

## 인크로스 (216050)

## 미디어/엔터



박성호

02 3770 5657  
sungho.park@yuantakorea.com

RA 이혜인

02 3770 5580  
hyein.lee@yuantakorea.com

투자 의견	<b>HOLD (M)</b>
목표주가	<b>46,500원 (M)</b>
현재주가 (11/4)	<b>42,200원</b>
상승여력	<b>10%</b>

시가총액	3,400억원
총발행주식수	8,056,777주
60일 평균 거래대금	48억원
60일 평균 거래량	104,587주
52주 고	55,000원
52주 저	11,350원
외인지분율	15.78%
주요주주	SK 텔레콤 외 1인 34.60%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(3.9)	5.4	95.4
상대	(1.4)	6.4	57.9
절대(달러환산)	(1.2)	10.6	99.1

## Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	3Q20P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	101	11.9	7.4	100	1.0
영업이익	40	14.8	3.2	43	-5.2
세전계속사업이익	41	10.7	-0.5	45	-9.5
지배순이익	41	40.2	32.4	33	24.9
영업이익률 (%)	40.0	+1.0 %pt	-1.7 %pt	42.7	-2.7 %pt
지배순이익률 (%)	40.8	+8.2 %pt	+7.7 %pt	33.0	+7.8 %pt

자료: 유안타증권

## 본업 양호하나, 신사업 관련 성과물은 부족

**3Q20 Review** 연결실적은 매출액 101억원(+12% YoY), 영업이익 40억원(+15% YoY), 지배 순이익 41억원(+40% YoY)을 기록해 영업이익 기준으로 컨센서스에 거의 부합

**매출액 세부구성은 미디어렙 82억원(+18% YoY), 광고플랫폼 11억원(-16% YoY), OMP운영 8억원(+5% YoY)임. ▶미디어렙** : 게임, 수송, 식음료 업종의 광고집행이 증가하면서 매출액이 QoQ로도 +10%의 양호한 성장세 시현. 나스미디어의 온라인 DA 매출이 QoQ로 +17% 증가, 네이버 DA 광고매출이 QoQ로 +12% 증가한 점을 고려하면, 국내 DA 시장은 2Q20 → 3Q20 로 넘어가면서 뚜렷한 회복세를 보이고 있는 것으로 평가 가능. 참고로, 2Q20에 론칭한 T-Deal 매출은 현재 미디어렙 매출액에 포함되어 있는데, 아직까진 금액이 미미한 관계로 동사 미디어렙 매출성장률(YoY, QoQ)에 큰 왜곡현상을 발생시키진 않고 있음. ▶**T-Deal** : 3Q20 절대 매출규모는 미미했던 것으로 파악. 동사는 4Q20에 별도 T-Deal 앱을 출시할 예정에 있고 향후 관련 브랜드 마케팅도 검토하고 있는 상황. 4Q20 T-Deal 매출이 별도 계정으로 확인 가능할지 여부는 아직 불확실한 상태

**구체적인 숫자가 필요한 시점** 동사에 대한 투자 의견 Hold, 목표주가 46,500원을 유지. 現 목표주가 46,500원은 2021E EPS 2,038원에 22.8배를 적용시 산출 가능. 참고로, 당사는 2021년 T-deal 관련 매출을 52억원으로 가정. 2021년 T-Deal 매출을 제로로 변경시, 2021E EPS는 기존 2,038원 → 1,549원으로 하락하게 됨. **동사의 現 주가는 기존 가정 기준 2021E PER 20.7배, T-Deal 가정 제거 기준으로 2021E PER 27.2배에 해당.** 동사는 2020년 기말배당의 시행을 검토 중에 있는데, 구체적인 사항은 확정된 바 없음. 만약 경쟁사 나스미디어의 배당정책(2019년 배당성향 별도기준 31%)과 동일한 배당정책을 채택시, 동사의 2020E DPS는 480원(시가배당률 1.1%)으로 크진 않은 편

