

Company Analysis

인크로스 216050

May 17, 2021

성장성 대비 Valuation은 아직도 매력적

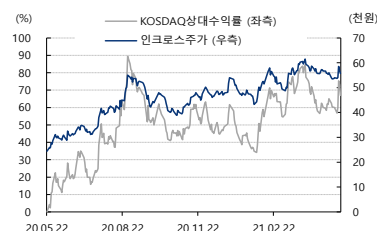
Buy

TP 66,000 원 신규

Company Data

현재가(05/14)	55,700 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	61,500 원
52 주 최저가(보통주)	22,500 원
KOSPI (05/14)	3,153.32p
KOSDAQ (05/14)	966.72p
자본금	40 억원
시가총액	4,488 억원
발행주식수(보통주)	806 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	4.9 만주
평균거래대금(60 일)	28 억원
외국인지분(보통주)	17.42%
주요주주	
SK텔레콤 외 1 인	34.60%
Credit Suisse Group AG 외 1 인	5.21%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-3.3	21.0	134.0
상대주가	1.5	5.0	67.2



인터넷·미드스몰캡 박지원

3771-9162, 20190004@iprovest.com

목표주가 66,000원으로 커버리지 개시

인크로스에 대해 투자 의견 Buy, 목표주가 66,000원으로 커버리지 개시. 목표주가는 예상 12개월 선행 순이익에 적정 PER 24.5배를 적용. 적정 PER 배수 24.5배는 SK텔레콤 인수 이전까지 동사의 29개월간 12MF PER 평균 18.9배에 30% 할증 부여해 산출. 동사는 커머스 사업 확대 및 온라인DA 시장 내 점유율 상승을 통해 향후 2022년까지 실적 성장 퀀텀점프 기대되나 현재 Valuation은 이를 충분히 반영하지 않은 상태로 판단

투자포인트 1. 온라인DA 시장점유율 확대

1Q21 인크로스의 미디어렐 취급고는 YoY +66.0% 성장. 이는 ① 게임, 커머스, 자동차 광고주 물량 증가 및 ② 캡티브 물량 확대에 따른 결과로 보임. 2019년 SK텔레콤에 인수된 이후 2020년 이후 동사의 온라인 DA 시장 내 점유율은 8.3%로 YoY +0.4%p 상승 반전. 향후에도 SK 그룹 내 주요 B2C 계열사가 속한 이커머스·콘텐츠·모빌리티 산업의 경쟁 강도 높아지면서 캡티브 물량 확대 기대

2021년 동사의 미디어렐 매출은 392억원(YoY +25.5%) 예상, 같은 기간 온라인 디스플레이 광고 시장 성장률 9.7% 대비 두 배 이상 성장 전망

투자포인트 2. T딜 사업 본격화

동사는 2020년 5월부터 SK텔레콤과 협력해 문자 커머스 사업인 'T딜' 진행 중. 국내 SK텔레콤 가입자 중 광고 문자 수신에 동의하고 구매력이 있다고 판단되는 1,000만명을 대상으로 사업 진행 중. 1분기 기준 T딜 판매 제품 SKU는 750개로 지난 12월 대비 세 달 만에 36.4% 확대

2020년 T딜 취급고는 178억원 기록했으며 올해에는 1,277억원(YoY +616.7%)로 확대 될 것으로 전망. 취급고 확대에 따라 동사가 인식하는 T딜 매출 또한 1Q21 6억원 → 4Q21E 27억원으로 증가해 동사 영업이익의 성장 견인 기대

Forecast earnings & Valuation

12 결산(억원)	2018.12	2019.12	2020.12	2021.12E	2022.12E
매출액(억원)	358	345	394	534	718
YoY(%)	-2.7	-3.7	14.4	35.4	34.5
영업이익(억원)	111	122	148	228	357
OP 마진(%)	31.0	35.4	37.6	42.7	49.7
순이익(억원)	86	93	123	176	276
EPS(원)	1,084	1,157	1,528	2,191	3,442
YoY(%)	1.2	6.8	32.0	43.4	57.1
PER(배)	14.6	21.7	35.4	25.4	16.2
PCR(배)	9.9	14.0	24.9	17.9	11.8
PBR(배)	2.0	3.1	5.8	4.8	3.7
EV/EBITDA(배)	8.0	13.1	24.2	16.0	10.0
ROE(%)	13.8	14.5	17.5	20.9	25.8

