 계열), 메조미디어(CJ 계열), DMC미디어(SBS 계열) 등이 과점하고 있는 시장이다. 미디어랩 부문에서는 광고 취급고가 아닌 수수료만을 매출액으로 인식(순액매출)하고 있으며 광고주 및 광고 대행사로부터 받을 금액 중 동사 수수료 부문을 제외한 금액을 대행미수금으로, 매체사에 지급해야 할 금액은 매입채무 및 대행미지급금으로 계상하고 있다.

2. T Deal

인크로스는 2020년 4월부터 SKT의 AI 기술 및 통신 인프라를 기반으로 커머스 플랫폼 'T Deal'을 운영하고 있다. T Deal은 SK텔레콤 고객을 대상으로 맞춤형 상품 추천 서비스를 제공하며, 고객 행동 데이터 분석을 통해 구매 가능성이 높은 상품을 LMS/MMS로 추천하고 URL을 통해 상품 정보 확인과 구매로 연계하는 구조이다. 이 과정에서 SK텔레콤의 식별 데이터를 활용해 고객 타겟팅 정확도를 높이며, 별도의 회원 가입 없이 편리한 구매 환경을 제공한다. 인크로스는 다양한 판매자와의 입점 계약을 통해 상품을 소싱하며, 상품 판매액(취급고) 대비 수취하는 수수료를 매출로 인

식(순액매출)하고 있다.

3. 검색광고

검색광고 부문은 동사가 2022년 4분기부터 종속회사 마인드노크(지분율 100%)를 통해 영위 중이다. 검색광고는 주요 플랫폼에서 제공하는 키워드 광고를 통해 잠재 고객의 구매 의도를 효과적으로 파악하고, 이를 바탕으로 맞춤형 광고를 노출한다. 검색광고 부문에서도 광고 취급가가 아닌 직접 수취하는 수수료 금액을 기준으로 매출액을 인식한다(순액매출). 미디어렐 부문과의 가장 큰 차이점은 검색광고 부문에서는 광고대행사를 거치지 않고 동사가 직접 광고주와 협업한다는 점이다. 이러한 직접적인 협업 관계를 기반으로 동사는 최근 사업영역을 디스플레이 광고 제작 부문까지 확장하고 있다.

미디어렐: 광고주/광고대행사와 매체사 사이에서 광고상품을 유통하고 운영하는 사업



자료: 인크로스, 한국IR협회의 기업리서치센터

T deal: 큐레이션 커머스



자료: 인크로스, 한국IR협회의 기업리서치센터

검색광고



자료: 인크로스, 한국IR협회의 기업리서치센터



산업 현황

1 국내 광고 시장 규모

**2025년 국내 총광고비는
전년 대비 2.7% 증가한
17.46조원 규모로 전망**

2025년 1월 9일 한국방송광고진흥공사(KOBACO)가 발표한 2024년 방송통신광고비 조사 결과에 따르면 국내 총광고비는 2023년 16조 5,410억원(+0.1%, yoy)을 기록했으며, 2024년에는 17조 6억원(+2.8%, yoy), 2025년에는 17조 4,569억원(+2.7%, yoy) 규모로 전망된다. 코로나-19 팬데믹 이후 2022년까지는 경제 회복과 함께 국내 광고 시장이 안정적인 성장세를 기록했으나, 2023년에는 러시아 - 우크라이나 전쟁, 미국의 고금리와 긴축 재정, 글로벌 경기 침체 우려 등 복합적인 요인으로 인해 성장이 둔화되었다. 2024년에는 국회의원 선거, 파리 올림픽, AFC 아시안컵 등 대형 이벤트가 광고 수요를 견인하며 시장이 회복세를 보였다. 더불어, 광고 산업 내부적으로는 AI 기술의 도입으로 광고 효율성이 향상되고, 숏폼 콘텐츠를 활용한 광고 전략의 활성화로 모바일 중심 성장세가 더욱 강화되었다. 이러한 디지털 환경 변화와 기술적 발전은 2025년에도 광고 시장의 주요 성장 동력으로 작용할 전망이다.

2023년 기준 매체별 국내 광고 시장은 온라인 56.6%, 방송 20.5%, 신문·잡지 12.2%, 옥외 7.4%, 기타 3.3%로 구성되어 있다.

온라인 광고 시장은 2023년 9.36조원(+76%, yoy)에서 2024년 10.13조원(+8.2%, yoy), 2025년 10.65조원(+5.1%, yoy)으로 안정적인 성장이 전망되며, 전체 광고 시장 내 온라인 광고의 점유율은 61.0%까지 확대될 것으로 예상된다. 온라인 광고는 PC와 모바일 매체에서 집행되며 디스플레이 광고(DA)와 검색광고(SA)로 구분된다. 먼저 온라인 광고 내 매체별 점유율을 살펴보면 2023년 기준 PC와 모바일이 각각 22.2%, 77.8%를 차지하고 있다. 모바일 중심의 디지털 환경과 스마트폰 사용 증가 및 모바일에 최적화된 숏폼 콘텐츠 활성화 등의 영향으로 모바일 선호도는 더욱 높아질 것으로 예상된다. 온라인 광고 유형별 비중은 2023년 기준 디스플레이 광고 47.6%, 검색광고 52.4%를 기록하고 있다. '디스플레이 광고(DA)'는 웹페이지에 배너, 동영상 등의 형태로 노출되는 광고를, '검색광고(SA)'는 포털사이트의 검색서비스에서 사용자의 키워드 검색 시 노출되는 웹사이트, 쇼핑 광고를 의미한다. 코로나-19 팬데믹 기간 동안 비대면 소비 환경이 확산되면서 브랜드 노출을 위한 디스플레이 광고가 급성장하였고, 온라인 광고 내 디스플레이 광고 점유율은 2018년 49.1%에서 2021년 55.7%까지 상승했다. 하지만 이후 제3자 쿠키(Third Party Cookie, 사용자가 방문한 웹사이트 외 제3자가 맞춤형 광고를 위해 생성하는 데이터) 제한으로 개인 맞춤형 디스플레이 광고의 효율성이 저하되었고, 경기 침체 속에서 광고주들은 보다 높은 효율성을 제공하는 광고 집행 방식을 추구하기 시작했다. 이에 따라 소비자들의 구매 의도가 명확히 반영되고 타겟팅 효과가 상대적으로 우수한 검색 광고가 광고주들 사이에서 더욱 주목받고 있다.

