

Company Visit

Analyst 박용희

02) 6915-5651

yhpkorea2005@ibks.com

Not Rated

목표주가	Not Rated
현재가 (1/20)	3,810원
KOSDAQ (1/20)	683.47pt
시가총액	85십억원
발행주식수	22,276천주
액면가	500원
52주 최고가	4,100원
최저가	2,220원

이엠넷 (123570)

디지털 마케팅의 숨은 강자

- 동사는 시장의 무관심 속에 경쟁사대비 50~100% 할인 거래 중에 있음
- 하지만, 2019년 사상최대 실적, 2020년 영업레버리지 추가 확대 기대 속에 있음
- 동사는 1)시장성장대비 동사의 성장률이 커지는 구간 진입, 2)2020년 일본 자회사의 압도적인 성장이 기대되고, 3)시장 관심도가 높은 퍼포먼스 마케팅 성장성도 커지고 있고, 4)영업가치를 미반영한 주가 수준에 머물고 있기 때문에 주목할 필요가 있다.

시장의 무관심 속에 경쟁사대비 50~100% 할인 거래 중에 있다!

동사는 온라인 기반 디지털 마케팅 대행사이다. 동종업종에 있는 회사는 에코마케팅, 나스미디어 자회사인 플레이디가 있다. 경쟁사가 시장의 이목을 집중시키며, 상승할 때 동사는 크게 주목을 받지 못했다. 동사의 주가수익비율(PER, Price Earnings Ratio)은 경쟁사대비 50~100% 할인 거래 중이다.

하지만, 2019년 사상최대 실적, 2020년 영업레버리지 추가 확대 기대

2020년 동사의 매출과 영업이익은 각각 458억원(+25.8% YoY), 101억원(+38.4% YoY) 증가 전망한다. 이유는 1)국내외 디지털 광고 시장 성장 지속, 2)국내 중소형사 고객에서 중대형 확대를 통한 단가 상승, 3)도쿄 올림픽으로 일본 자회사 실적 큰 폭 개선, 4)단순 광고대행 수익기반에서 광고 관리/프로모션 수익 증가 때문이다.

투자 포인트는 저평가 속에 영업레버리지 확대 구간이란 판단

1) 2018년 이후 중소형 광고주 기반 비즈니스에서 중대형 광고주로 고객군을 변화 시키며 동사의 성장률은 시장 성장률을 상회, 2)2020년 일본 자회사의 매출 성장률은 50%로 큰 폭의 성장이 가능, 3) 시장관심이 높은 고마진인 퍼포먼스 마케팅 비중을 늘려 가는 것으로 보여 마진율이 추가적으로 개선, 4) 현재 동사의 영업가치를 제외한 청산 가치는 보수적으로 830억원 내외시가총액의 98%에 육박한다. 결론적으로 영업가치는 현재 전혀 반영치 못하고 있는 저평가 상태이기 때문에 주가에 대한 재평가가 필요해 보인다.

(단위:십억원,배)	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	27	25	27	29	32
영업이익	2	3	3	4	6
세전이익	3	4	4	5	7
지배주주순이익	2	3	2	4	4
EPS(원)	100	121	102	173	191
증가율(%)	-10.7	21.3	-15.8	69.4	10.3
영업이익률(%)	7.4	12.0	11.1	13.8	18.8
순이익률(%)	7.4	12.0	7.4	13.8	15.6
ROE(%)	6.9	8.0	6.1	9.3	8.9
PER	14.9	15.4	27.3	12.0	11.3
PBR	1.0	1.2	1.6	1.1	0.9
EV/EBITDA	0.0	7.0	10.6	4.3	2.3

자료: Company data, IBK투자증권 예상

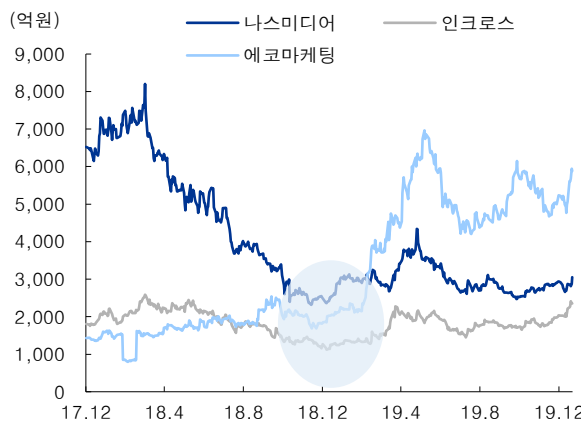
본 조사분석자료는 당사 리서치센터에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