기업 개요

업력 10년 이상을 갖춘 국내 메이저 미디어렐사

2007년 설립된 인크로스는 2009년 ‘크로스엠인사이트’의 광고 사업을 양수해 미디어렐 사업을 시작했다. 2013년에는 동영상 광고 네트워크 플랫폼 ‘다윈’을 런칭했으며 2016년에는 코스닥 시장에 상장했다. 2017년에 스톤브릿지디지털애드사모투자합작회사에서 NHN으로 동사의 최대주주가 변경됐으며, 2년 후에는 현재의 최대주주인 SK텔레콤이 NHN으로부터 동사의 지분을 34.6% 양수했다. 2021년 3월 현재 인크로스의 주주구성은 SK텔레콤 34.6%, 대표이사 및 임원 4.8%, 자사주 10.8%, 외국인투자자 17.8%, 기타 투자자 32.3%다.

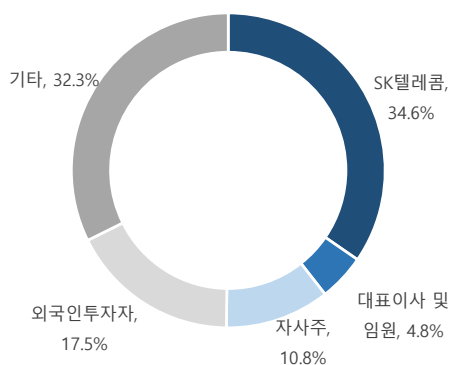
2020년 기준 인크로스의 사업부별 매출 비중은 미디어렐 79.3%, 애드네트워크 10.2%, T딜 2.3%, 서비스운영 8.3%이다.

[도표 61] 인크로스 주요 연혁 정리

연도	주요 내용
2007년	티노솔루션즈 주식회사 설립
2009년	‘크로스엠인사이트’ 미디어렐사업 영업 양수 ‘인크로스’로 상호 변경
2013년	동영상 광고 네트워크 플랫폼 ‘다윈’ 출시
2016년	코스닥 상장
2017년	최대주주 변경(스톤브릿지디지털애드사모투자합작회사 → NHN)
2019년	최대주주 변경(NHN → SK 텔레콤)

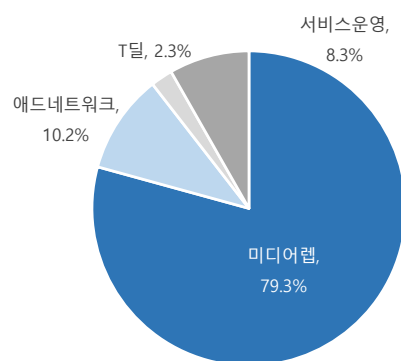
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 62] 인크로스 주주구성 (2021/03 기준)



자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 63] 2020년 기준 인크로스 사업부별 매출 비중



자료: 교보증권 리서치센터

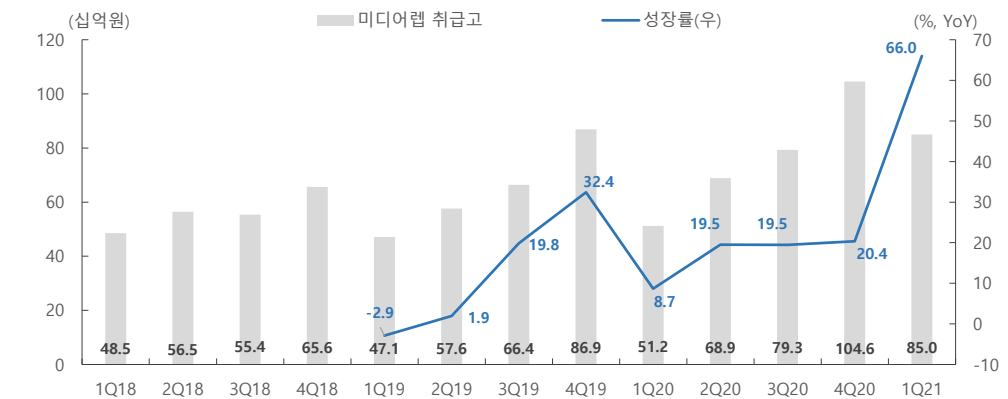
투자포인트 1. 온라인DA 시장점유율 확대

1Q21 인크로스의 미디어렙 취급고는 전년동기대비 66.0% 성장한 850억원을 기록하면서 가파른 성장 속도를 보여줬다. 이는 ① 게임, 커머스, 자동차 광고주 물량 증가 및 ② 캡티브 물량 확대에 따른 결과로 해석된다.