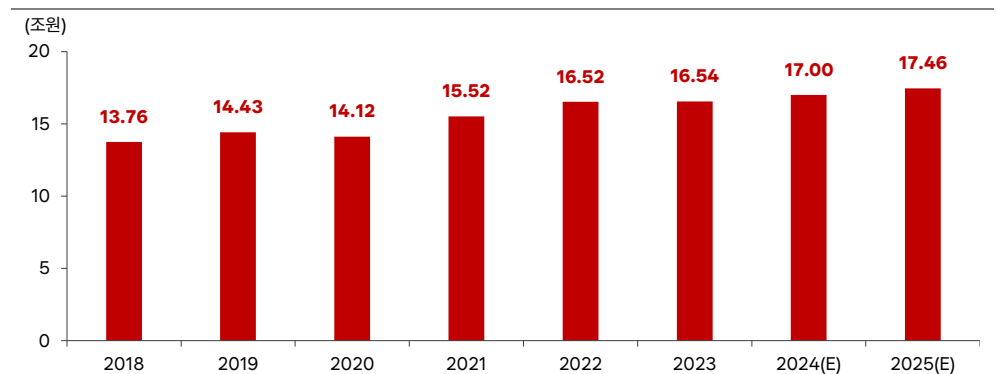
방송 광고 시장 규모는 2023년 3.39조원(-15.7%, yoy)에서 2024년 3.03조원(-10.8%, yoy), 2025년 2.96조(-2.1%, yoy)로 지속적인 감소가 전망된다. 방송 광고는 지상파TV, 지상파DMB, 라디오, PP, SO(유선방송), 위성방송, IPTV 매체에서 송출되는 프로그램 광고, 토막 광고, 중간 광고, 자막 광고, 간접 광고, 방송 협찬 등을 포함한다. 2024년에는 방송 전 매체에서 광고 집행이 부진했으며, 특히 위성방송 광고가 전년 대비 24.6% 감소하며 가장 큰 하락 폭을 기록하였다. 방송 광고 시장의 부진은 실시간 TV 시청보다 OTT를 통한 스트리밍 서비스에 익숙해진 시청자들의 미디어

소비 패턴 변화가 주요 원인으로 분석된다. OTT 중심의 시청 습관이 고착화됨에 따라 방송 매체력은 구조적인 하락세를 벗어나기 어려울 것으로 보이며, 이러한 변화는 광고주의 매체 전략에도 영향을 미쳐 광고 시장 내 방송 매체 선호도는 점차 낮아질 것으로 판단된다.

신문·잡지 광고 규모는 2023년 2.03조원(-4.8%, yoy)에서 2024년 2.04조원(+0.7%, yoy), 2025년 2.02조원(-0.7%, yoy)으로 현재 규모 수준을 유지할 것으로 전망된다. 코로나-19로 침체되었던 광고 시장이 전반적으로 회복되면서 신문·잡지 광고도 소폭 증가하였으나, 여전히 코로나-19 팬데믹 이전인 2019년 2.37조원 대비 약 85% 수준에 머무르고 있다. 광고 시장이 디지털 매체 중심으로 재편되었음에도 불구하고, 신문과 잡지의 광고 비즈니스는 디지털 전환에 어려움을 겪고 있다. 주요 매출원인 광고 수익의 감소는 매체 입지 축소를 가속화하고, 다시 광고 수익 감소로 이어지는 악순환을 초래하고 있다. 또한 신문·잡지의 매체는 광고 효율을 명확히 측정하기 어렵다는 한계도 있어, 디지털 매체 중심의 시장 환경에서 광고주들의 선호도는 점차 악화될 것으로 예상된다.

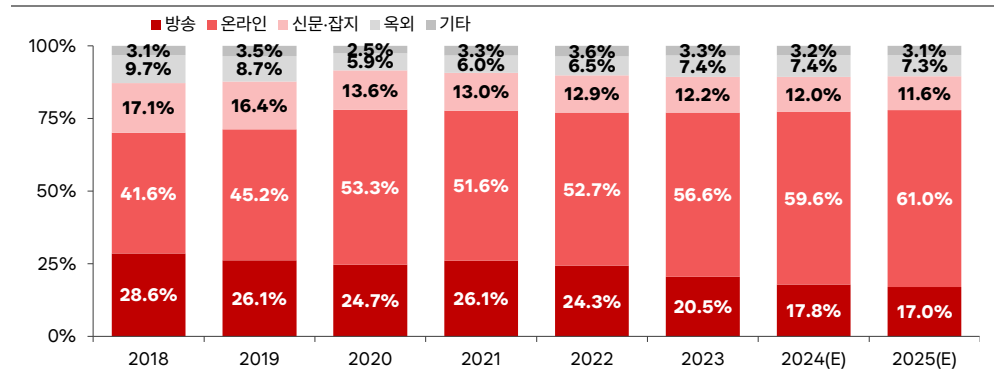
옥외 광고 규모는 2023년 1.22조원(+14.2%, yoy)를 기록했으며, 2024년에는 1.26조원(+3.1%, yoy), 2025년에는 1.28조원(+1.7%, yoy)으로 전망된다. 코로나-19 팬데믹 영향에서 벗어나며 급격한 성장을 기록한 2023년과는 달리, 향후 안정적인 성장 기조를 이어갈 것으로 예상된다. 옥외 광고는 지주간판, 건물 등에 설치된 '빌보드 광고', 도시철도 역사 및 버스택시 등에 부착된 '교통광고', 경기장·극장·쇼핑몰 등에 설치된 '엔터테인먼트 광고'로 구성되어 있다. 옥외 광고는 TV, 라디오, 신문, SNS 등의 타 매체와 달리 생활 동선 내에서 자연스럽게 노출되기 때문에 소비자의 회피가 불가능하다는 특징이 있다. 최근 옥외 광고는 3D아나몰픽(차시를 통해 입체감을 극대화하는 기법), 증강현실(AR) 등 디지털 기술의 접목으로 새로운 성장 동력을 확보하고 있다. 또한 2023년 말 행정안전부가 부산 해운대·서울 명동 관광특구·광화문광장 등 3개 지역을 2기 옥외광고물 자유표시구역으로 지정하면서, 2025년부터 본격적인 옥외광고가 등장할 예정이다. 이미 명동 신세계 백화점의 디지털 사이니지인 미디어 파사드가 운영되고 있다.

