



BUY(Maintain)

목표주가: 70,000원

주가(2/4): 45,050원

시가총액: 3,630억원

미디어/엔터/레저

Analyst 이남수

02) 3787-5115 namsu.lee@kiwoom.com

RA 이한결

02) 3787-3759 gksruf9212@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (2/4)		902.87pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	61,500 원	42,400원
등락률	-26.7%	6.3%
수익률	절대	상대
1M	-12.9%	-0.4%
6M	-13.4%	0.6%
1Y	-10.3%	-4.1%

Company Data

발행주식수	8,057 천주
일평균 거래량(3M)	17천주
외국인 지분율	16.2%
배당수익률(21E)	0.0%
BPS(21E)	11,845원
주요 주주	에스케이스퀘어 외 1 인
	34.6%

투자지표

(십억원, IFRS)	2019	2020	2021P	2022F
매출액	34.5	39.4	51.8	60.3
영업이익	12.2	14.8	21.4	27.9
EBITDA	13.3	16.2	23.3	29.3
세전이익	12.2	14.8	27.0	29.6
순이익	9.3	12.3	21.1	23.1
지배주주지분순이익	9.3	12.3	21.1	23.1
EPS(원)	1,157	1,528	2,615	2,873
증감률(% YoY)	6.8	32.0	71.2	9.9
PER(배)	21.7	35.4	20.2	15.7
PBR(배)	3.08	5.84	4.47	3.07
EV/EBITDA(배)	13.2	24.2	14.1	6.8
영업이익률(%)	35.4	37.6	41.3	46.3
ROE(%)	14.5	17.5	24.8	21.6
순차입금비율(%)	-42.5	-59.1	-102.4	-139.4

자료: 키움증권

Price Trend



인크로스 (216050)

2022년 실적도 쾌청



2022년은 미디어렙과 티딜의 성장에 의해 최대 실적 갱신 페이스 흐름을 전망합니다. 주요 광고주의 디지털 타겟 광고 증가는 구조적인 디지털 광고 시장 증가보다 더욱 탄력적인 개선 흐름을 지원해 줄 것으로 판단합니다. 광고 시작으로 본격적인 트래픽 증가를 가져올 티딜은 탑라인은 물론 마진 개선에 더욱 큰 효과를 발휘하며 2022년의 실적을 이끌 것으로 전망합니다.

>>> 2021년 최대 실적 기록

4분기 매출액 158억원(yoy +20.1%), 영업이익 62억원(yoy +17.7%, OPM 39.1%)을 달성하였다. 인건비 및 솔루션 구축에 따른 일회성 비용 반영이 증가되었지만, 미디어렙 취급고 1,332억원, 티딜 취급고 285억원으로 모두 전년 동기 및 전분기 대비 성장한 모습을 보이며 실적 개선으로 연결되었다.

광고 성수기 효과가 두드러졌던 4분기 미디어렙 부분의 실적은 디지털 트랜스포메이션이 지속 강화되고 있는 산업 및 마케팅 트렌드를 감안할 때 2022년에도 성장을 이어갈 것으로 전망한다. 특히 게임 및 커머스 등 동사 주요 광고주의 디지털 광고 타겟이 증가하고 있는 것도 미디어렙의 꾸준한 성장을 뒷받침하는 요소로 작용할 것으로 판단한다.

>>> 실적 원투펀치로 거듭날 티딜

2021년 285억원의 취급고를 달성한 티딜은 2022년에도 2021년 보여준 전분기 대비 20% 이상의 성장세를 유지하며 전년 대비 두 배 이상 개선될 것으로 전망한다. 티딜은 디지털 광고 시작, 갤럭시 임베디드 어플 채택으로 인해 플랫폼 홍보와 사용자 접근성을 제고시킬 것으로 보인다.