시장의 무관심 속에 경쟁사대비 50~100% 할인 거래 중에 있음

동사는 온라인 기반 디지털 마케팅 대행사이다. 동종업종에 있는 회사는 에코마케팅, 나스미디어 자회사인 플레이디가 있다. 경쟁사가 시장의 이목을 집중시키며, 상승할 때 동사는 크게 주목을 받지 못했다. 동사의 주가수익비율(PER, Price Earnings Ratio)은 경쟁사대비 50~100% 할인 거래 중이다. 이유는 1)대기업 계열(나스미디어)이 아니고, 2)비디오커머스 기업(에코마케팅)이 아니어서 매출/이익 성장 증가의 한계 등이다.

하지만, 동사는 PC기반 검색광고 시장의 성장세 둔화 라는 한계를 극복하고 지속적인 성장을 추구하기 위해 1)새로운 광고 마케팅 서비스 개발 및 퍼포먼스형 광고 강화에 주력, 2)전략 광고주 대상 맞춤형 솔루션 개발을 통해 차별화된 서비스 및 가치를 제공하여 경쟁우위를 서기 위한 노력, 3)경쟁사대비 빠른 해외 진출을 통한 잠재성장률 확대 속에 있어 관심이 필요해 보인다.

그림 1. 주도주는 미디어랩사에서 퍼포먼스마케팅 기업 전환



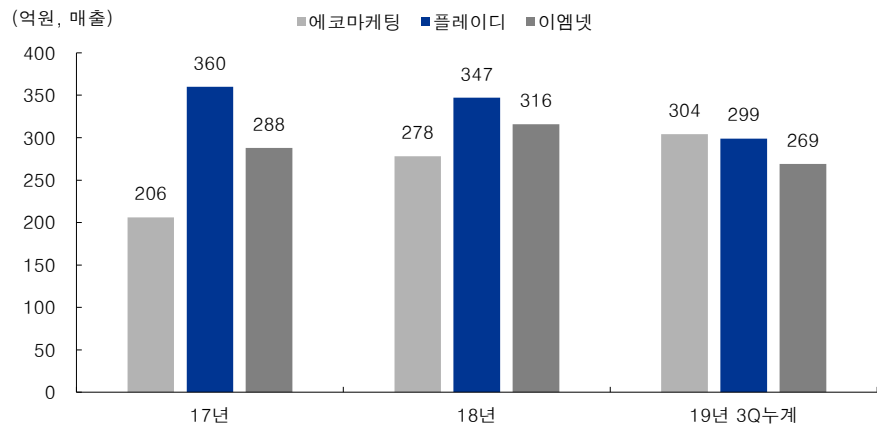
자료: WiseFN, IBK투자증권

그림 2. 경쟁사인 에코마케팅의 급등에도 불구하고, 이엠넷은 소외 중



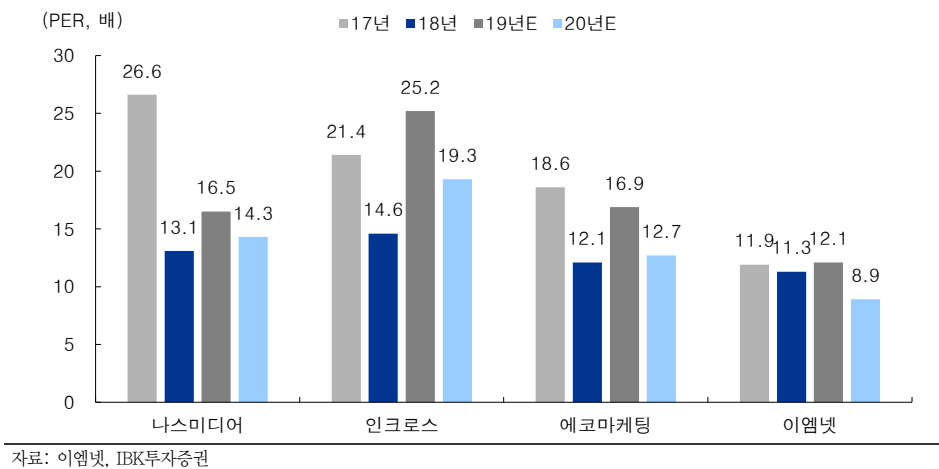
자료: WiseFM, IBK투자증권

그림 3. 에코마케팅의 주도 속에 이엠넷의 선전도 주목해야