국내 총광고비 현황 및 전망



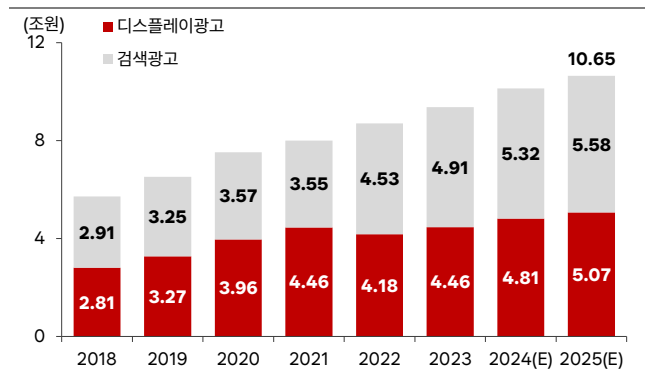
자료: KOBACO, 한국IR협회의 기업리서치센터

국내 광고 시장 내 매체별 점유율 변화 추이



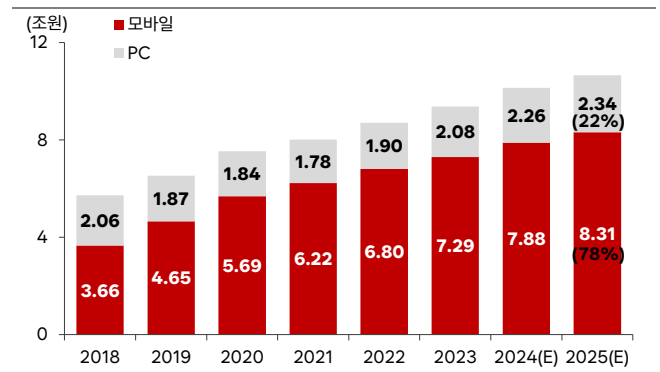
자료: KOBACO, 한국IR협회의 기업리서치센터

광고 유형별 온라인 광고 시장 현황 및 전망



자료: KOBACO, 한국IR협회의 기업리서치센터

광고 매체별 온라인 광고 시장 현황 및 전망



자료: KOBACO, 한국IR협회의 기업리서치센터

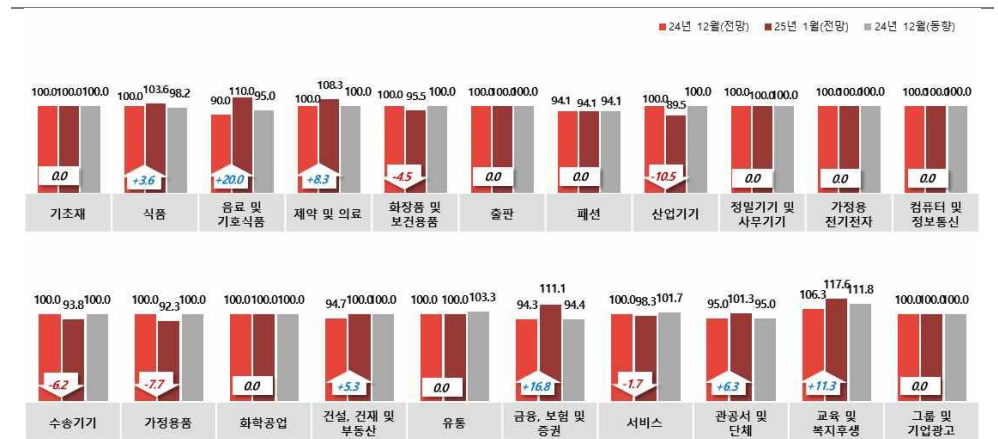
연초 효과로 100을 소폭 상회한 광고경기전망지수

**2025년 1월,
광고경기전망지수는
100.4를 기록**

한국방송광고진흥공사(Kobaco)는 매월 광고를 실제 집행한 당월 동향치와 익월의 전망치가 포함된 광고경기전망지수(KAI, Korea Advertising Index)를 매월 말 발표한다. 해당 지수는 매월 국내 570여개 광고주에게 6개 매체별, 21개 업종별 광고지출 증감여부를 조사하여 지수화한 자료로 100을 기준 값으로 한다. 지수가 100인 경우 광고비 증가 응답 업체수와 광고비 감소 응답업체수가 같음을 의미하며, 100 초과인 경우에는 전월 대비 광고 지출이 늘어날 것으로 응답한 사업체가 많고, 100 미만인 경우에는 광고 지출 감소로 응답한 사업체가 많다는 의미이다.

2025년 1월 전망보고서에 따르면 2024년 12월 동향지수는 99.7을 기록하며 3개월 연속 광고 집행이 감소하는 모습을 나타내었다. 1월 전망지수는 100.4로, 매체별 전망지수를 살펴보면 라디오(99.1)를 제외한 모든 매체에서 전월 대비 광고 지출이 소폭 증가할 것으로 예상했다. 업종별 2025년 1월 전망치(MoM 기준)로는 대학교 신입생 모집 광고 집행으로 '교육 및 복지후생'이 117.6으로 가장 높게 나타났으며 이외 금융, 보험 및 증권이 신년맞이 광고 진행 영향으로 111.1을 나타냈다. 이 외 다가오는 설 명절을 대비하여 음료 및 기호식품 110.0, 제약 및 의료 108.3, 식품 103.6 등의 업종에서 신규 홍보활동으로 광고비가 증가할 것으로 응답했다.