2019년 SK텔레콤에 인수된 이후 2020년 동사의 온라인(모바일+PC) DA 시장 내 점유율은 상승 반전했다. 2021년 1분기에 온라인DA 시장 성장률보다 훨씬 높은 취급고 성장을 보여준 만큼, 내년까지도 동사의 시장 점유율은 꾸준히 상승할 것으로 전망한다. 2022년까지 인크로스의 온라인 디스플레이 시장 내 점유율은 11.2%까지 높아질 것으로 보이며, 특히 SK 그룹 내 주요 B2C 계열사인 11번가, 웨이브(waave), 우티(UT)가 속한 이커머스·콘텐츠·모빌리티 산업 내 경쟁강도가 높아지면서 동사가 소화하는 캡티브 물량의 확대를 기대한다.

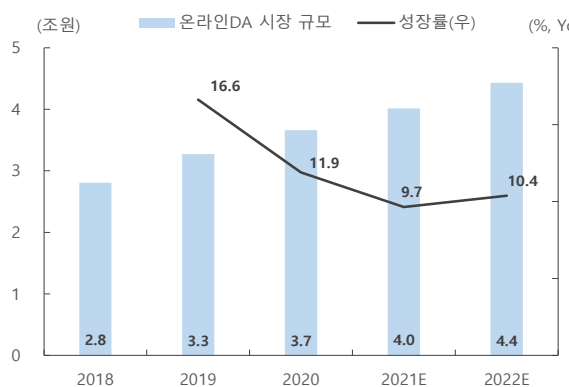
2021년 인크로스의 미디어렙 매출은 392억원(YoY +25.5%)을 예상하며 같은 기간 온라인 디스플레이 광고 시장 예상 성장률 9.7% 대비 두 배 이상의 성장을 보여줄 것으로 전망한다.

[도표 64] 인크로스 미디어렙 취급고 및 성장률 추이



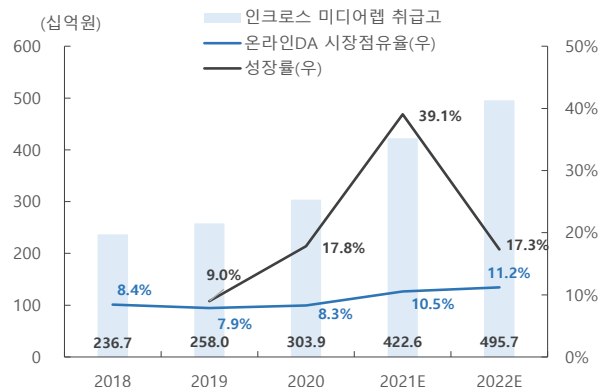
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 65] 온라인DA 시장 규모 및 성장률 추이



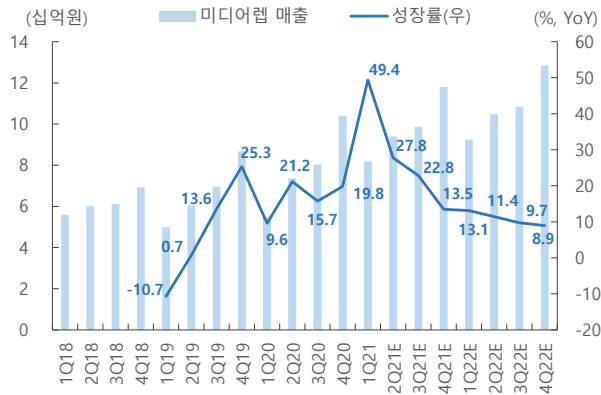
자료: 과학기술정보통신부, 교보증권 리서치센터

[도표 66] 인크로스 미디어렙 취급고 및 온라인DA 내 점유율 추이



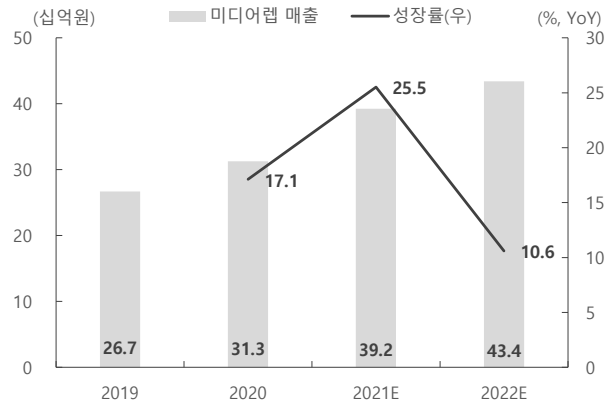
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 67] 인크로스 미디어렐 분기별 매출 및 성장률 예상