자료: 각사 광고대행업 매출, IBK투자증권

그림 4. 이엠넷, 경쟁사대비 50~100% 할인 거래 중



하지만, 2019년 사상최대 실적. 2020년 영업레버리지 추가 확대 기대

2019년 동사의 매출과 영업이익은 각각 364억원(+15.3% YoY), 73억원(+31.5% YoY)으로 추정된다. 3Q19 누계로는 269억원(+16.4% YoY), 54억원(+27.4% YoY)이고, 4분기는 매출과 영업이익이 각각 95억원(+12.5% YoY), 18억원(+45.2% YoY)으로 추정된다.

2020년 동사의 매출과 영업이익은 각각 458억원(+25.8% YoY), 101억원(+38.4% YoY) 증가 전망한다. 이유는 1)국내외 디지털 광고 시장 성장 지속, 2)국내 중소형사 고객에서 중대형 확대를 통한 단가 상승, 3)도쿄 올림픽으로 일본 자회사 실적 큰 폭 개선, 4)단순 광고대행 수익기반에서 광고 관리/프로모션 수익 증가 때문이다. 2020년은 사상 최대 매출, 사상 최대 수익률(OPM)을 기록할 전망이다. 지역별로 살펴보면, 국내 매출은 13% 증가, 일본 매출은 50% 증가 전망한다.

그림 5. 이엠넷, 2015년부터 시작된 턴어라운드 시장의 관심이 필요할 때

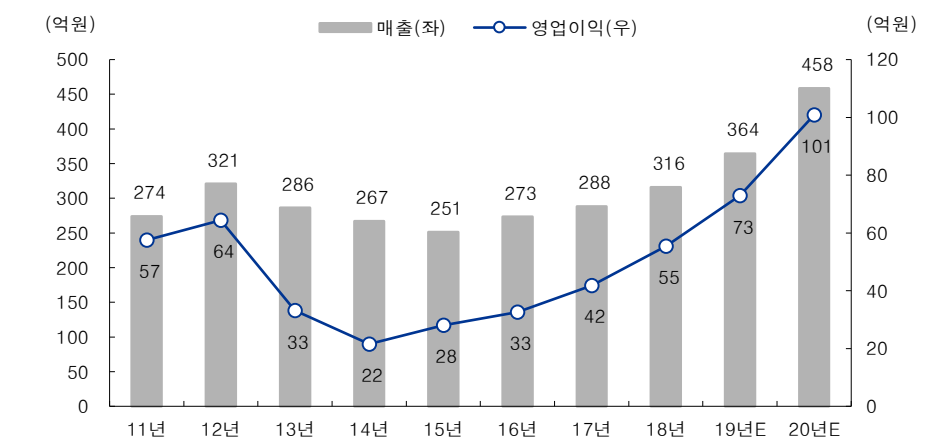
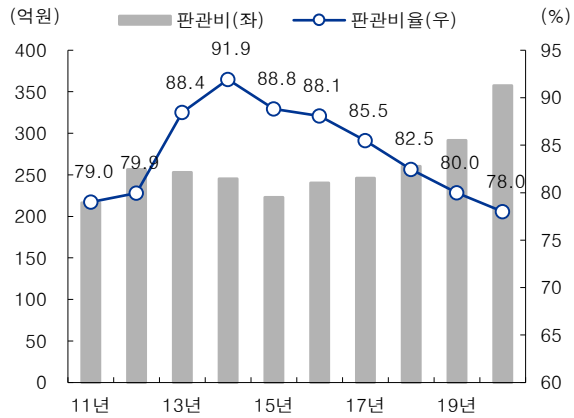
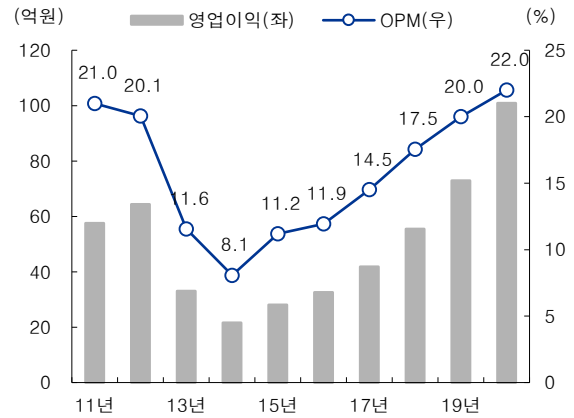