업종별 광고경기 동향 및 전망지수 추이



자료: KOBACO, 한국IR협의회 기업리서치센터



투자포인트

1 광고 시장 내 밸류체인 확대

디스플레이 광고 제작 및 오프라인 매체 대행까지 사업 영역 다변화

인크로스는 광고 산업의 변화에 선제적으로 대응하며, 디지털 매체 대행에서 오프라인 매체 대행까지 사업 영역을 확장하였다. 또한 검색광고와 광고 제작 등 신규 사업 진출을 통해 광고 시장 내 밸류체인도 확대하며 경쟁력을 강화하고 있다.

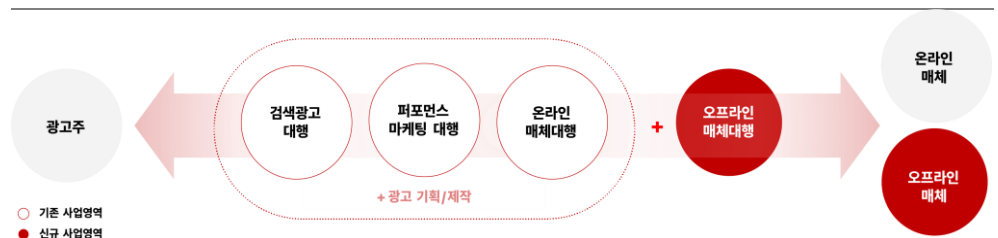
동사는 사업 초기부터 인터넷 발달과 매체의 다변화로 인해 매체 믹스 전략이 요구되는 디지털 광고 시장 환경에서 국내 대표 미디어렙 기업으로 성장해왔다. 동사의 미디어렙 취급고는 2012년 608억원에서 2015년 1,043억원으로 성장했으며, 이후 2020년 3,040억원, 2022년 역대 최대치인 4,420억원을 기록하며 견조한 성장을 보였다.

하지만 최근 제3자 쿠키(Third Party Cookie, 사용자가 방문한 웹사이트 외 제3자가 맞춤형 광고를 위해 생성하는 데이터) 제한으로 디스플레이 광고의 효율성이 저하되며 타겟팅 효과가 높은 검색 광고에 대한 광고주들의 선호도가 증가하였고, 이에 인크로스는 2022년 하반기, 자회사 마인드노크(지분율 100%)를 통해 검색 광고사업에 진출하였다. 동사의 검색광고 취급고는 2022년 12억원, 2023년 379억원을 기록했으며, 2024년에는 500억원 이상을 기록, 새로운 매출원으로 자리매김하였다.

동사는 2024년 4분기부터 자회사 마인드노크를 통해 광고 제작 부문으로 사업영역을 확장하며 광고사업 밸류체인을 강화하였다. 검색광고 사업을 통해 구축한 광고주와의 직접적인 협업 관계를 기반으로 온라인 디스플레이 광고 제작까지 사업 영역을 넓혀 광고 사업 전반의 경쟁력을 한층 강화했다.

이 외에도 동사는 2024년 하반기부터 기존 디지털 광고 영역에서 오프라인 광고 영역까지 사업영역을 확장 중이다. 신문과 잡지 등 오프라인 매체 대행까지 사업을 확대하면서 AOR(Agency of Record, 온라인/오프라인 매체를 단일 미디어 전문 대행사가 총괄하는 매체 집행 방식) 사업을 시작, 동 부문이 동사 2025년 광고 부문의 취급고 성장을 견인할 것으로 예상된다.

광고사업 밸류체인 확대



자료: 인크로스, 한국IR협회의 기업리서치센터

커머스랩 사업 확장

2025년부터

본격화되는 '커머스랩'

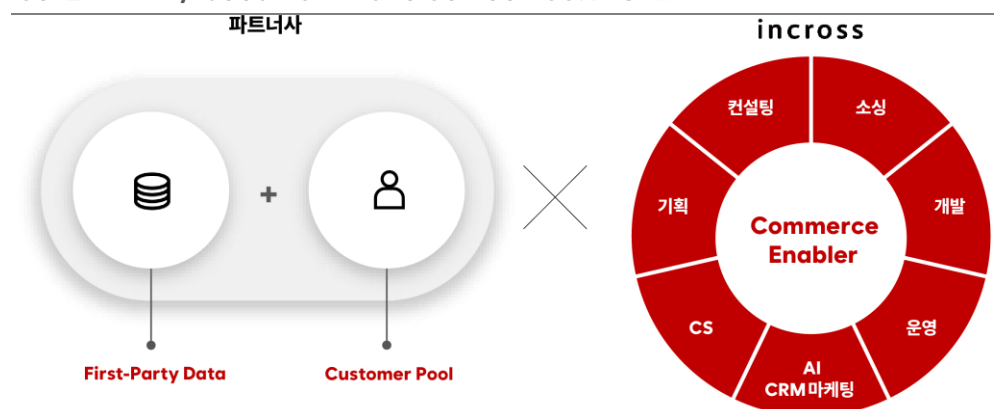
동사는 T deal을 운영하며 축적한 커머스 역량을 기반으로 커머스몰을 위탁 운영하는 '커머스랩(Commerce Representative)' 사업을 본격화하고 있다. T deal 부문은 2020년 178억원의 취급고로 시작해 2023년 기준 연간 2,105억원 규모까지 성장하며 동사의 커머스 위탁 운영 능력을 입증했다.

2024년 11월, 인크로스는 현대자동차와 협력해 '현대샵'의 위탁 운영을 시작하였다. 현대샵은 1,100만명의 블루멤버스 회원을 대상으로 한 전용 커머스 플랫폼으로, 자동차 애프터마켓 전용 상품 및 서비스를 제공한다. 주요 상품군으로는 자동차 액세서리, 세차용품, 차박을 위한 캠핑용품 등이 있으며, 맞춤형 상품 큐레이션을 통해 고객의 니즈를 충족하고, 구매 전환율과 고객 만족도를 향상시키고 있다.

