



# BUY(Maintain)

목표주가: 28,500원(상향)  
주가(4/4): 18,890원

시가총액: 2,426억원



미디어/엔터/레저 Analyst 이남수  
namsu.lee@kiwoom.com

## Stock Data

KOSDAQ (4/4)		857.18pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	27,105 원	11,550원
등락률	-30.3%	63.5%
수익률	절대	상대
1M	-2.3%	-8.5%
6M	54.2%	25.4%
1Y	-28.1%	-20.1%

## Company Data

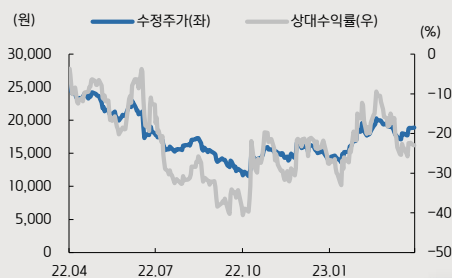
발행주식수	12,843 천주
일평균 거래량(3M)	195천주
외국인 지분율	8.7%
배당수익률(2023E)	2.1%
BPS(2023E)	9,752원
주요 주주	에스케이스퀘어 외 4 인 36.9%

## 투자지표

(십억원, IFRS)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	51.8	53.3	68.1	81.6
영업이익	21.4	19.6	29.2	37.4
EBITDA	22.6	21.0	30.9	39.4
세전이익	27.1	19.6	31.3	39.6
순이익	21.1	15.4	24.5	31.0
지배주주지분순이익	21.1	15.4	24.5	31.0
EPS(원)	1,644	1,200	1,906	2,412
증감률(% YoY)	71.6	-27.0	58.9	26.6
PER(배)	20.2	12.7	9.9	7.8
PBR(배)	4.59	1.84	1.91	1.57
EV/EBITDA(배)	16.7	6.7	5.4	4.0
영업이익률(%)	41.3	36.8	42.9	45.8
ROE(%)	25.2	15.5	21.0	22.1
순차입금비율(%)	-51.3	-52.0	-58.7	-53.7

자료: 키움증권

## Price Trend



# 인크로스 (216050)

## 티딜 성장에 주목하자



1분기에는 퍼포먼스 광고는 견조하지만, 광고 비수기와 브랜드 광고 부진 영향은 피할 수 없을 전망이다. 다만, 티딜의 분기 취급고가 첫 500억원대 문을 열어 분기 실적 리커버리는 물론 2023년에는 전년 대비 두 배 이상 실적 기여를 예상한다. 상저하고의 실적 패턴을 추정하고, AI 관련한 추가적인 비즈니스 모델 도입은 실적 상단을 높이는 효과를 발휘할 것으로 판단한다.

### >>> 1Q23 영업이익 26억원(yoy +47.1%) 컨센 하회

1분기 매출액 117억원(yoy +12.1%), 영업이익 26억원(yoy +47.1%, OPM 22.6%)으로 컨센서스 하회를 전망한다. 1분기는 매크로 불안에 따른 광고 침체와 비수기, 반대로 불황에 대응하는 퍼포먼스 마케팅 증가 등이 복합 작용할 것이다. 하지만 지난해 말부터 추가된 검색광고 수주 확대와 티딜의 취급고 증가 트렌드가 강력해 2023년의 성장 모멘텀은 충분하다.

특히 1분기 명절 효과가 동반된 티딜은 사상 처음 분기 500억원대 취급고를 달성해 2023년에는 전년 대비 두 배 이상 성장하는 모습을 기대한다. 티딜의 취급고는 마진 기여가 큰 특징을 나타내기에 2분기부터 광고 모멘텀이 동반된다면 상저하고 실적 패턴을 더욱 확실히 보여줄 것이다.