그림 6. 영업레버리지와 사업효율화로 판관비율 감소



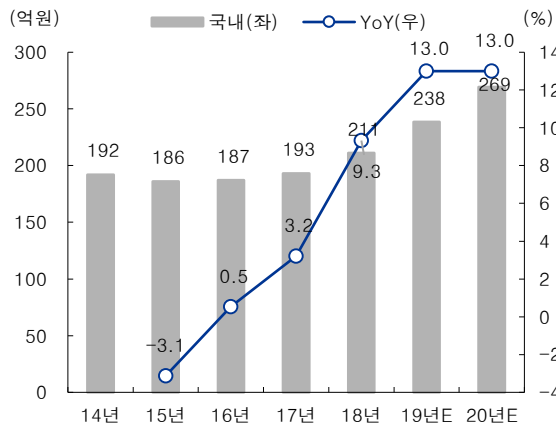
자료: 이엠넷, IBK투자증권

그림 7. 매출 성장과 고효율 프로젝트 집중으로 이익률 개선



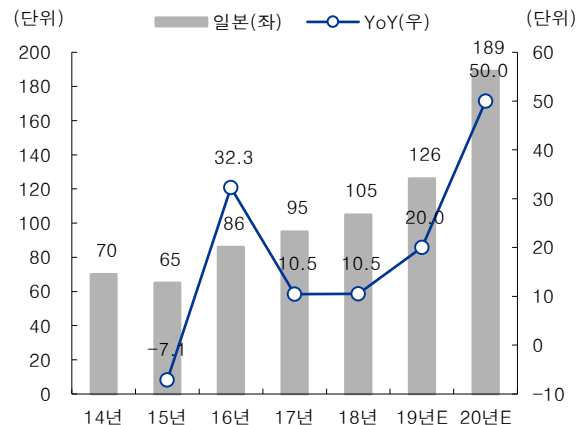
자료: 이엠넷, IBK투자증권

그림 8. 2020년 국내 매출은 13% 증가



자료: 이엠넷, IBK투자증권

그림 9. 2020년 일본 매출은 50% 증가 전망



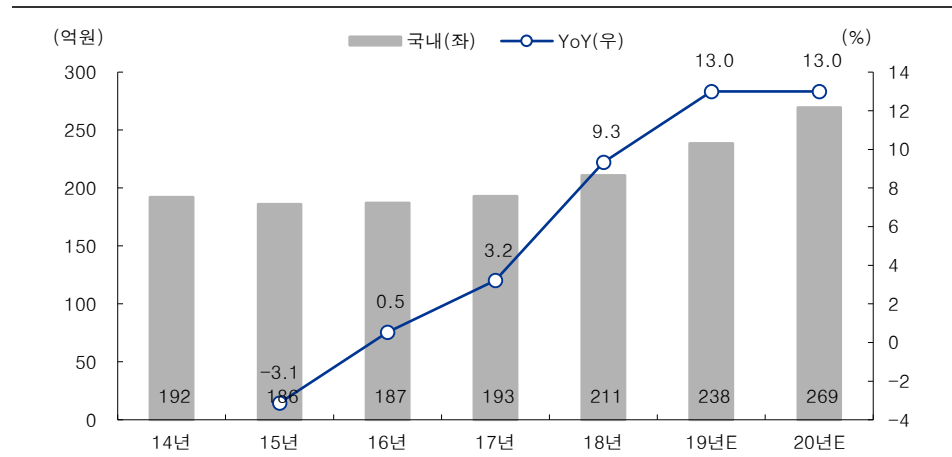
자료: 이엠넷, IBK투자증권

투자 포인트 1. 시장성장대비 이엠넷 성장이 커지는 구간 진입

디지털 광고 시장 성장에도 불구하고, 동사가 경쟁사대비 저평가를 받은 이유는 외형 성장이 시장성장대비 저조했기 때문이다. 하지만, 2018년 이후 중소형 광고주 기반 비즈니스에서 중대형 광고주로 고객군을 변화 시키며 동사의 성장률은 시장 성장률을 상회하기 시작한다.

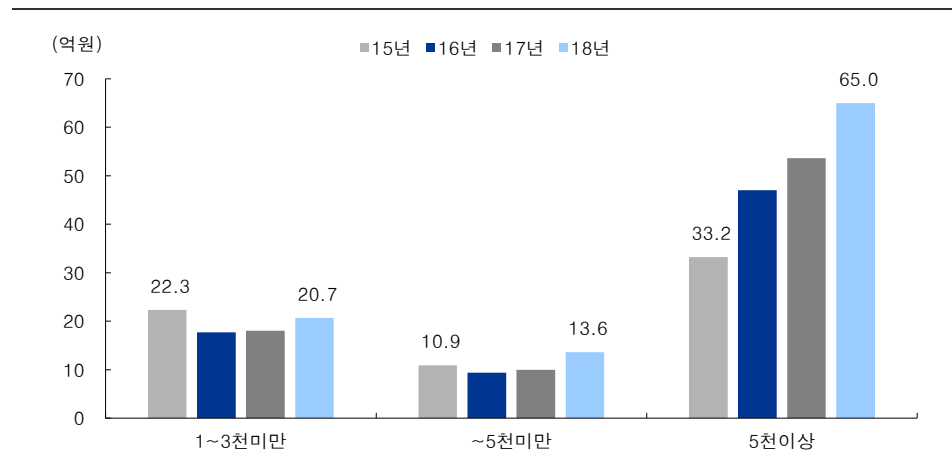
결론적으로 시장대비 성장률이 상회 되면, 1)영업레버리지가 가능하며, 2)주식시장의 관심도가 커지기 때문에 주목할 필요가 있다.