특히, 티딜의 디지털 광고 시작은 서비스 홍보 및 마케팅에 집중하며 이에 따른 고객 트래픽 증가와 서비스 사용율 제고로 연결될 것으로 판단한다. 이는 입점 상품 카테고리 확대, 고객 UI/UX 개선을 통한 편의성 강화, 고객 타겟팅 고도화 노력들과 시너지를 내며 실적 개선에 기여할 것으로 전망한다.

>>> 2022년 실적도 쾌청

디지털 광고는 디지털 트랜스포메이션의 전환 강도 강화, 메타버스 등 새로운 광고 컨셉 등장으로 향후 흔들림 없는 성장세를 지속할 것으로 전망한다. 또한 취급고 성장에 따라 이익 기여도가 높은 티딜의 개선도 발생할 것으로 보여 2022년은 최대 실적을 기록한 2021년을 넘어설 것으로 판단한다.

특히 티딜의 성장으로 영업이익 제고 효과가 두드러지며 2022년 연간 영업이익률은 전년 대비 5.1%p 증가한 46.4%에 육박할 것으로 예상된다. 매출 역시 주요 광고주의 디지털 집중 전략과 티딜 성장 반영에 따라 전년 대비 16% 이상 개선된 600억원을 초과하며 쉼 없는 성장세를 이어갈 것으로 보인다. 이에 투자의견 BUY와 목표주가 70,000원은 유지한다.

인크로스 실적 추이 및 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21P	2020	2021P	2022F
매출액	6.8	9.4	10.1	13.1	10.5	12.5	13.1	15.8	39.4	51.8	60.3
(YoY)	0.8%	18.5%	11.9%	22.1%	53.9%	32.6%	29.6%	20.1%	14.4%	31.3%	16.4%
미디어렙	5.5	7.4	8.0	10.4	8.2	9.9	9.8	12.4	31.3	39.7	44.5
애드네트워크	0.6	1.2	1.1	1.4	0.8	1.0	1.0	1.1	4.2	4.3	4.3
기타	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8	3.3	3.4	3.5
T-Deal	0.0	0.1	0.2	0.7	0.6	0.7	1.4	1.5	0.9	4.2	8.0
매출원가	3.8	4.2	4.9	5.6	5.4	5.8	5.6	7.3	18.5	24.1	25.2
(YoY)	-10.1%	13.1%	13.3%	24.0%	43.2%	35.6%	14.9%	30.1%	10.3%	30.1%	4.8%
매출총이익	3.0	5.2	5.2	7.5	5.1	6.7	7.5	8.4	20.9	27.7	35.1
(YoY)	18.8%	23.2%	10.6%	20.7%	67.2%	30.2%	43.2%	12.6%	18.3%	32.5%	26.5%
GPM	44.6%	54.9%	51.8%	57.0%	48.4%	53.9%	57.2%	53.5%	53.0%	53.5%	58.1%
판매비	1.4	1.2	1.2	2.2	1.3	1.4	1.4	2.3	6.1	6.3	7.1
(YoY)	6.8%	22.0%	-1.7%	16.1%	-9.2%	9.7%	19.6%	0.7%	11.0%	4.0%	12.4%
영업이익	1.6	3.9	4.0	5.3	3.8	5.4	6.1	6.2	14.8	21.4	28.0
(YoY)	31.4%	23.6%	14.8%	22.9%	132.4%	36.7%	50.1%	17.7%	21.6%	44.2%	30.6%
OPM	24.0%	41.7%	40.0%	40.0%	36.3%	42.9%	46.4%	39.1%	37.6%	41.3%	46.4%
순이익	1.3	3.1	4.1	3.7	3.2	4.3	5.4	8.3	12.3	21.1	23.2
(YoY)	25.9%	24.9%	40.2%	32.4%	134.8%	39.3%	30.3%	121.3%	32.1%	71.5%	9.7%
NPM	19.7%	33.1%	40.8%	28.4%	30.1%	34.8%	41.0%	52.3%	31.2%	40.8%	38.4%