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 68] 인크로스 미디어렐 연간 매출 및 성장률 예상



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 69] SK B2C 계열사 향후 사업 성장 전략

기업	향후 사업 성장 전략
11 번가	'오늘주문 내일도착' 서비스 개시, 라이브커머스 강화
웨이브	2022 년까지 유료가입자 500 만명 달성 위해 콘텐츠투자·마케팅 전략 강화 예상
우티	2021 년 4 월부터 택시 중개서비스 시작, 구독멤버십·대리운전 서비스 확대 계획
원스토어	게임 시장 거래액 확대, 스토리콘텐츠 사업 강화 예정

자료: 교보증권 리서치센터

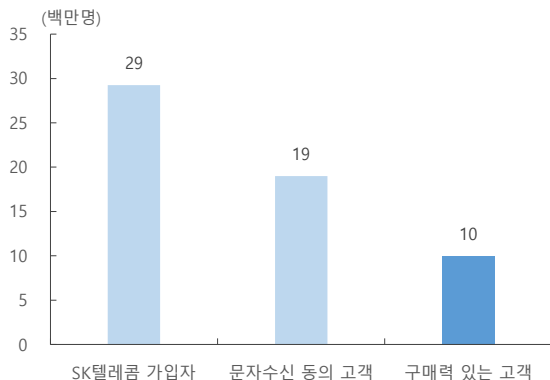
투자포인트 2. T딜 사업 본격화

인크로스는 2020년 5월부터 모회사인 SK텔레콤과 협력해 문자 커머스 사업인 ‘T딜’을 전개 중이다. 국내 SK텔레콤 가입자 2,926만명 중 광고 문자 수신에 동의하고 구매력이 있다고 판단되는 1,000만명을 대상으로 해당 사업을 진행하고 있으며, 이는 SK계열사인 ‘11번가’의 MAU와 유사한 잠재 고객 규모다.

1분기 기준 T딜로 판매되는 제품의 SKU는 750개로 2020년 12월 550개 대비 세 달 만에 36.4% 확대됐다. 음식료 및 건식 식품의 판매가 꾸준히 원활히 진행되고 있으며, 동시에 골프용품, 숙박권, 안마의자와 같은 고가 상품의 판매 또한 증가하고 있다.

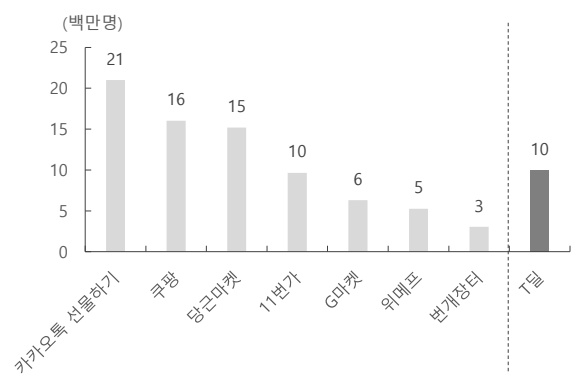
2020년 T딜의 취급고는 178억원을 기록했으며, 필자는 올해 T딜의 취급고가 1,277억원 (YoY +616.7%)로 확대될 것으로 예상한다. 취급고 확대에 따라 동사가 인식하는 T딜 매출도 1Q21 6억원 → 4Q21E 27억원으로 증가해 동사의 영업이익 성장을 견인할 것으로 기대한다.

[도표 70] T딜 타겟 고객 수



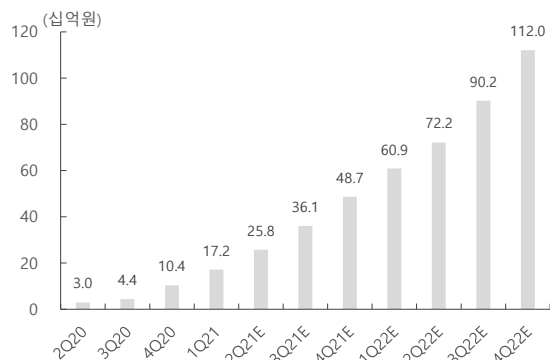
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 71] 국내 쇼핑 어플 MUA 및 T딜 잠재 고객 수 비교



