

인크로스 (216050)

수익성 개선과 포트폴리오 다각화 동시 진행

회사 개요

인크로스는 SK그룹 산하의 미디어렙 기업이다. 2009년 SKT 계열사의 미디어렙 부문을 인수하면서 외형을 확대했다. 커머스, AoR(Agency of Record), AI 기반 광고 솔루션 등으로도 포트폴리오를 확대 중이다. 2020년에는 SKT와 협력해 'T deal'을 출시하며 커머스 분야로 진출했으며, 2024년부터는 광고주의 예산을 통합 수입하는 AoR(Agency of Record) 모델을 도입해 사업 영역을 넓혔다.

2024년 실적은 매출액은 488억원(+4.3% YoY), 영업이익은 100억원(-20.6%)이다. 하반기 광고 물량 증가로 수익성은 개선됐지만, 4Q24 일회성 비용(44억원) 인식으로 영업이익이 감소했다. 일회성 비용을 제외시 수익성 역시 개선되었다는 의미이다.

주요 고객사 마케팅 활동 확대 기대

2025년에는 주요 광고주의 마케팅 활동 증가가 예상된다. 동사의 주요 광고 고객사인 엔씨소프트가 올해 하반기 아이온2, LLL 등 대형 신작 출시를 앞두고 있다. 신작 출시로 광고 집행이 늘면서 동사의 취급고 역시 증가가 할 것으로 기대된다. 또한, AoR 부문의 매출 비중 상승과 함께 올해도 영업레버리지 효과가 지속될 것으로 보인다. AoR은 광고주의 광고 집행을 단일 대행사가 총괄하는 형태로 1)집행 규모가 크고, 2)규모의 경제를 통한 수익성 개선이 기대되는 사업이다. 사업 개시 직후 영업이익률이 3Q24 40%로 상향(기존 20~30%대)되었다. 연내 AoR 광고주 2곳 이상 추가 확보하려고 계획 중이다.

비광고 사업으로 포트폴리오 다각화

커머스 사업은 현대차 등 대형 파트너사를 확보하며 기확보한 레퍼런스로 연내 2곳(건설사, 부품사)과 추가 제휴 예정이다. AI 기술을 활용한 플랫폼 신사업으로 올해 4월 PPL 콘텐츠의 효과를 정량화된 데이터로 측정해 효율을 높여주는 AI 크리에이터 매칭 플랫폼 '스텔라이즈(Stellaize)'를 런칭했다. 경기 민감성이 낮은 비광고 영역으로 포트폴리오를 다각화한다는 측면에서 긍정적이다.



권명준 스몰캡
myoungchun.kwon@yuantakorea.com

조혜빈 Research Assistant
hevin.cho@yuantakorea.com

NOT RATED (I)

목표주가 원 (I)

직전 목표주가 원

현재주가 (4/17) 7,070원

상승여력 -

시가총액 908억원

총발행주식수 12,843,222주

60일 평균 거래대금 3억원

60일 평균 거래량 35,321주

52주 고/저 9,440원 / 6,300원

외인지분율 3.18%

배당수익률 0.00%

주요주주 에스케이스퀘어 외 4 인

주가수익률 (%) 1개월 3개월 12개월

절대 (4.5) (0.8) (22.9)

상대 (0.2) 1.0 (9.8)

절대 (달러환산) (2.5) 1.9 (24.6)

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023A	2024A
매출액	518	533	468	488
영업이익	214	196	126	100
지배순이익	211	154	126	97
PER	19.7	16.7	14.1	11.2
PBR	4.2	2.3	1.5	0.9
EV/EBITDA	16.2	9.4	7.2	-0.2
ROE	25.2	15.5	11.5	8.3

자료: 유안타증권

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

회사개요

인크로스는 SK 그룹 산하의 미디어렙 기업이다. 2009년 SKT 계열사의 미디어렙 부문을 인수하면서 외형을 확대했다. 2020년 4월에는 SKT와 협력해 AI 기반 큐레이션 커머스 플랫폼인 'T deal'을 출시하며 커머스 분야로 진출했으며, 2024년부터는 대형 광고주의 예산을 통합 수입하는 AoR(Agency of Record) 모델을 도입해 사업 영역을 넓혔다. 기존 디지털 광고 중심 구조에서 커머스 플랫폼 운영(커머스렙), AI 기반 광고 솔루션, 콘텐츠형 광고 대행 등으로 포트폴리오를 확대 중이다.