폐쇄몰의 가장 큰 강점은 First Party 데이터를 활용한 고객 맞춤형 서비스 제공이다. 제3자 쿠키 제한 환경에서도 개인 맞춤형 커머스 운영이 가능하며, 이를 통해 구매 전환율과 광고 효율성을 극대화할 수 있다. 이러한 데이터 활용은 소비자의 특화된 요구를 충족시키는 동시에, 기존 서비스와 연계해 부가가치를 창출하는 데 중요한 역할을 한다. 특히, 대규모 고객군을 이미 보유한 기업들에게 폐쇄몰은 신규 수익 창출의 유효한 수단으로 작용할 수 있으며, 동사의 커머스랩(Commerce Representative) 사업은 금융, 항공, 교육, 건설 등 다양한 산업군으로 확장 가능성이 높다고 판단된다.

각 산업별 적용 가능 예시를 살펴보면, 금융권은 카드사 및 은행의 고객 데이터를 활용해 소비자 금융 활동에 맞춤형 상품과 서비스를 제공할 수 있다. 항공사는 회원을 대상으로 여행 관련 상품 및 서비스를 추천함으로써 시너지를 극대화할 수 있고, 교육 플랫폼은 학생과 학부모 데이터를 활용해 학습 도구, 교재, 교육 관련 용품을 제공하는 커머스 모델을 도입할 수 있으며, 건설 산업은 입주인 커뮤니티를 기반으로 한 폐쇄몰을 통해 생활 밀착형 서비스를 강화할 수 있을 것으로 기대된다.

커머스랩: First-Party 데이터와 고객 Pool 기반의 커머스 서비스 기획 및 운영전담



자료: 인크로스, 한국IR협회의 기업리서치센터



실적 추이 및 전망

2023년 및 2024년 실적

2024년 영업실적

매출액 481억원(+2.7%, yoy),

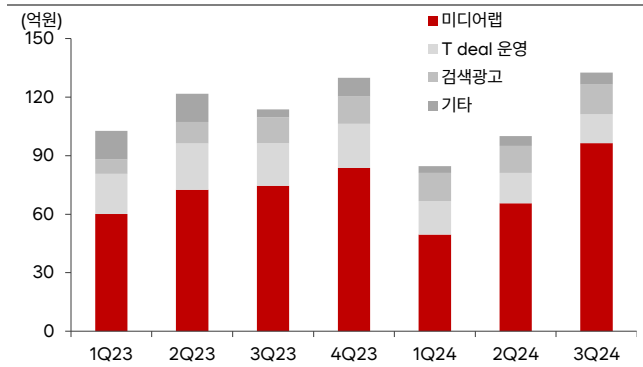
영업이익 92억원(-27.5%, yoy)

전망

인크로스의 2023년 영업실적은 매출액 468억원(-12.2%, yoy), 영업이익 126억원(-35.6%, yoy)을 기록했다. 미디어랩 부문 매출액은 291억원(-25.8%, yoy)을 기록했다. 광고 시장 불황으로 미디어랩 취급고가 전년 대비 22.6% 감소한 3,420억원, 취급고 대비 수수료율은 8.5%(-0.4%p, yoy)를 나타내었다. 반면 T deal 부문은 프리미엄 패션 브랜드 상품군 확보 및 기획전 확대 등을 통해 매출이 전년 대비 +34.3% 성장하였고, 2023년부터 본격화한 검색광고 사업은 고효율 마케팅에 대한 광고주 수요 증가로 46억원의 매출을 달성하며 전사 매출 감소폭을 일부 상쇄할 수 있었다.

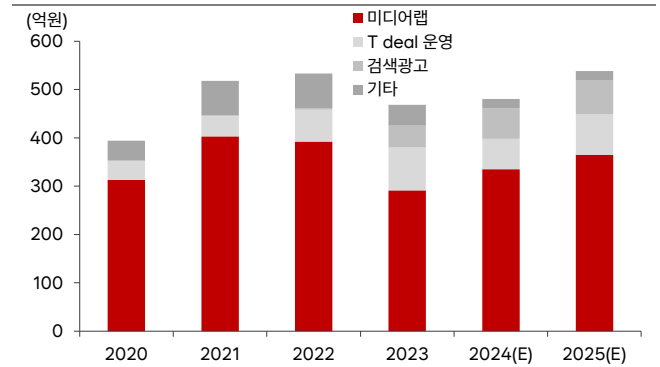
인크로스의 2024년 3분기 누적 실적은 매출액 317억원(-6.2%, yoy), 영업이익 67억원(-29.4%, yoy)을 기록했으며, 2024년 연간 실적은 매출액 481억원(+2.7%, yoy), 영업이익 92억원(-27.5%, yoy)을 전망한다. 부분별로 살펴보면 미디어랩 부문은 부진한 광고시장 영향으로 상반기 부진했으나 3분기부터 게임, 방송·통신, 식음료 등 업종에서 광고 집행이 확대되었고, 신규 사업인 오프라인 매체 대행이 본격화되며 매출액 335억원(+15.1%, yoy)을 기록할 것으로 전망된다. 검색광고 부문은 안정적인 성장세를 이어가며 매출액 64억원(+39.6%, yoy)이 예상되는 반면, T Deal 부문 매출액은 경기불황 장기화로 인한 내수 소비 위축 영향으로 63억원(-29.4%, yoy)으로 추정된다. 영업이익률은 대행수수금의 손실충당금 관련 일회성 비용 반영으로 인한 판관비 증가로 19.1%(-7.9%p, yoy)를 기록할 것으로 예상된다.