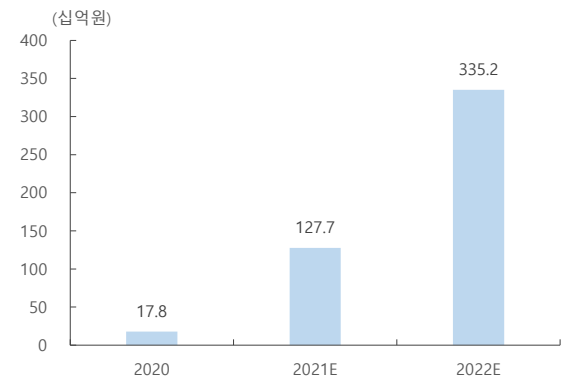
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 72] 분기별 T딜 취급고 추이 예상



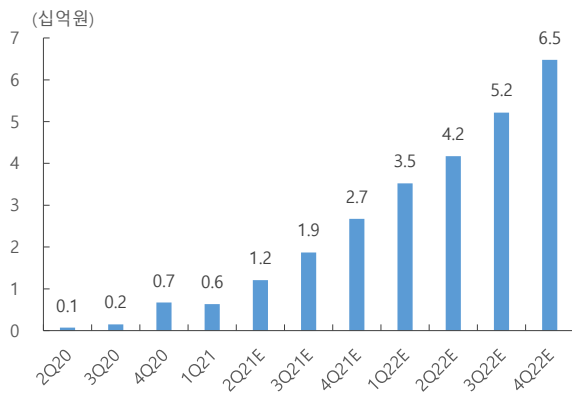
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 73] 연간 T딜 취급고 추이 예상



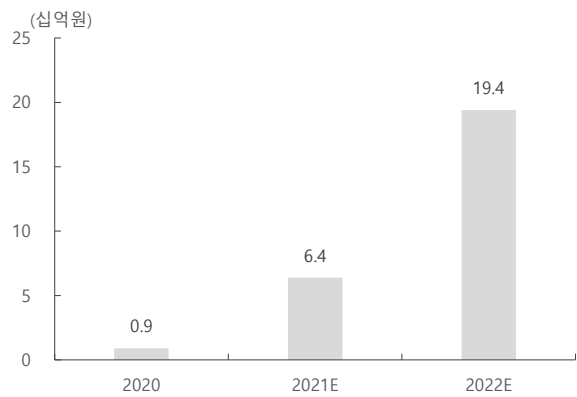
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 74] 분기별 T 달 매출 추이 예상



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 75] 연간 T 달 매출 추이 예상



자료: 교보증권 리서치센터

Valuation

인크로에서 대한 커머지를 개시하며 12개월 목표주가로 66,000원을 제시한다. 이는 동사의 예상되는 12개월 선행 순이익에 적정 PER 24.5배를 적용한 것이다. 적정 PER 배수 24.5배는 2017년부터 2019년 5월 SK텔레콤 인수 이전까지 29개월 간의 12개월 선행 PER 평균 배수 18.9배에 30% 할증을 적용해 산출했다.

동사는 2016년부터 2019년까지 매출이 연평균 3.1% 성장했으나 SK텔레콤 인수 이후인 2019년 이후부터 2022년까지는 연평균 27.7% 성장할 것으로 예상된다. 영업이익 또한 2016~2019 CAGR 성장률은 10.7%에 그쳤으나 2019년부터 2022년까지의 연평균 성장률은 43.0%에 달할 것으로 보인다. 동사는 특히 2021년부터 실적의 퀀텀점프가 예상되고 있으며 이는 주로 커머스 사업 확대나 온라인DA 시장에서의 점유율 증가 덕분이다 (도표 79).

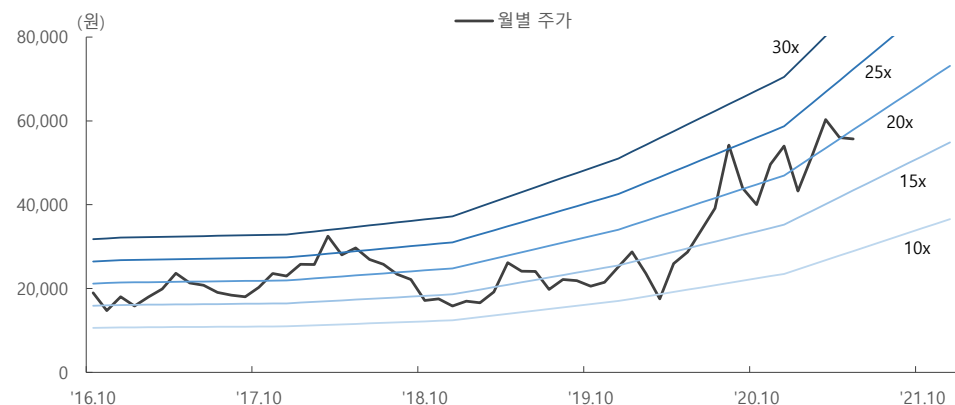
동사는 모회사 SK텔레콤 및 타 SK계열사와의 협력 확대를 통해 2022년까지 꾸준한 고성장이 기대되고 있으나, 5월 15일 종가 55,700원은 12MF PER 기준 19.3배로 기존 SK텔레콤 인수 이전의 Valuation과 유사한 수준이다. 동사의 현재 주가는 향후 예상되는 동사의 실적 성장성을 충분히 반영하지 않았다고 판단하며 인크로스의 매수를 추천한다.