광고 밸류체인 전반으로 서비스 범위를 확장하고 있다. 첫째, 2Q23부터 신문·잡지 등의 지면 광고와 방송 매체 집행을 시작했고, 이를 지원하기 위해 자회사 마인드노크를 통해 광고 콘텐츠 제작 기능을 강화했다. 둘째, SK 그룹 시너지를 바탕으로 데이터를 활용한 신사업을 추진하고 있다. 셋째, SK 텔레콤의 First-Party Data 활용이 가능해 순수 광고대행사 대비 기술 기반의 마케팅 자동화를 추진하고 있다. 과거 온라인 매체 광고 집행에 주력했다면, 오프라인 매체 대행과 광고 제작 기능을 통해 통합 마케팅 대행 역량을 구축하고 있다.

2024년 실적은 매출액은 488억원(+4.3% YoY), 영업이익은 100억원(-20.6%)이다. 하반기 광고 물량 증가로 수익성은 개선됐지만, 4Q24 일회성 비용(44억원) 인식으로 영업이익이 감소했다. 일회성 비용을 제외시 수익성 역시 개선되었다는 의미이다.

[그림 1] 인크로스 비즈니스 모델



자료: 인크로스, 유안타증권 리서치센터

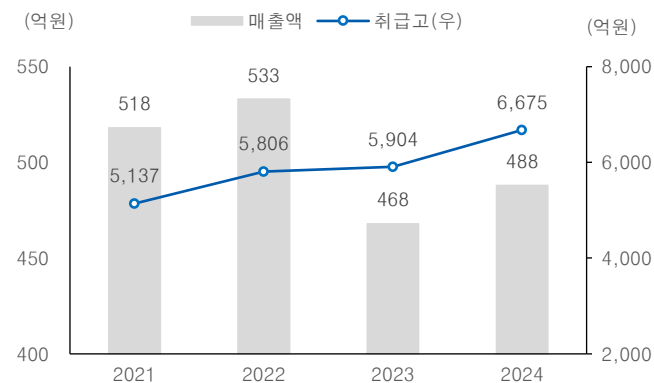
투자포인트1. 기대되는 주요 광고주의 마케팅 활동

2024년 전체 취급고는 6,675억원으로 전년 대비 13.1% 증가했다. 광고 부문은 주요 광고주의 예산 증대와 AOR 사업 기여로 호조를 보였다. 2024년 광고 매출은 전년 대비 18% 증가해 성장세를 견인했다. 특히 4Q24 미디어랩 광고 취급고는 전년 동기 대비 63.1% 증가하며 사상 최대치를 경신했다. 반면 커머스 부문 매출은 경기 침체 영향으로 전년 대비 20% 감소하며 부진했다.

2025년에는 광고주 증가와 AoR 사업 확대로 매출 성장세가 이어질 것으로 기대된다. 고정비 대비 매출 증가에 따른 레버리지 효과로 영업이익이 증가할 것으로 기대된다.

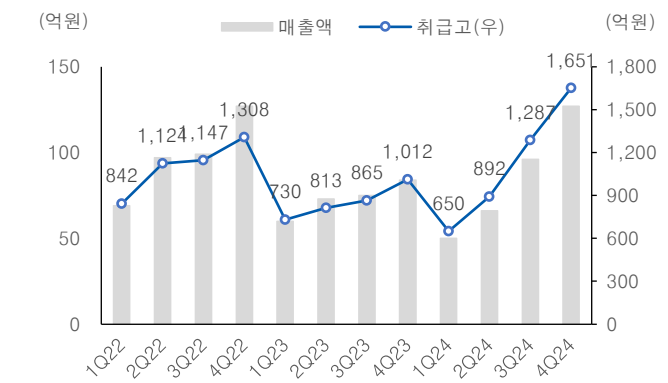
특히, 동사의 주요 광고 고객사인 엔씨소프트가 올해 하반기 아이온2, LLL 등 대형 신작 출시를 앞두고 있다. 신작 출시로 광고 집행이 늘면서 동사의 취급고 역시 증가가 할 것으로 기대된다. 미디어랩의 본업에서의 성장이 예상된다.