인크로스 분기별 매출액 추이



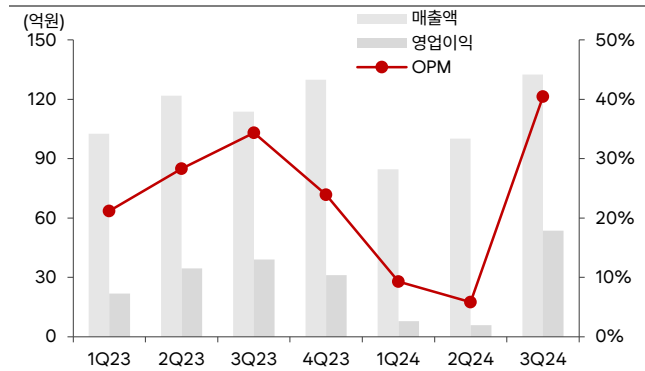
자료: 인크로스, 한국IR협회의 기업리서치센터

인크로스 연간 매출액 추이



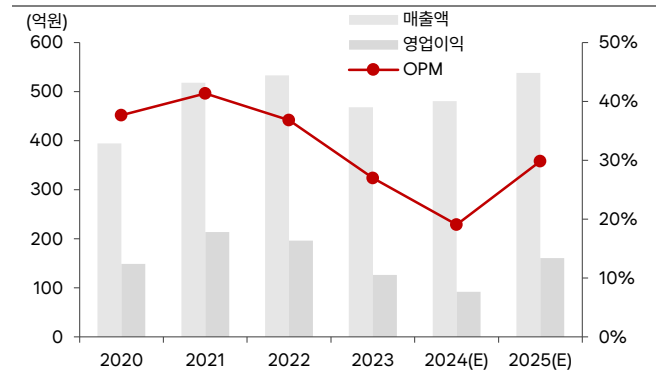
자료: 인크로스, 한국IR협회의 기업리서치센터

인크로스 분기별 실적 추이



자료: 인크로스, 한국IR협회의 기업리서치센터

인크로스 연간 실적 추이



자료: 인크로스, 한국IR협회의 기업리서치센터

2025년 실적 전망

2025년 실적

매출액 538억원,

영업이익 161억원 전망

인크로스의 2025년 실적은 매출액 538억원(+12.0%, yoy), 영업이익 161억원(+75.2%, yoy)으로 전망한다. 부분별로 살펴보면 오프라인 매체 대행 사업의 취급고가 증가하고, 2024년 10월부터 시작된 커머셜 사업이 2025년부터 온기로 모두 반영되며 전사 매출 성장을 주도할 것으로 예상된다. 특히 2024년 상반기 저조했던 미디어랩 부문의 기여 효과로 인해 2025년 상반기 높은 성장률이 예상되며, 전년도 영업이익을 감소시켰던 일회성 비용(대행수수금 손실충당금)이 제거되면서 영업이익률은 29.8%(+10.7%p, yoy)를 기록할 것으로 전망된다.

인크로스 분기 실적 Table

(단위: 억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24
매출액	103	122	114	130	85	100	133
미디어랩	60	73	75	84	50	66	96
T deal 운영	21	24	22	23	17	16	15
검색광고	7	11	13	14	14	14	15
기타	15	15	4	10	4	5	6
영업이익	22	34	39	31	8	6	54
OPM	21.2%	28.3%	34.3%	23.9%	9.3%	5.8%	40.5%

자료: 인크로스, 한국IR협회의 기업리서치센터

인크로스 연간 실적 Table

(단위: 억원)

구분	2020	2021	2022	2023	2024(E)	2025(E)
매출액	394	518	533	468	481	538
미디어랩	313	403	392	291	335	365
T deal 운영	40	44	66	89	63	84
검색광고	0	0	3	46	64	70
기타	42	72	72	43	19	19
영업이익	148	214	196	126	92	161
OPM	37.6%	41.3%	36.8%	27.0%	19.1%	29.8%

자료: 인크로스, 한국IR협회의 기업리서치센터

Valuation

Historical Valuation 비교

역사적 밸류에이션 밴드

저점에 위치한

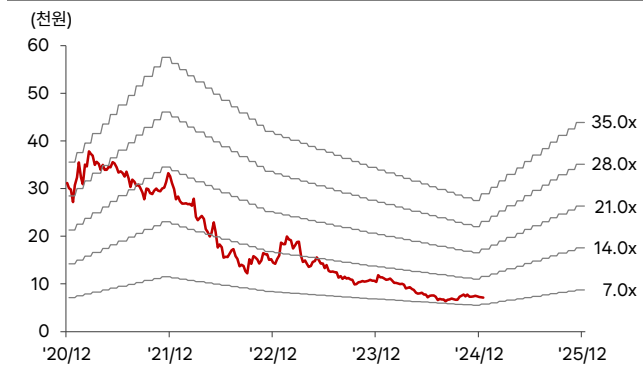
현재 동사의 주가

2021년 이후 인크로스의 주가는 PER Band 7.0x ~ 35.0x, PBR Band 0.6x ~ 6.0x 범위 내에서 형성되었다. 현재 동사의 주가는 2025년 추정 실적 기준, PER 5.7x, PBR 0.7x로 역사적 저점 수준에 위치하고 있다.

인크로스의 주가를 과거 시기별로 살펴보면, 2020년 2월 코로나-19 영향으로 7,400원 수준까지 하락하였으나 이후, 증시 호황과 디지털 광고 시장 성장에 따른 미디어렙 취급고 확대, 신규 사업 T Deal의 성장으로 2021년 3월 최고가 39,884원까지 상승했다. 하지만 2022년초부터 시작된 급격한 금리인상과 인플레이션 영향으로 국내 증시가 약세를 나타내었고, 인크로스의 실적 성장도 둔화되며 2022년말 12,000원 수준까지 하락하였다. 2022년 11월 넷플릭스가 광고 요금제를 도입하며 광고주/광고대행사와 매체사 사이에서 광고 상품을 유통하는 미디어렙 기업들에게 수혜가 기대되며 2023년 초 20,000원 수준까지 회복되었으나, 이후 경기 불확실성에 따른 광고 시장 침체 및 T Deal 실적 둔화 영향으로 2024년 8월에는 최저가인 6,020원을 기록하였으며, 최근에는 7,000원 수준에서 주가가 형성되고 있다.

현재 동사의 주가는 EPS 감소와 모멘텀 약화로 인한 멀티플 축소 영향으로 저점 수준에 머물러 있다. 그러나 2024년 3분기부터 실적 회복세가 나타나고 있으며, 오프라인 매체 확장과 커머스 사업 본격화를 통해 확보한 새로운 성장 동력이 밸류에이션 리레이팅의 촉매 역할을 할 것으로 예상된다.