[도표 76] 인크로스 Valuation Table

	12MF
예상 순이익 (십억원)	21.7
적정 PER (배)	24.5
적정 기업가치 (십억원)	533.5
발행 주식 수 (개)	8,056,777
적정 주가 (원)	66,218
목표 주가 (원)	66,000
현재 주가 (원)	55,700
상승 여력	18.5%

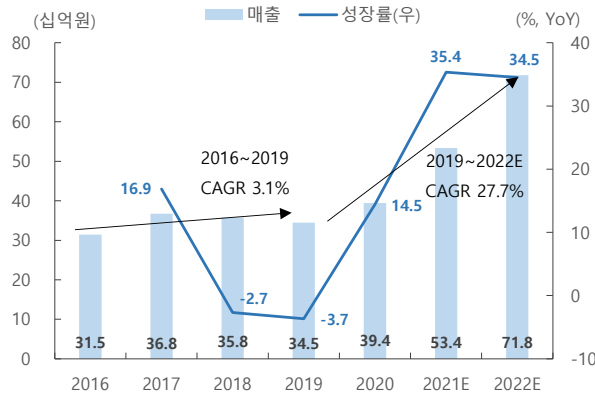
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 77] 인크로스 12MF PER Chart



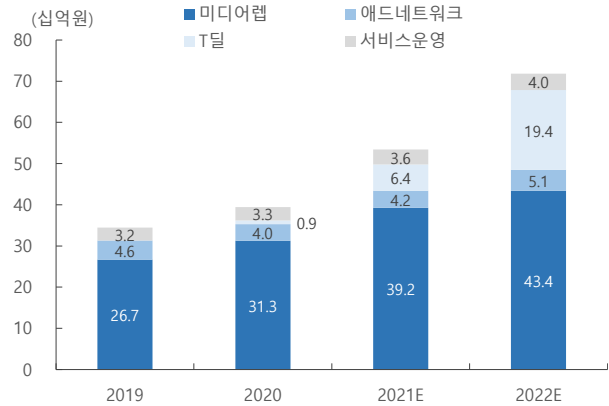
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 78] 인크로스 연간 매출 및 성장률 추이 예상



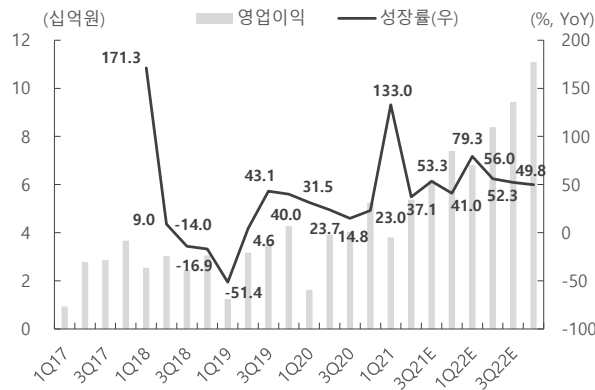
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 79] 인크로스 사업부문별 연간 매출 추이 예상



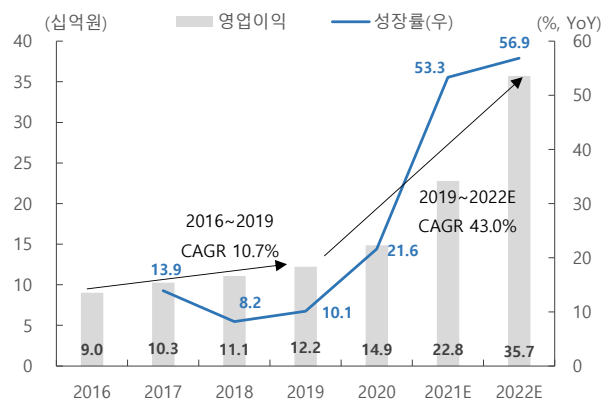
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 80] 인크로스 분기별 영업이익 및 성장률 추이 예상