### >>> 티딜에서 보여준 AI의 상용화 역량의 확장성

AI 큐레이션 커머스 모델인 티딜은 기본적인 AI 모델에 유저의 피드백을 지속적으로 학습시켜 소비자 최적화를 이끌도록 설계되어 있다. TV 광고를 통해 사용자 증가를 만들어 내고 있는 티딜은 향후 거래 데이터가 누적될수록 더욱 정교한 타겟팅에 다다를 것으로 전망한다. 현재는 트래픽의 증가가 입점 업체 및 MD, 사용자로 선순환되어 플랫폼 경쟁력이 구조적으로 레벨업되는 시기이다. 티딜 모델의 상용화 및 어플리케이션 심화 역량을 기반으로 네이버클라우드와 AI 광고/마케팅 및 법률 서비스 개발을 위한 업무 협약을 체결했다. 대규모 언어 모델(LLM, Large Language Model)인 네이버클라우드의 하이퍼클로바X에 동사의 프롬프트 튜닝이 적용되어 서비스 개발이 이루어질 것으로 보인다. 티딜에서 보여준 AI를 활용한 상용화 역량이 추가적인 서비스로 연결되어 향후 성장성을 주도할 것으로 전망한다.

### >>> 투자의견 BUY, 목표주가 28,500원으로 상향

2023년 매출액 681억원(yoy +27.7%), 영업이익 292억원(yoy +48.4%, OPM 42.9%)을 예상한다. 미디어렐은 퍼포먼스 강세 속 브랜드 광고 동반으로 2분기부터 반등 포인트를 찾을 것으로 보인다. 검색광고도 디지털광고와 통합 수주로 하반기로 갈수록 추가 개선이 기대된다. 올 해 강력한 실적 개선 포인트인 티딜이 매크로 불안에 따른 광고 리스크를 커버할 것으로 보여 투자의견 BUY는 유지하고, 2023E 지배주주순이익 EPS에 Target P/E 15배를 적용해 목표주가는 28,500원으로 상향한다.

인크로스 실적 추이 및 전망 (K-IFRS 연결)

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2022	2023F	2024F
매출액	9.3	12.6	13.9	17.5	11.7	15.6	17.8	23.0	53.3	68.1	81.6
(YoY)	-10.9%	0.9%	6.6%	10.7%	12.1%	24.9%	35.8%	45.6%	2.9%	27.7%	19.8%
미디어렙	6.9	9.7	9.9	12.7	7.1	9.3	10.5	13.5	39.2	40.4	42.4
검색광고	0.0	0.0	0.1	0.2	0.7	1.0	1.6	2.8	0.3	6.2	11.5
애드네트워크	0.5	0.7	1.1	1.2	0.6	0.9	0.9	1.2	3.6	3.4	3.6
기타	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	3.5	3.7	3.8
T-Deal	1.1	1.3	1.9	2.4	2.5	3.5	3.9	4.5	6.6	14.4	20.2
매출원가	5.8	5.9	5.8	7.4	6.5	6.7	6.6	8.2	24.9	28.0	30.9
(YoY)	6.7%	2.6%	3.5%	13.0%	13.4%	13.3%	13.6%	10.4%	6.7%	12.5%	10.5%
매출총이익	3.6	6.7	8.1	10.1	5.2	8.9	11.2	14.8	28.4	40.1	50.6
(YoY)	-29.8%	-0.6%	8.8%	9.0%	45.9%	33.2%	37.3%	47.2%	-0.2%	40.9%	26.3%
GPM	38.2%	53.1%	58.4%	57.6%	44.3%	57.1%	62.9%	64.4%	53.4%	58.9%	62.1%
판매비	1.8	1.8	2.1	3.1	2.5	2.4	2.6	3.3	8.8	10.9	13.3
(YoY)	38.9%	35.1%	46.9%	0.9%	44.6%	31.1%	24.7%	7.6%	23.5%	24.0%	22.0%
영업이익	1.8	4.8	6.1	7.0	2.6	6.5	8.6	11.5	19.7	29.2	37.4
(YoY)	-52.7%	-9.7%	-0.0%	12.9%	47.1%	34.0%	41.6%	64.7%	-8.0%	48.4%	27.9%
OPM	19.3%	38.4%	43.5%	40.0%	22.6%	41.6%	48.3%	50.0%	36.9%	42.9%	45.8%
순이익	1.6	3.1	5.0	5.7	2.4	5.5	7.2	9.4	15.5	24.5	31.0
(YoY)	-50.7%	-27.7%	-6.5%	-30.4%	51.5%	75.8%	42.7%	64.3%	-26.8%	58.3%	26.6%
NPM	16.7%	24.9%	36.0%	32.9%	20.1%	35.4%	40.3%	41.1%	29.0%	36.0%	38.0%