인크로스 PER Band



자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

인크로스 PBR Band



자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

PEER 그룹 Valuation 비교

PEER 그룹과 비교하더라도,

현재 주가는

저평가 구간으로 평가

인크로스의 PEER 그룹으로 동사와 광고 관련 사업을 영위하며, 2025년 실적 컨센서스가 존재하는 나스미디어(미디어렙 및 커머스 사업), 제일기획 및 이노션(종합광고대행사), 에코마케팅(퍼포먼스 마케팅 및 비즈니스 부스팅)을 선정했다. 2025년 실적 기준 PEER 그룹 평균 밸류에이션은 PER 7.6x, PBR 0.9x(ROE 12.9%) 수준으로, 동사의 2025년 실적 기준 밸류에이션 PER 5.7x, PBR 0.7x(ROE 12.6%)를 고려한다면 현재 동사의 주가는 PEER 그룹 대비 저평가 구간에 위치한 것으로 평가된다.

PEER 그룹 밸류에이션 현황

(단위: 원, 억원, 배, %)

		인크로스	나스미디어	제일기획	이노션	에코마케팅	평균
코드		A216050	A089600	A030000	A214320	A230360	
현재 주가 (01/17)		7,130	14,280	17,030	18,230	10,210	
시가총액		916	1,652	19,592	7,292	3,213	
매출액	2022	533	1,524	42,534	17,504	3,528	
	2023	468	1,468	41,383	20,929	3,505	
	2024F	481	1,428	43,709	21,562	3,660	
	2025F	538	1,561	45,633	21,562	3,660	
영업이익	2022	196	331	3,114	1,369	566	
	2023	126	205	3,075	1,500	551	
	2024F	92	224	3,199	1,575	536	
	2025F	161	267	3,393	1,697	618	
영업이익률	2022	36.8	21.7	7.3	7.8	16.0	
	2023	27.0	14.0	7.4	7.2	15.7	
	2024F	19.1	15.7	7.3	7.3	14.6	
	2025F	29.8	17.1	7.4	7.9	16.9	
순이익	2022	154	268	1,937	706	382	
	2023	126	167	1,873	1,018	402	
	2024F	101	205	2,089	941	376	
	2025F	161	239	2,201	1,020	436	
EPS 성장률	2022	-27.0	2.4	17.1	7.2	38.8	
	2023	-18.0	-37.6	-3.3	44.1	5.4	
	2024F	-20.1	33.4	13.0	9.4	11.8	
	2025F	59.4	15.8	4.9	7.2	17.4	
PER	2022	12.7	9.8	13.7	11.7	12.3	
	2023	10.9	15.4	11.7	8.4	8.3	
	2024F	9.4	8.1	9.3	7.8	8.7	8.5
	2025F	5.7	6.9	8.9	7.2	7.4	7.6
PBR	2022	1.8	1.3	1.9	1.0	2.5	
	2023	1.2	1.2	1.5	0.9	1.5	
	2024F	0.8	0.7	1.2	0.8	1.2	1.0
	2025F	0.7	0.7	1.2	0.7	1.1	0.9
ROE	2022	15.5	13.7	16.6	8.5	21.9	
	2023	11.5	8.0	15.0	11.6	19.4	
	2024F	8.6	9.4	15.6	10.1	15.5	12.7
	2025F	12.6	10.3	15.3	10.4	15.6	12.9
PSR	2022	3.7	1.7	0.6	0.5	1.3	
	2023	2.9	1.8	0.5	0.4	1.0	
	2024F	2.0	1.2	0.5	0.3	0.9	0.7
	2025F	1.7	1.1	0.4	0.3	0.8	0.6

주:1) 인크로스의 미래전망치는 당사 전망치, 경쟁사의 미래전망치는 컨센서스 기준, 2) 시가총액과 주가는 1월 17일 종가 기준

자료: Fnguide, 한국IR협회의 기업리서치센터

**리스크 요인****매년 하락 중인
미디어렙 수수료율**

매체판매 대행 수수료율 협상력 약화는 인크로스의 리스크 요인이라 판단된다. 미디어렙(Media Rep)은 여러 광고 매체들을 대신하여 광고 지면 등을 위탁판매하고, 매체사로부터 수수료를 수취하며 디지털 광고 시장과 함께 성장하였다. 하지만 다양화되었던 디지털 매체들은 유튜브, 네이버, 카카오, 인스타그램의 4 개 매체 위주로 재편되었고, 미디어렙사들의 수수료율 협상력은 약화되었다. 실제 동사의 취급고 대비 미디어렙 부문 매출액 비중은 2020년 10.3% 수준에서 2024년 3분기 누적 기준 7.5% 수준까지 하락하였다.

포괄손익계산서

(억원)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	518	533	468	481	538
증가율(%)	31.3	2.9	-12.2	2.7	12.0
매출원가	233	249	249	241	275
매출원가율(%)	45.0	46.7	53.2	50.1	51.1
매출총이익	285	284	219	239	264
매출이익률(%)	55.0	53.3	46.9	49.8	49.0
판매관리비	71	88	93	147	103
판매비율(%)	13.7	16.5	19.9	30.6	19.1
EBITDA	226	210	142	98	166
EBITDA 이익률(%)	43.7	39.4	30.4	20.3	30.9
증가율(%)	40.2	-7.3	-32.2	-31.3	70.2
영업이익	214	196	126	92	161
영업이익률(%)	41.3	36.8	27.0	19.1	29.8
증가율(%)	44.2	-8.3	-35.6	-27.5	75.2
영업외손익	57	-0	33	35	42
금융수익	55	30	31	34	42
금융비용	1	32	1	3	4
기타영업외손익	3	2	4	3	3
종속/관계기업관련손익	0	0	4	4	4
세전계속사업이익	271	196	163	130	206
증가율(%)	83.3	-27.4	-16.8	-20.5	58.5
법인세비용	59	42	37	29	45
계속사업이익	211	154	126	101	161
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	211	154	126	101	161
당기순이익률(%)	40.8	28.9	27.0	21.0	29.9
증가율(%)	71.6	-27.0	-18.0	-20.1	59.3
자배주주지분 순이익	211	154	126	101	161