그림 10. 이엠넷, 국내 매출 투자릿수 성장을 기록



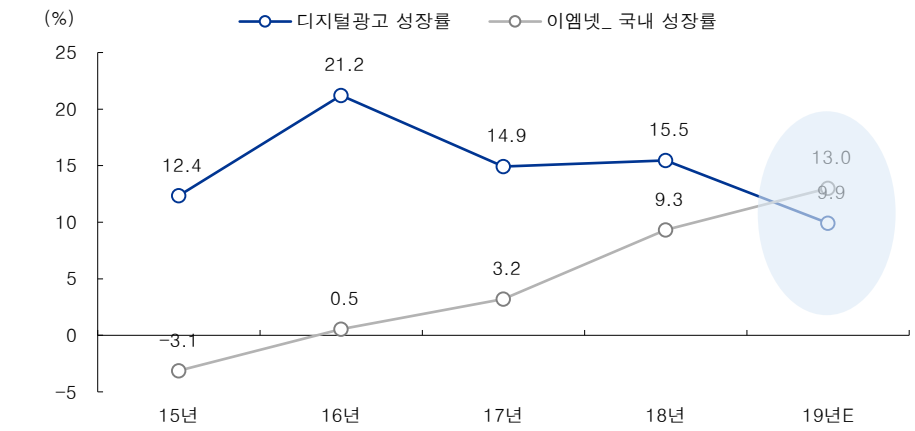
자료: 한국온라인광고협회, IBK투자증권

그림 11. 이유는 중소형 광고주에서 중대형 광고주로 고객군 변화에 기인



자료: 한국온라인광고협회, 이엠넷, IBK투자증권

그림 12. 이엠넷, 자체 성장률이 시장 성장률을 넘어서며 레버리지와 시장 관심 기대가 커질 듯

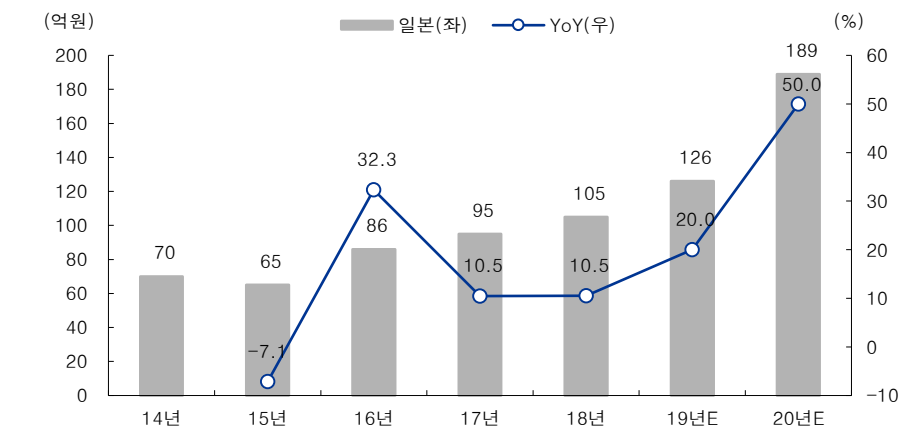


자료: 한국온라인광고협회, 이엠넷, IBK투자증권

투자 포인트 2. 2020년 상반기 일본 자회사 성장에 주목해야

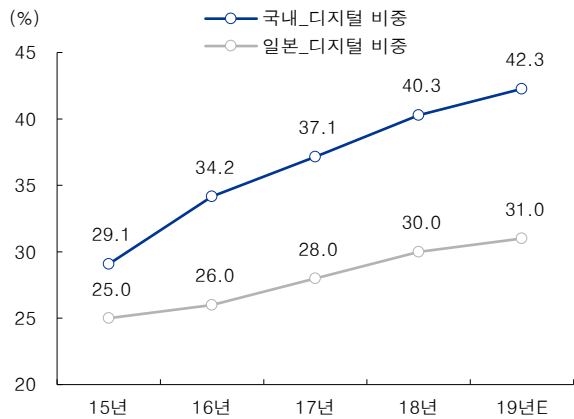
2020년 일본 자회사의 매출 성장률은 50%로 전망한다. 이유는 1)일본의 디지털 광고 비중은 현재 30% 내외 수준(국내 42.3%)으로 해마다 큰 폭의 성장을 시현 중에 있고, 2)올해는 도쿄올림픽이 열리는 해여서 상반기 큰 폭의 광고비 집행이 가능하기 때문이다. 