당사는 T-Deal 의 특징인 식별데이터 기반 문자마케팅의 사업성과 인크로스의 차세대 중점사업인 Addressable TV 광고시장에서의 애드네트워크 사업성에 대해선 기본적으로 긍정적 평가. 다만, 가파른 주가 상승속도와 비교해 T-Deal 관련 성과물 도출이 느린 편이라는 점, Addressable TV 광고 관련 지상파 진영과의 주도권 경쟁이 장기화될 가능성에 대해선 고민. 참고로, **SKB 광고그룹장은 2020년 10월 28일 토론회에서 연말 IPTV 3사-지상파간 협업을 통해 Addressable TV 광고사업을 론칭할 것이라고 표명한 바 있어 후속뉴스에 관심 필요**

## Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액	358	345	379	461
영업이익	111	122	147	213
지배순이익	86	93	125	164
PER	22.0	18.4	27.2	20.7
PBR	2.9	2.4	4.1	3.7
EV/EBITDA	13.5	10.8	18.7	13.0
ROE	13.8	14.5	17.8	20.9

자료: 유안타증권

[표 1] 인크로스 연결 실적 추이 및 전망

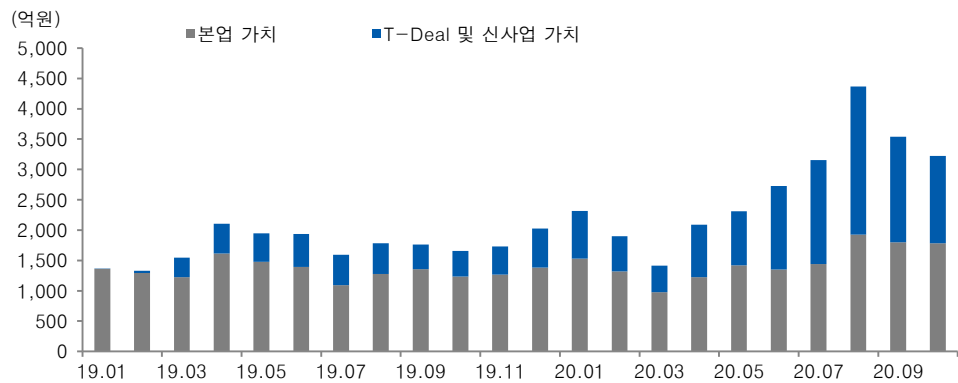
(단위: 억원)