현금흐름표

(억원)	2021	2022	2023	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	102	114	244	318	149
당기순이익	211	154	126	101	161
유형자산 상각비	12	12	14	4	4
무형자산 상각비	1	1	2	2	2
외환손익	0	0	0	0	0
운전자본의감소(증가)	-133	-91	107	209	-20
기타	11	38	-5	2	2
투자활동으로인한현금흐름	-82	-56	-48	-98	-64
투자자산의 감소(증가)	8	-5	2	4	-3
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-3	-9	-6	-4	-4
기타	-87	-42	-44	-98	-57
재무활동으로인한현금흐름	-41	-60	-54	-27	-29
차입금의 증가(감소)	0	0	0	14	1
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	0	-52	-47	-39	-28
기타	-41	-8	-7	-2	-2
기타현금흐름	0	0	0	0	-0
현금의증가(감소)	-21	-2	143	194	56
기초현금	265	245	243	386	580
기말현금	245	243	386	580	636

재무상태표

(억원)	2021	2022	2023	2024F	2025F
유동자산	2,108	2,212	1,976	2,300	2,562
현금성자산	245	243	386	580	636
단기투자자산	261	329	376	474	530
매출채권	88	106	69	70	79
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	1,513	1,534	1,146	1,176	1,317
비유동자산	196	157	157	151	152
유형자산	23	29	29	29	29
무형자산	15	32	31	29	27
투자자산	122	67	66	62	65
기타비유동자산	36	29	31	31	31
자산총계	2,304	2,369	2,133	2,451	2,714
유동부채	1,332	1,282	966	1,196	1,340
단기차입금	0	0	0	0	0
매입채무	47	48	40	42	46
기타유동부채	1,285	1,234	926	1,154	1,294
비유동부채	41	27	23	37	38
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
기타비유동부채	41	27	23	37	38
부채총계	1,374	1,309	989	1,233	1,378
자배주주지분	930	1,060	1,144	1,217	1,336
자본금	40	64	64	64	64
자본잉여금	404	384	383	383	383
자본조정 등	-192	-177	-169	-169	-169
기타포괄이익누계액	-7	-7	-11	-11	-11
이익잉여금	684	795	877	951	1,069
자본총계	930	1,060	1,144	1,217	1,336

주요투자지표

	2021	2022	2023	2024F	2025F
P/E(배)	20.2	12.7	10.9	9.4	5.7
P/B(배)	4.6	1.8	1.2	0.8	0.7
P/S(배)	8.2	3.7	2.9	2.0	1.7
EV/EBITDA(배)	16.7	6.7	4.5	N/A	N/A
배당수익률(%)	1.4	2.6	3.0	3.1	4.9
EPS(원)	1,644	1,200	984	786	1,253
BPS(원)	7,242	8,250	8,909	9,479	10,403
SPS(원)	4,033	4,151	3,645	3,742	4,190
DPS(원)	453	389	321	230	350
수익성(%)					
ROE	25.2	15.5	11.5	8.6	12.6
ROA	10.3	6.6	5.6	4.4	6.2
ROIC	64.1	41.2	25.9	32.7	103.9
안정성(%)					
유동비율	158.2	172.5	204.6	192.2	191.2
부채비율	147.7	123.6	86.5	101.3	103.1
순차입금비율	-51.3	-52.0	-64.7	-83.6	-84.6
이자보상배율	162.7	188.6	122.8	40.7	56.2
활동성(%)					
총자산회전율	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
매출채권회전율	7.0	5.5	5.4	6.9	7.2
재고자산회전율	N/A	2,517.4	1,635.8	3,185.2	3,321.6

최근 3개월간 한국거래소 시장경보제도 지정 여부

시장경보제도란?

한국거래소 시장감시위원회는 투기적이거나 불공정거래 개연성이 있는 종목 또는 주가가 비정상적으로 급등한 종목에 대해 투자자주의 환기 등을 통해 불공 정거래를 사전에 예방하기 위한 제도를 시행하고 있습니다. 시장경보제도는 투자주의종목 투자경고종목 투자위험종목의 단계를 거쳐 이루어지게 됩니다. ※관련근거: 시장감시규정 제5조의2, 제5조의3 및 시장감시규정 시행세칙 제3조~제3조의 7

종목명	투자주의종목	투자경고종목	투자위험종목
인크로스	X	X	X

발간 History

발간일	제목
2022.11.15	인크로스-힘들다 해도 금수저

Compliance notice

본 보고서는 한국거래소, 한국예탁결제원과, 한국증권금융이 공동으로 출연한 한국IR협의회 산하 독립 (리서치) 조직인 기업리서치센터가 작성한 기업분석 보고서입니다. 본 자료는 시가총액 5천억원 미만 중소기업에 대한 무상 보고서로, 투자자들에게 국내 중소기업 상장에 대한 양질의 투자 정보 제공 및 건전한 투자문화 정착을 위해 작성되었습니다.

- 당사 리서치센터는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트와 그 배우자 등 관계자는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 중소기업 소개를 위해 작성되었으며, 매수 및 매도 추천 의견은 포함하고 있지 않습니다.
- 본 자료에 기재된 내용은 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 자료제공일 현재 시점의 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다.
- 본 조사자료는 투자 참고 자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 투자자의 투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로, 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료는 텔레그램에서 "한국IR협의회(<https://t.me/krirsofficial>)" 채널을 추가하시어 보고서 발간 소식을 안내받으실 수 있습니다.
- 한국IR협의회가 운영하는 유튜브 채널 'IRTV'에서 1) 애널리스트가 직접 취재한 기업탐방으로 CEO인터뷰 등이 있는 '小中한탐방'과 2) 기업보고서 심층해설방송인 '小中한 리포트 가치보기'를 보실 수 있습니다.