동사는 국내 경쟁력을 바탕으로 일본에서 안정적인 성장을 시현 중에 있는 바 2020년에는 추가적으로 큰 폭의 성장이 가능하다는 판단이다. 일본의 영업이익률이 한국으로 높은 점을 감안하면, 영업이익 레버리지는 더 커질 전망이다.

그림 13. 2020년 일본 자회사 매출 급증 전망



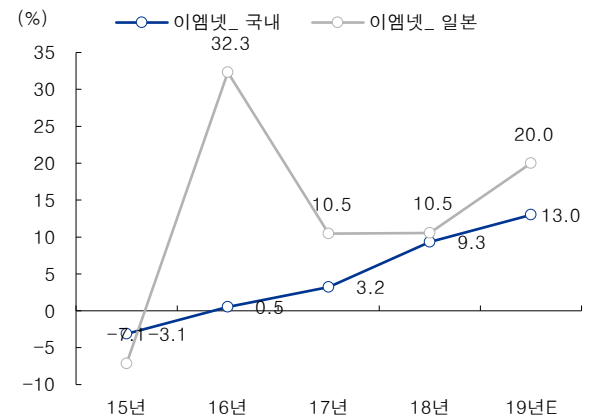
자료: 이엠넷, IBK투자증권

그림 14. 일본은 국내보다 아직 디지털 비중이 낮아



자료: 한국온라인광고협회, IBK투자증권

그림 15. 이엠넷 일본의 성장률이 국내보다 더 큰 상황



자료: 한국온라인광고협회, IBK투자증권

투자 포인트 3. 광고관리/프로모션 매출 신장세도 주목

상대적으로 고마진인 광고관리/프로모션 매출 성장세는 큰 폭으로 성장 중이다. 3Q19 누적 기준으로 매출 비중은 8.7%(23억원)로, 작년 3.6%(8억원)대비 +180.1% 성장했다. 결론적으로 경쟁력 회복에 따른 레버리지 차원에서 고마진인 퍼포먼스 마케팅 비중을 늘려 가는 것으로 보인다. 만일, 퍼포먼스 마케팅의 성공확률이 커질수록 동사의 영업이익률은 지속 개선세를 보일 것이다.