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 81] 인크로스 연간 영업이익 및 성장률 추이 예상



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 82] 인크로스 연결 실적 예상

(단위: 십억원, %)

	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021E	2022E
매출	10.5	12.5	13.7	16.7	14.7	16.8	18.4	21.9	39.4	53.4	71.8
YoY	53.9	33.1	36.1	26.9	40.7	34.6	33.6	31.3	14.5	35.4	34.5
QoQ	-20.4	19.6	9.8	21.3	-11.7	14.4	9.0	19.2			
미디어렙	8.2	9.4	9.9	11.8	9.2	10.5	10.8	12.8	31.3	39.2	43.4
YoY	49.4	27.8	22.8	13.5	13.1	11.4	9.7	8.9	17.1	25.5	10.6
QoQ	-21.3	15.1	5.0	19.4	-21.6	13.3	3.4	18.6			
매출비중	78.1	75.2	71.8	70.7	62.8	62.2	59.0	58.7	79.3	73.5	60.4
애드네트워크	0.8	1.0	1.1	1.3	1.0	1.2	1.3	1.5	4.0	4.2	5.1
YoY	44.4	-12.7	0.6	3.6	26.5	20.0	20.0	20.0	-12.9	3.8	21.2
QoQ	-34.5	25.0	10.0	15.0	-20.0	18.6	10.0	15.0			
매출비중	7.7	8.0	8.0	7.6	6.9	7.2	7.2	7.0	10.2	7.8	7.1
T 딜	0.6	1.2	1.9	2.7	3.5	4.2	5.2	6.5	0.9	6.4	19.4
YoY		1,553.7	1,147.0	298.1	456.3	245.7	178.9	142.6		613.9	203.9
QoQ	-5.7	90.7	54.9	42.8	31.8	18.5	25.0	24.2			
매출비중	6.1	9.6	13.6	16.0	23.9	24.8	28.4	29.6	2.3	12.0	27.0
서비스운영	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0	1.0	3.3	3.6	4.0
YoY	10.5	9.2	9.9	10.3	10.3	10.3	10.3	10.3	3.4	10.0	10.3
QoQ	0.0	5.0	0.0	5.0	0.0	5.0	0.0	5.0			
매출비중	8.2	7.2	6.5	5.6	6.4	5.9	5.4	4.7	8.3	6.7	5.5
비용	6.7	7.1	7.5	9.3	7.9	8.5	8.9	10.8	24.6	30.6	36.1
YoY	29.0	30.2	24.6	17.5	18.8	18.5	18.3	16.5	10.5	24.5	17.9
QoQ	-15.5	7.1	5.7	22.9	-14.6	6.9	5.5	21.0			
인건비	4.1	4.3	4.5	5.7	4.9	5.1	5.2	6.6	14.1	18.6	21.8
사업비	1.1	1.2	1.3	1.4	1.2	1.3	1.5	1.6	4.1	5.0	5.7
운영비	1.5	1.6	1.8	2.1	1.8	2.1	2.2	2.5	6.4	7.0	8.6
영업이익	3.8	5.4	6.2	7.4	6.8	8.4	9.4	11.1	14.9	22.8	35.7
YoY	133.0	37.1	53.3	41.0	79.3	56.0	52.3	49.8	21.6	53.3	56.9
QoQ	-27.7	41.5	15.3	19.5	-8.0	23.1	12.5	17.5			
OPM	36.3	42.9	45.1	44.4	46.3	49.8	51.4	50.7	37.7	42.6	49.7
순이익	3.2	3.8	4.7	5.9	4.8	6.4	7.4	9.1	12.3	17.5	27.6
YoY	135.1	21.0	13.8	58.7	51.6	68.9	57.9	52.9	32.2	42.6	57.2
QoQ	-15.5	19.4	24.7	26.2	-19.3	32.9	16.6	22.2			
NPM	30.1	30.1	34.1	35.5	32.5	37.7	40.3	41.4	31.2	32.9	38.4

자료: 교보증권 리서치센터

[인크로스 216050]