	2018년				2019년				2020년				연간 실적			
	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기	3분기(p)	4분기(e)	2018	2019	2020E	2021E
<b>매출액</b>	<b>84</b>	<b>89</b>	<b>88</b>	<b>98</b>	<b>67</b>	<b>79</b>	<b>90</b>	<b>108</b>	<b>68</b>	<b>94</b>	<b>101</b>	<b>116</b>	<b>358</b>	<b>345</b>	<b>379</b>	<b>461</b>
- 미디어렐	56	60	61	69	50	61	69	87	55	74	82	94	247	267	305	334
- 광고플랫폼	19	20	18	20	10	10	13	13	6	12	11	11	77	46	39	42
- OMP 운영	9	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	34	32	32	33
- T-Deal	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	4	-	-	4	52
<b>매출액(YoY)</b>	<b>34%</b>	<b>-7%</b>	<b>-13%</b>	<b>-10%</b>	<b>-19%</b>	<b>-11%</b>	<b>3%</b>	<b>10%</b>	<b>1%</b>	<b>18%</b>	<b>12%</b>	<b>8%</b>	<b>-3%</b>	<b>-4%</b>	<b>10%</b>	<b>22%</b>
- 미디어렐	55%	27%	10%	-1%	-11%	1%	14%	25%	10%	22%	18%	8%	18%	8%	14%	10%
- 광고플랫폼	43%	-43%	-45%	-27%	-49%	-49%	-28%	-35%	-42%	10%	-16%	-20%	-30%	-40%	-17%	10%
- OMP 운영	-31%	-33%	-32%	-29%	-14%	0%	-5%	-5%	-3%	1%	5%	6%	-31%	-6%	2%	1%
- T-Deal	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1200%
<b>매출원가</b>	<b>46</b>	<b>49</b>	<b>50</b>	<b>50</b>	<b>42</b>	<b>37</b>	<b>43</b>	<b>46</b>	<b>38</b>	<b>42</b>	<b>47</b>	<b>50</b>	<b>195</b>	<b>168</b>	<b>177</b>	<b>191</b>
- 원재료 및 상품매입액	10	10	10	11	7	7	8	8	4	6	7	6	43	31	22	25
- 인건비	20	20	23	23	21	21	23	26	24	25	25	30	86	91	104	109
- 지급수수료	8	12	9	8	7	4	5	3	3	4	4	5	37	18	15	17
- 기타	8	7	8	7	7	6	6	9	7	7	12	9	30	28	35	39
<b>판매비</b>	<b>12</b>	<b>10</b>	<b>13</b>	<b>17</b>	<b>13</b>	<b>10</b>	<b>12</b>	<b>19</b>	<b>14</b>	<b>12</b>	<b>13</b>	<b>15</b>	<b>51</b>	<b>55</b>	<b>55</b>	<b>57</b>
<b>영업이익</b>	<b>25</b>	<b>30</b>	<b>25</b>	<b>30</b>	<b>12</b>	<b>32</b>	<b>35</b>	<b>43</b>	<b>16</b>	<b>39</b>	<b>40</b>	<b>51</b>	<b>111</b>	<b>122</b>	<b>147</b>	<b>213</b>
OPM	30%	34%	28%	31%	18%	40%	39%	40%	24%	42%	40%	44%	31%	35%	39%	46%
<b>지배 순이익</b>	<b>21</b>	<b>23</b>	<b>20</b>	<b>22</b>	<b>11</b>	<b>25</b>	<b>29</b>	<b>28</b>	<b>13</b>	<b>31</b>	<b>41</b>	<b>39</b>	<b>86</b>	<b>93</b>	<b>125</b>	<b>164</b>
NIM	25%	26%	23%	22%	16%	31%	33%	26%	20%	33%	41%	34%	24%	27%	33%	36%

주: T-Deal 은 2Q20부터 시범서비스 개시. 2Q20와 3Q20의 T-Deal 매출은 보수적으로 제로로 추정함.

자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 인크로스 시가총액 추이 - 본업과 신사업으로 구분



주: 인크로스 시가총액에 내재된 본업가치는 나스미디어 대비 Multiple(12MF PER; 컨센서스) 할인치를 제거해 산출.

인크로스 시가총액에서 본업가치를 제외한 나머지는 T-Deal 을 포함한 신사업 가치

자료: 유안타증권 리서치센터

## 인크로스 (216050) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	358	345	379	461	509
매출원가	195	168	177	191	204
매출총이익	162	177	202	270	305
판매비	51	55	55	57	58
영업이익	111	122	147	213	247
EBITDA	116	133	160	226	261
영업외손익	0	0	4	4	6
외환관련손익	0	-1	0	0	0
이자손익	7	7	3	4	6
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-6	-6	1	0	0
법인세비용차감전순이익	111	122	151	217	253
법인세비용	25	29	26	52	61
계속사업순이익	86	93	125	164	192
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	86	93	125	164	192
지배지분순이익	86	93	125	164	192
포괄순이익	80	90	125	164	192
지배지분포괄이익	80	90	125	164	192