표 1. 사업/지역별 성장률 및 비중 분석

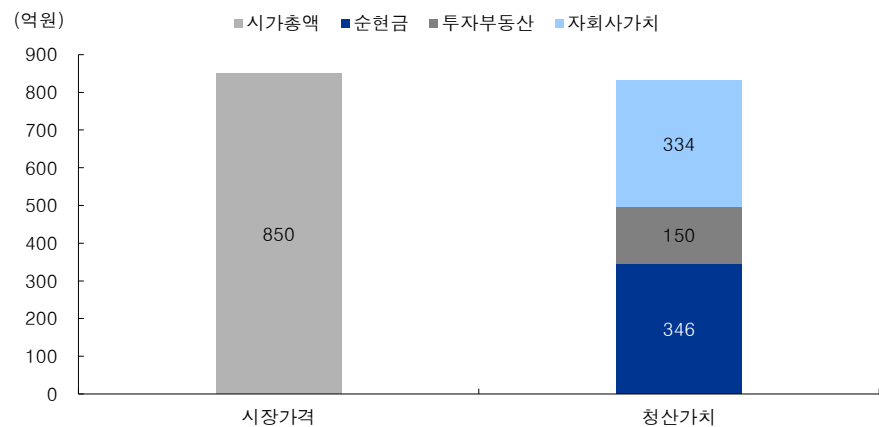
	16년	17년	18년	18년 3Q누적	19년 3Q누적
사업부문별					
광고대행수익	246	250	271	200	224
광고관리/프로모션	6	9	13	8	23
용역/임대수익	23	29	31	23	21
Growth					
YoY		1.3%	8.7%		12.2%
		61.9%	43.2%		180.1%
		27.7%	7.3%		-7.4%
Proportion					
광고대행수익	89.6%	86.6%	85.9%	86.4%	83.3%
광고관리/프로모션 수익	2.1%	3.2%	4.2%	3.6%	8.7%
용역/임대수익	8.3%	10.2%	9.9%	10.0%	8.0%
지역별					
국내	189	193	212	155	175
일본	86	95	104	77	94
Growth					
YoY		2.4%	9.5%		13.1%
		10.0%	10.0%		23.0%
Proportion					
국내	68.7%	67.1%	67.0%	66.9%	65.0%
일본	31.3%	32.9%	33.0%	33.1%	35.0%

자료: 이엠넷 사업보고서, IBK투자증권

투자 포인트 4. 청산가치에 수렴한 시가 총액

동사의 시가총액은 전일 기준 850억원이다. 현재 동사의 영업가치를 제외한 청산 가치는 보수적으로 830억원 내외(순현금 346억원, 투자부동산 150억원, 이엠넷저팬 시가총액 334억원)로 시가총액의 98%에 육박한다. 결론적으로 영업가치는 현재 전혀 반영치 못하고 있는 저평가 상태이다. 현재 영업환경은 상장이래 최고조에 있기 때문에 빠른 시일안에 영업가치에 대한 재평가가 가능할 전망이다.

그림 16. 현재는 청산가치에 수렴. 영업가치는 미반영 상태



자료: 이엠넷, IBK투자증권

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.

동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.

조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

동자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상	유가증권	계열사	공개매수	IPO	회사채	중대한	M&A
		수량	취득가	취득일	보유여부	발행관련	관계여부	사무취급		지급보증	이해관계	
해당 사항 없음												

투자의견 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자의견 (절대수익률 기준)			
적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자의견 (상대수익률 기준)			
바중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2019.01.01~2019.12.31)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	131	87.3
중립	19	12.7
매도	0	0