자료: 인크로스, 키움증권 리서치센터

인크로스 실적 Review

(십억원)	4Q21P	4Q20	(YoY)	3Q21	(QoQ)	컨센서스	(차이)
매출액	15.8	13.1	20.1%	13.1	20.6%	13.1	20.5%
영업이익	6.2	5.3	17.7%	6.1	1.8%	5.6	10.3%
세전이익	10.6	4.9	117.8%	7.0	52.0%	5.8	82.2%
순이익	8.3	3.7	121.3%	5.4	53.7%	4.6	79.4%

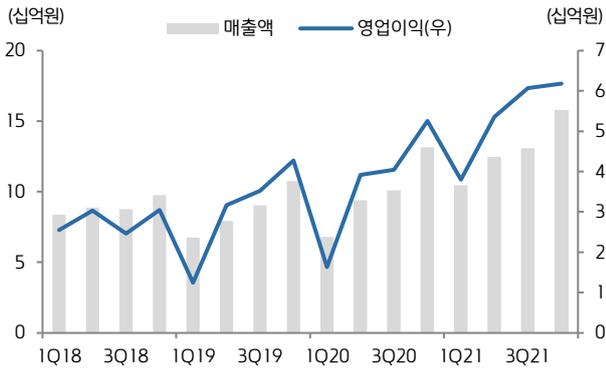
자료: 인크로스, FnGuide 키움증권 리서치센터

인크로스 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전			변경 후			차이		
	2021P	2022F	2023F	2021P	2022F	2023F	2021P	2022F	2023F
매출액	51.4	58.3	65.4	51.8	60.3	69.8	0.8%	3.4%	6.7%
영업이익	21.9	27.0	31.8	21.4	28.0	34.9	-2.4%	3.6%	9.6%
순이익	18.3	22.3	26.4	21.1	23.2	28.9	15.1%	3.9%	9.6%
(YoY)									
매출액	30.2%	13.5%	12.2%	31.3%	16.4%	15.8%			
영업이익	47.8%	23.0%	17.7%	44.2%	30.6%	24.7%			
순이익	49.0%	21.7%	18.4%	71.5%	9.7%	24.9%			

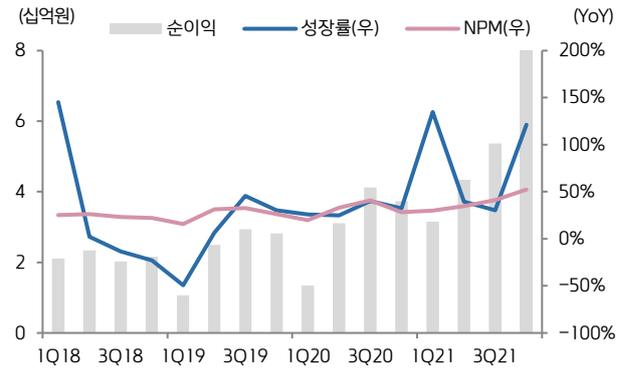
자료: 키움증권 리서치센터

인크로스 매출액 및 영업이익 추이 (K-IFRS 연결)



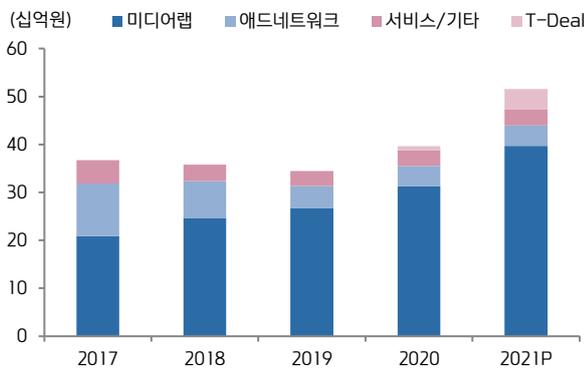
자료: 인크로스, 키움증권 리서치센터

인크로스 순이익 추이 (K-IFRS 연결)