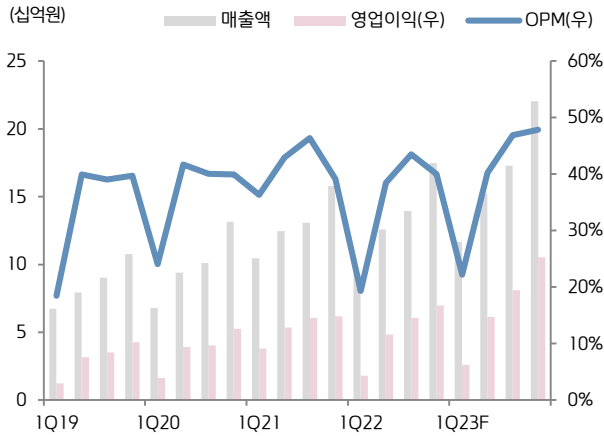
자료: 인크로스, 키움증권 리서치센터

인크로스 실적 Preview

(십억원)	1Q23F	1Q22	(YoY)	4Q22	(QoQ)	컨센서스	(차이)
매출액	11.7	9.3	25.8%	17.5	-32.9%	12.2	-3.9%
영업이익	2.6	1.8	47.1%	7.0	-62.1%	3.6	-26.5%
순이익	2.4	1.6	51.5%	5.7	-59.1%	3.0	-21.6%

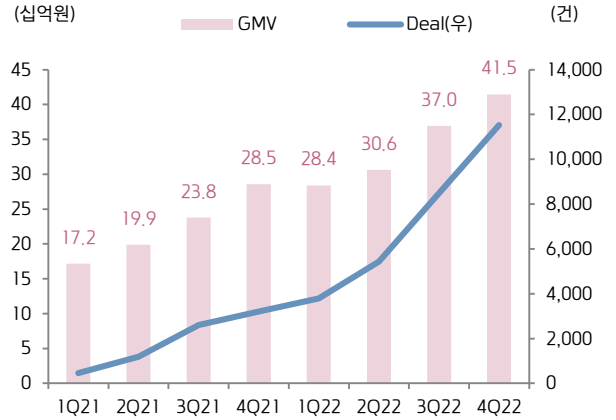
자료: 인크로스, 에프앤가이드, 키움증권 리서치센터

인크로스 매출액 및 영업이익 전망(K-IFRS 연결)