포괄손익계산서

단위: 억원

12 결산(억원)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	358	345	394	534	718
매출원가	195	168	185	227	272
매출총이익	162	177	209	307	446
매출총이익률 (%)	45.4	51.3	53.0	57.6	62.1
판매비와관리비	51	55	61	80	89
영업이익	111	122	148	228	357
영업이익률 (%)	31.0	35.4	37.6	42.6	49.7
EBITDA	116	133	162	241	371
EBITDA Margin (%)	32.4	38.5	41.0	45.1	51.6
영업외손익	0	0	-1	1	2
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	7	7	4	5	6
금융비용	0	-1	-1	-1	-1
기타	-6	-7	-3	-4	-4
법인세비용차감전순이익	111	122	148	228	359
법인세비용	25	29	25	53	83
계속사업순이익	86	93	123	176	276
종단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	86	93	123	176	276
당기순이익률 (%)	24.1	27.0	31.2	32.9	38.4
비지배자분순이익	0	0	0	0	0
지배자분순이익	86	93	123	176	276
지배자순이익률 (%)	24.1	27.0	31.2	32.9	38.4
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-7	-4	-2	-2	-2
포괄순이익	80	90	121	174	274
비지배자분포괄이익	0	0	0	0	0
지배자분포괄이익	80	90	121	174	274

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 억원

12 결산(억원)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	-8	24	246	210	308
당기순이익	86	93	123	176	276
비현금항목의 가감	41	52	52	79	108
감가상각비	1	8	10	11	12
외환손익	0	0	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	39	44	42	68	97
자산부채의 증감	-113	-101	92	4	2
기타현금흐름	-22	-20	-21	-49	-78
투자활동 현금흐름	104	-1	-23	-24	-25
투자자산	39	-5	1	0	0
유형자산	-9	0	-11	-12	-13
기타	74	4	-12	-12	-12
재무활동 현금흐름	-70	-68	-43	-6	-6
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-70	-68	-43	-6	-6
현금의 증감	26	-45	181	192	129
기초 현금	104	130	85	265	457
기말 현금	130	85	265	457	586
NOPLAT	86	93	124	175	275
FCF	-31	3	218	180	276

자료: 인크로스, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 억원

12 결산(억원)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
유동자산	1,110	1,337	1,657	1,899	2,198
현금및현금성자산	130	85	265	457	586
매출채권 및 기타채권	713	973	1,082	1,224	1,387
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	267	280	309	218	225
비유동자산	103	105	136	99	99
유형자산	16	15	24	25	27
관계기업투자금	3	1	1	1	1
기타금융자산	48	48	47	11	11
기타비유동자산	36	42	65	63	61
자산총계	1,213	1,443	1,793	1,999	2,298
유동부채	580	775	1,011	1,027	1,048
매입채무 및 기타채무	561	743	948	962	980
차입금	0	0	0	0	0
유동상채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	19	32	63	65	69
비유동부채	4	10	37	40	41
차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	4	10	37	40	41
부채총계	584	785	1,048	1,066	1,089
지배자분	629	657	745	932	1,208
자본금	40	40	40	40	40
자본잉여금	408	408	406	406	406
이익잉여금	265	356	478	654	930
기타자본변동	-75	-136	-167	-167	-167
비지배자분	0	0	0	0	0
자본총계	629	657	745	932	1,208
총차입금	0	3	27	27	27

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(억원)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
EPS	1,084	1,157	1,528	2,191	3,442
PER	14.6	21.7	35.4	25.4	16.2
BPS	7,854	8,160	9,251	11,631	15,074
PBR	2.0	3.1	5.8	4.8	3.7
EBITDAPS	1,454	1,649	2,005	3,004	4,627
EV/EBITDA	8.0	13.1	24.2	16.0	10.0
SPS	4,492	4,281	4,895	6,663	8,960
PSR	3.5	5.9	11.0	8.4	6.2
CFPS	-387	36	2,706	2,245	3,449
DPS	0	0	0	0	0

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(억원)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
성장성					
매출액 증가율	-2.7	-3.7	14.4	35.4	34.5
영업이익 증가율	8.2	10.1	21.6	53.4	56.9
순이익 증가율	4.0	8.0	32.1	42.6	57.2
수익성					
ROIC	54.5	44.4	68.2	94.7	85.6
ROA	7.0	7.0	7.6	9.3	12.8
ROE	13.8	14.5	17.5	20.9	25.8
안정성					
부채비율	92.7	119.4	140.6	114.4	90.2
순차입금비용	0.0	0.2	1.5	1.3	1.2
이자보상배율	11,745.6	215.2	109.0	167.2	262.3