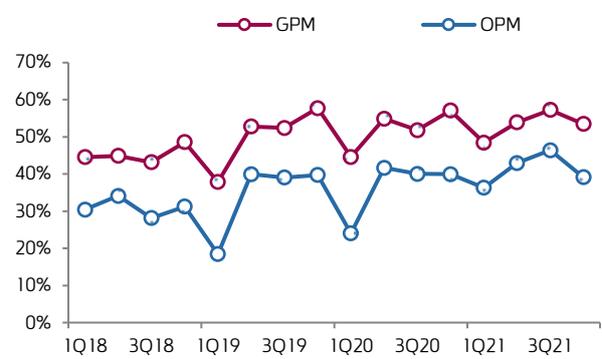
자료: 인크로스, 키움증권 리서치센터

인크로스 부문별 매출액 추이 (K-IFRS 연결)



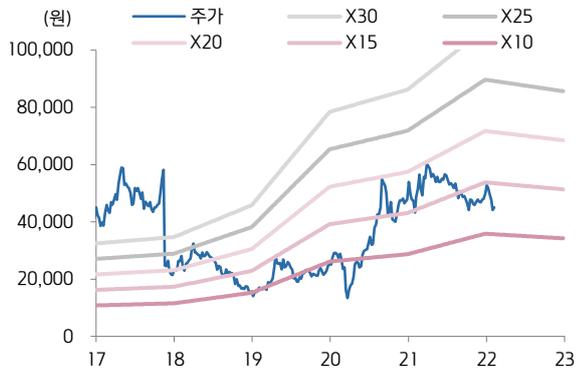
자료: 인크로스, 키움증권 리서치센터

인크로스 GPM 및 OPM 추이 (K-IFRS 연결)



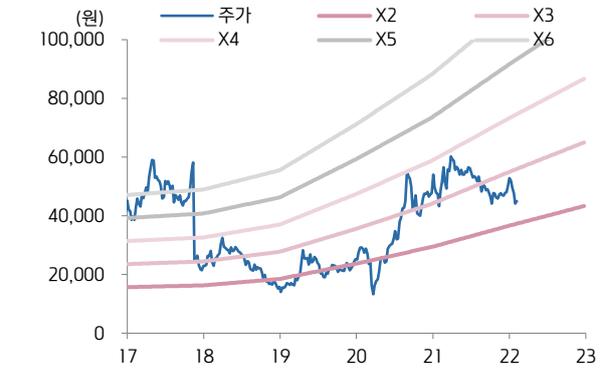
자료: 인크로스, 키움증권 리서치센터

12M Forward PER Band



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

12M Forward PBR Band



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021P	2022F	2023F
매출액	34.5	39.4	51.8	60.3	69.8
매출원가	16.8	18.5	24.1	25.2	26.9
매출총이익	17.7	20.9	27.7	35.1	42.8
판관비	5.5	6.1	6.3	7.1	8.0
영업이익	12.2	14.8	21.4	27.9	34.8
EBITDA	13.3	16.2	23.3	29.3	36.3
영업외손익	0.0	-0.1	5.6	1.7	2.1
이자수익	0.7	0.4	0.8	1.4	1.8
이자비용	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
외환관련이익	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
외환관련손실	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
종속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-0.5	-0.4	4.9	0.4	0.4
법인세차감전이익	12.2	14.8	27.0	29.6	37.0
법인세비용	2.9	2.5	5.9	6.4	8.0
계속사업순이익	9.3	12.3	21.1	23.1	28.9
당기순이익	9.3	12.3	21.1	23.1	28.9
지배주주순이익	9.3	12.3	21.1	23.1	28.9
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-3.5	14.2	31.5	16.4	15.8
영업이익 증감율	10.0	21.3	44.6	30.4	24.7
EBITDA 증감율	14.9	21.8	43.8	25.8	23.9
지배주주순이익 증감율	7.8	32.3	71.5	9.5	25.1
EPS 증감율	6.8	32.0	71.2	9.9	24.9
매출총이익율(%)	51.3	53.0	53.5	58.2	61.3
영업이익률(%)	35.4	37.6	41.3	46.3	49.9
EBITDA Margin(%)	38.6	41.1	45.0	48.6	52.0
지배주주순이익률(%)	27.0	31.2	40.7	38.3	41.4