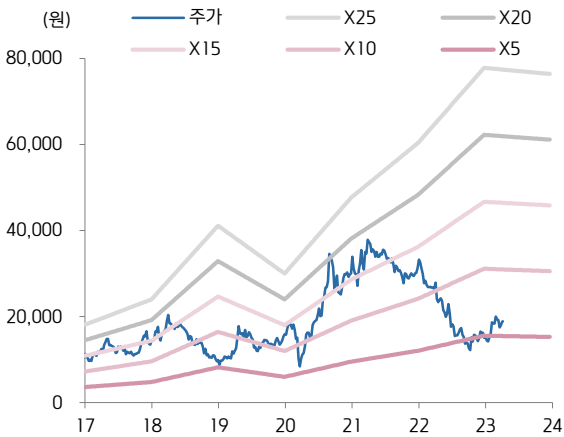
자료: 인크로스, 키움증권 리서치센터

티딜 주요 지표 추이



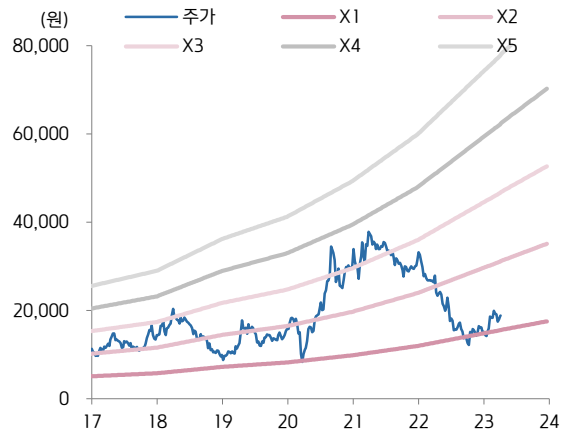
자료: 인크로스, 키움증권 리서치센터

12M Forward PER Band



자료: 에프앤가이드, 키움증권 리서치센터

12M Forward PBR Band



자료: 에프앤가이드, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>매출액</b>	51.8	53.3	68.1	81.6	98.7
매출원가	23.3	24.9	28.0	30.9	34.1
매출총이익	28.5	28.4	40.1	50.6	64.6
판매비	7.1	8.8	10.9	13.3	16.2
<b>영업이익</b>	21.4	19.6	29.2	37.4	48.4
<b>EBITDA</b>	22.6	21.0	30.9	39.4	50.6
영업외손익	5.7	0.0	2.1	2.2	2.7
이자수익	0.4	1.1	1.4	1.6	2.0
이자비용	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
외환관련이익	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
외환관련손실	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
종속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	5.5	-0.9	0.9	0.8	0.9
<b>법인세차감전이익</b>	27.1	19.6	31.3	39.6	51.1
법인세비용	5.9	4.2	6.8	8.6	11.1
계속사업순이익	21.1	15.4	24.5	31.0	40.0
<b>당기순이익</b>	21.1	15.4	24.5	31.0	40.0
<b>지배주주순이익</b>	21.1	15.4	24.5	31.0	40.0
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	31.3	2.9	27.8	19.8	21.0
영업이익 증감율	44.1	-8.4	49.0	28.1	29.4
EBITDA 증감율	39.9	-7.1	47.1	27.5	28.4
지배주주순이익 증감율	71.4	-27.0	59.1	26.5	29.0
EPS 증감율	71.6	-27.0	58.9	26.6	29.0
매출총이익율(%)	55.0	53.3	58.9	62.0	65.5
영업이익율(%)	41.3	36.8	42.9	45.8	49.0
EBITDA Margin(%)	43.6	39.4	45.4	48.3	51.3
지배주주순이익율(%)	40.7	28.9	36.0	38.0	40.5

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>영업활동 현금흐름</b>	10.2	11.4	28.5	17.5	31.9
당기순이익	21.1	15.4	24.5	31.0	40.0
비현금항목의 가감	4.4	8.3	8.7	10.7	12.9
유형자산감가상각비	1.2	1.2	1.5	1.8	1.9
무형자산감가상각비	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
지분법평가손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	3.1	7.0	7.0	8.7	10.8
영업활동자산부채증감	-13.3	-9.1	-0.6	-18.4	-13.1
매출채권및기타채권의감소	-38.5	-4.7	-5.0	-22.8	-18.0
재고자산의감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무및기타채무의증가	31.4	-6.0	4.9	4.9	5.3
기타	-6.2	1.6	-0.5	-0.5	-0.4
기타현금흐름	-2.0	-3.2	-4.1	-5.8	-7.9
<b>투자활동 현금흐름</b>	-8.2	-5.6	-10.6	-11.4	-12.2
유형자산의 취득	-0.3	-0.9	-2.0	-2.0	-2.0
유형자산의 처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	0.1	-0.4	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-7.4	5.5	-0.6	-0.6	-0.6
단기금융자산의감소(증가)	-5.1	-6.8	-4.9	-5.7	-6.5
기타	4.5	-3.0	-3.1	-3.1	-3.1
<b>재무활동 현금흐름</b>	-4.1	-6.0	-5.4	-5.4	-5.4
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)	-4.0	-0.1	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	-5.2	-4.7	-4.7	-4.7
기타	-0.1	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7
기타현금흐름	0.0	0.0	1.8	1.8	1.7
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	-2.1	-0.2	14.3	2.6	16.0
기초현금 및 현금성자산	26.5	24.5	24.3	38.6	41.2
기말현금 및 현금성자산	24.5	24.3	38.6	41.2	57.3