주: 영업이익 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	-8	24	179	196	269
당기순이익	86	93	125	164	192
감가상각비	1	8	10	10	12
외환손익	0	0	0	0	0
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-113	-101	32	2	46
기타현금흐름	17	24	12	20	19
투자활동 현금흐름	104	-1	-13	-14	-14
투자자산	39	-5	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-9	0	-10	-10	-10
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	74	4	-3	-4	-4
재무활동 현금흐름	-70	-68	-43	-7	-7
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-70	-68	-43	-7	-7
연결범위변동 등 기타	0	0	30	-128	-41
현금의 증감	26	-45	153	47	208
기초 현금	104	130	85	238	285
기말 현금	130	85	238	285	493
NOPLAT	111	122	147	213	247
FCF	-31	3	156	166	238

자료: 유안타증권

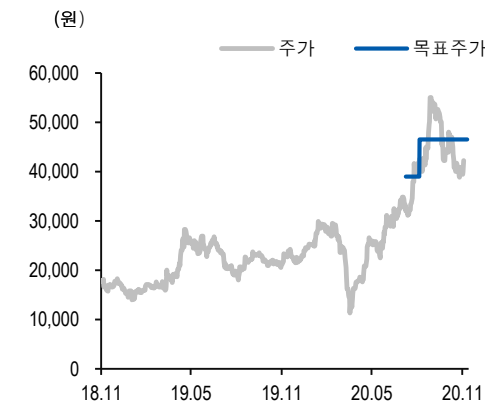
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임  
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임  
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	1,110	1,337	1,270	1,351	1,579
현금및현금성자산	130	85	238	285	493
매출채권 및 기타채권	713	973	832	866	886
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	103	105	134	131	127
유형자산	16	15	19	19	18
관계기업 등 지분관련자산	3	1	1	1	1
기타투자자산	48	48	49	49	49
자산총계	1,213	1,443	1,404	1,482	1,706
유동부채	580	775	627	628	660
매입채무 및 기타채무	561	743	599	600	631
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	4	10	31	31	31
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	584	785	658	659	691
지배지분	629	657	746	823	1,015
자본금	40	40	40	40	40
자본잉여금	408	408	406	406	406
이익잉여금	265	356	481	558	750
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	629	657	746	823	1,015
순차입금	-335	-285	-414	-461	-668
총차입금	0	3	23	23	23

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	1,084	1,157	1,552	2,038	2,380
BPS	8,243	8,946	10,335	11,403	14,059
EBITDAPS	1,454	1,649	1,980	2,804	3,244
SPS	4,492	4,281	4,708	5,721	6,317
DPS	0	0	0	0	0
PER	22.0	18.4	27.2	20.7	17.7
PBR	2.9	2.4	4.1	3.7	3.0
EV/EBITDA	13.5	10.8	18.7	13.0	10.5
PSR	5.3	5.0	9.0	7.4	6.7

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)	-2.7	-3.7	10.1	21.5	10.4
영업이익 증가율 (%)	8.2	10.1	20.4	45.0	16.0
지배순이익 증가율 (%)	4.0	8.0	34.2	31.3	16.8
매출총이익률 (%)	45.4	51.3	53.2	58.6	59.9
영업이익률 (%)	31.0	35.4	38.7	46.2	48.6
지배순이익률 (%)	24.1	27.0	33.0	35.6	37.7
EBITDA 마진 (%)	32.4	38.5	42.1	49.0	51.4
ROIC	54.5	44.4	49.1	59.9	67.7
ROA	7.0	7.0	8.8	11.4	12.0
ROE	13.8	14.5	17.8	20.9	20.9
부채비율 (%)	92.7	119.4	88.2	80.0	68.0
순차입금/자기자본 (%)	-53.2	-43.4	-55.4	-56.0	-65.9
영업이익/금융비용 (배)	11,745.6	215.2	87.5	121.4	140.8

인크로스 (216050) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-11-05	HOLD	46,500	1년		
2020-10-13	HOLD	46,500	1년		
2020-08-07	BUY	46,500	1년	2.77	18.28
2020-07-10	BUY	39,000	1년	-6.54	7.44
2020-06-25	1년 경과 이후		1년		-
2019-06-25	Not Rated	-	1년		-

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	88.5
Hold(중립)	10.9
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2020-11-03

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 박성호)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.