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021P	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	2.4	24.6	56.6	70.1	60.6
당기순이익	9.3	12.3	21.1	23.1	28.9
비현금항목의 가감	5.2	5.2	8.1	7.5	8.7
유형자산감가상각비	0.8	1.0	1.8	1.3	1.4
무형자산감가상각비	0.3	0.3	0.1	0.1	0.1
지분법평가손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	4.1	3.9	6.2	6.1	7.2
영업활동자산부채증감	-10.1	9.2	32.8	44.6	29.3
매출채권및기타채권의감소	-26.5	-11.0	7.2	10.6	-14.2
재고자산의감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무및기타채무의증가	17.9	19.1	27.2	34.3	43.9
기타	-1.5	1.1	-1.6	-0.3	-0.4
기타현금흐름	-2.0	-2.1	-5.4	-5.1	-6.3
투자활동 현금흐름	-0.1	-2.3	-2.6	-2.5	-2.5
유형자산의 취득	0.0	-1.1	-1.3	-1.4	-1.5
유형자산의 처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-0.1	-0.2	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	0.3	0.1	-0.5	-0.1	0.0
단기금융자산의감소(증가)	0.1	-0.7	-0.4	-0.6	-0.7
기타	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	-0.3
재무활동 현금흐름	-6.8	-4.3	-0.6	-0.6	-0.6
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)	-6.7	-3.7	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-0.1	-0.6	-0.6	-0.6	-0.6
기타현금흐름	0.0	0.0	-0.2	-0.2	-0.1
현금 및 현금성자산의 순증가	-4.5	18.1	53.2	66.7	57.4
기초현금 및 현금성자산	13.0	8.5	26.5	79.7	146.5
기말현금 및 현금성자산	8.5	26.5	79.7	146.5	203.8

자료 : 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021P	2022F	2023F
유동자산	133.7	165.7	212.5	269.5	342.1
현금 및 현금성자산	8.5	26.5	79.8	146.5	203.9
단기금융자산	20.3	21.0	21.4	22.1	22.7
매출채권 및 기타채권	97.3	108.2	101.0	90.4	104.7
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	7.6	10.0	10.3	10.5	10.8
비유동자산	10.5	13.6	13.7	13.9	14.0
투자자산	4.8	4.8	5.3	5.4	5.4
유형자산	1.5	2.4	1.9	2.0	2.1
무형자산	2.2	1.7	1.6	1.6	1.5
기타비유동자산	2.0	4.7	4.9	4.9	5.0
자산총계	144.3	179.3	226.1	283.5	356.1
유동부채	77.5	101.1	126.9	161.3	205.2
매입채무 및 기타채무	74.3	94.8	122.0	156.2	200.2
단기금융부채	0.6	0.8	0.8	0.8	0.8
기타유동부채	2.6	5.5	4.1	4.3	4.2
비유동부채	1.0	3.7	3.7	3.7	3.7
장기금융부채	0.3	2.7	2.7	2.7	2.7
기타비유동부채	0.7	1.0	1.0	1.0	1.0
부채총계	78.5	104.8	130.6	165.0	208.9
자본지분	65.7	74.5	95.4	118.4	147.2
자본금	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
자본잉여금	40.8	40.6	40.6	40.6	40.6
기타자본	-13.6	-16.7	-16.7	-16.7	-16.7
기타포괄손익누계액	-1.1	-1.2	-1.3	-1.5	-1.6
이익잉여금	35.6	47.8	68.9	92.0	120.9
비자본지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	65.7	74.5	95.4	118.4	147.2