자료 : 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>유동자산</b>	210.8	221.2	245.9	277.3	318.3
현금 및 현금성자산	24.5	24.3	38.7	41.2	57.3
단기금융자산	26.1	32.9	37.8	43.5	50.0
매출채권 및 기타채권	146.3	151.5	156.6	179.4	197.4
재고자산	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
기타유동자산	13.9	12.5	12.7	13.1	13.5
<b>비유동자산</b>	19.6	15.7	16.7	17.3	17.8
투자자산	12.2	6.7	7.4	8.0	8.6
유형자산	2.3	2.9	3.4	3.6	3.6
무형자산	1.5	3.2	3.0	2.8	2.6
기타비유동자산	3.6	2.9	2.9	2.9	3.0
<b>자산총계</b>	230.4	236.9	262.5	294.6	336.1
<b>유동부채</b>	133.2	128.2	133.1	137.9	143.2
매입채무 및 기타채무	127.8	122.2	127.1	132.0	137.3
단기금융부채	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
기타유동부채	4.5	5.1	5.1	5.0	5.0
<b>비유동부채</b>	4.1	2.7	2.7	2.7	2.7
장기금융부채	2.0	1.2	1.2	1.2	1.2
기타비유동부채	2.1	1.5	1.5	1.5	1.5
<b>부채총계</b>	137.4	130.9	135.8	140.7	146.0
<b>자본지분</b>	93.0	106.0	126.7	153.9	190.1
자본금	4.0	6.4	6.4	6.4	6.4
자본잉여금	40.4	38.4	38.4	38.4	38.4
기타자본	-19.2	-17.7	-17.7	-17.7	-17.7
기타포괄손익누계액	-0.7	-0.7	0.2	1.2	2.1
이익잉여금	68.4	79.5	99.3	125.6	160.9
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	93.0	106.0	126.7	153.9	190.1

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	1,644	1,200	1,906	2,412	3,111
BPS	7,242	8,250	9,863	11,982	14,801
CFPS	1,986	1,843	2,585	3,245	4,113
DPS	722	389	389	389	389
<b>주당배수(배)</b>					
PER	20.2	12.7	9.9	7.8	6.1
PER(최고)	24.3	28.0	10.8		
PER(최저)	16.2	9.4	7.0		
PBR	4.59	1.84	1.91	1.57	1.27
PBR(최고)	5.51	4.07	2.08		
PBR(최저)	3.68	1.37	1.36		
PSR	8.24	3.66	3.56	2.97	2.45
PCFR	16.7	8.2	7.3	5.8	4.6
EV/EBITDA	16.7	6.7	5.4	4.0	2.7
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(% ,보통주,현금)	24.7	30.4	19.2	15.1	11.7
배당수익률(% ,보통주,현금)	1.4	2.6	2.1	2.1	2.1
ROA	10.3	6.6	9.8	11.1	12.7
ROE	25.2	15.5	21.0	22.1	23.2
ROIC	57.3	38.7	50.6	53.4	53.8
매출채권회전율	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5
재고자산회전율		2,517.4	1,411.8	1,372.1	1,378.3
부채비율	147.7	123.6	107.2	91.4	76.8
순차입금비율	-51.3	-52.0	-58.7	-53.7	-55.3
이자보상배율	162.7	188.6	280.7	359.0	465.2
<b>총차입금</b>	2.8	2.1	2.1	2.1	2.1
순차입금	-47.7	-55.1	-74.4	-82.6	-105.2
NOPLAT	22.6	21.0	30.9	39.4	50.6
FCF	5.0	6.3	22.0	10.9	24.9

Compliance Notice

- 당사는 4월 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

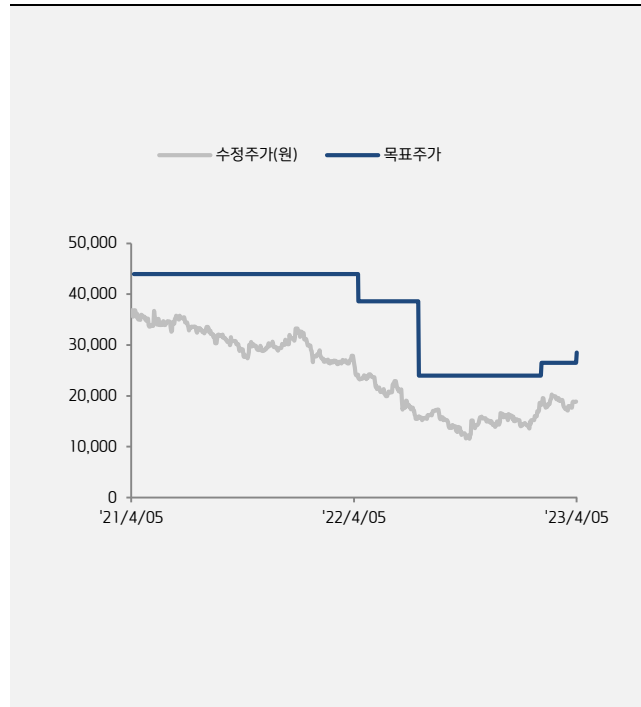
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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	목표가 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
인크로스 (216050)	2021-04-09	Buy(Maintain)	43,970원	6개월	-20.19	-16.14
	2021-05-12	Buy(Maintain)	43,970원	6개월	-20.62	-16.14
	2021-05-31	Buy(Maintain)	43,970원	6개월	-20.88	-16.14
	2021-07-09	Buy(Maintain)	43,970원	6개월	-22.47	-16.14
	2021-08-24	Buy(Maintain)	43,970원	6개월	-24.52	-16.14
	2021-10-12	Buy(Maintain)	43,970원	6개월	-32.87	-30.28
	2021-11-23	Buy(Maintain)	43,970원	6개월	-31.29	-24.43
	2022-01-10	Buy(Maintain)	43,970원	6개월	-31.71	-24.43
	2022-02-07	Buy(Maintain)	43,970원	6개월	-34.38	-24.43
	2022-04-12	Buy(Maintain)	38,631원	6개월	-38.88	-37.23
	2022-05-11	Buy(Maintain)	38,631원	6개월	-46.10	-37.23
	2022-07-20	Buy(Maintain)	24,000원	6개월	-38.49	-27.92
	2022-10-17	Buy(Maintain)	24,000원	6개월	-38.45	-27.92
	2022-11-03	Buy(Maintain)	24,000원	6개월	-38.34	-27.92
	2022-11-23	Buy(Maintain)	24,000원	6개월	-37.88	-27.92
	2022-12-14	Buy(Maintain)	24,000원	6개월	-37.83	-27.92
	2023-01-20	Buy(Maintain)	24,000원	6개월	-31.61	-22.25
	2023-02-06	Buy(Maintain)	26,500원	6개월	-29.52	-23.40
	2023-04-05	Buy(Maintain)	28,500원	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 (2022/4/1~2023/3/31)

매수	중립	매도
95.43%	4.57%	0.00%