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021P	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	1,157	1,528	2,615	2,873	3,588
BPS	8,160	9,251	11,845	14,698	18,266
CFPS	1,800	2,173	3,616	3,806	4,674
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	21.7	35.4	20.2	15.7	12.6
PER(최고)	26.5	38.5	24.3		
PER(최저)	11.8	7.4	16.2		
PBR	3.08	5.84	4.47	3.07	2.47
PBR(최고)	3.76	6.36	5.36		
PBR(최저)	1.67	1.22	3.58		
PSR	5.87	11.03	8.23	6.02	5.20
PCFR	14.0	24.9	14.6	11.8	9.6
EV/EBITDA	13.2	24.2	14.1	6.8	3.9
주요비율(%)					
배당성향(% ,보통주,현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(% ,보통주,현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	7.0	7.6	10.4	9.1	9.0
ROE	14.5	17.5	24.8	21.6	21.8
ROIC	31.7	42.0	187.1	-73.0	-40.8
매출채권회전율	0.4	0.4	0.5	0.6	0.7
재고자산회전율					
부채비율	119.4	140.6	136.9	139.3	141.9
순차입금비율	-42.5	-59.1	-102.4	-139.4	-151.6
이자보상배율	215.2	109.0	157.0	205.1	255.8
총차입금	0.9	3.5	3.5	3.5	3.5
순차입금	-27.9	-44.0	-97.7	-165.1	-223.1
NOPLAT	13.3	16.2	23.3	29.3	36.3
FCF	-0.2	21.5	50.0	66.4	56.6

Compliance Notice

- 당사는 2월 4일 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

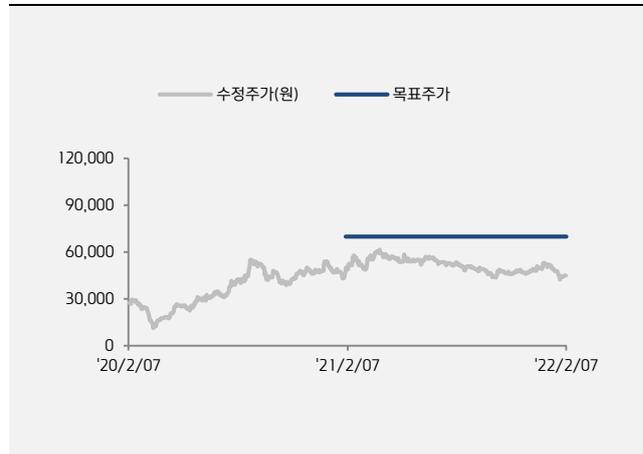
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
인크로스 (216050)	2021-02-03	BUY(Initiate)	70,000원	6개월	-24.64	-17.29
	2021-03-03	BUY(Maintain)	70,000원	6개월	-21.95	-12.14
	2021-04-09	BUY(Maintain)	70,000원	6개월	-21.35	-12.14
	2021-05-12	BUY(Maintain)	70,000원	6개월	-21.36	-12.14
	2021-05-31	BUY(Maintain)	70,000원	6개월	-21.32	-12.14
	2021-07-09	BUY(Maintain)	70,000원	6개월	-21.78	-12.14
	2021-08-24	BUY(Maintain)	70,000원	6개월	-31.03	-27.14
	2021-10-12	BUY(Maintain)	70,000원	6개월	-31.88	-27.14
	2021-11-23	BUY(Maintain)	70,000원	6개월	-31.20	-24.43
	2022-01-10	BUY(Maintain)	70,000원	6개월	-31.51	-24.43
	2022-02-07	BUY(Maintain)	70,000원	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 (2021/01/01~2021/12/31)

매수	중립	매도
97.56%	2.44%	0.00%