[그림 2] 인크로스 전체 매출액 및 취급고 추이



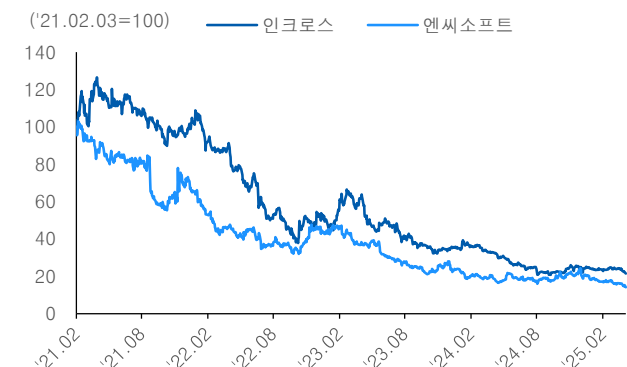
자료: 인크로스, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 인크로스 미디어랩 매출액 및 취급고 추이(분기별)



자료: 인크로스, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 인크로스 및 엔씨소프트 상대주가 추이



자료: QuantiWise, 유안타증권 리서치센터

[표 1] 엔씨소프트 신작 출시 일정(2025)

게임명	출시 예상 시점	구분
블레이드앤소울 2	2025년 4월	중국 출시
리니지 2M	1H25	동남아 출시
LLL	2H25	자체 개발
아이온2	2H25	자체 개발
레거시 IP 기반 신작	2H25	자체 개발
브레이커스	2H25	퍼블리싱
타임 테이커즈	2H25	퍼블리싱

자료: 엔씨소프트, 언론종합, 유안타증권 리서치센터

투자포인트2. AoR 로 수익성 중심 광고 매출 확보

동사는 2024년 5월 AoR(Agency of Record) 사업을 신규 추진하며 광고 밸류체인 내 역할을 넓히고 있다. AoR은 광고주의 온라인/오프라인 매체 집행을 단일 대행사가 총괄하는 형태를 의미한다. SK 그룹 내부 통신사, 제조사 등 그룹 계열 광고주의 캡티브 물량을 기 수주한 상황이다.

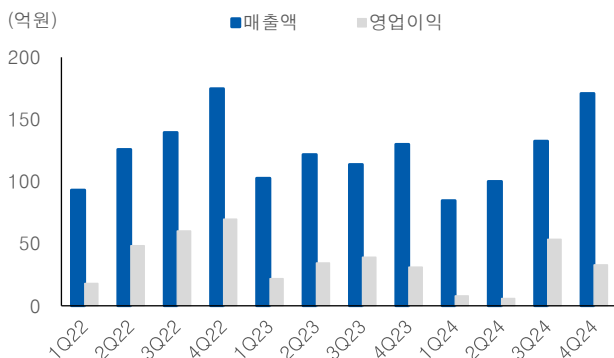
AoR은 대형 광고 예산을 장기간 확보하면서도 비용 효율을 높인다는 점이 특징이다. 전통 미디어 대비 AoR은 수수료율은 낮지만 집행 규모가 크다. 반면, 내부 인력과 인프라를 활용한다는 점에서의 고정비 증가는 제한적이다. 규모의 경제를 통한 수익성 개선이 기대된다. 동사의 영업이익률은 업황에 따른 편차는 있지만 기존 20~30%대에서 AoR 사업 개시 직후인 3Q24 40%으로 상향되었다. 일회성 비용을 제외시 4Q24의 영업이익률은 45%이었다.

2025년 광고매출 내 AoR 비중 상승과 함께 영업레버리지 효과가 지속될 것으로 보인다. 연내 AoR 광고주 2곳 이상 추가 확보하려고 계획 중이다. 이익률 측면에서 주요한 역할을 하고 있어 전체 광고사업의 질적 향상을 이끌 전망이다.

AoR 사업은 동사의 고객들의 고객 락인 효과를 강화한다는 점에서도 의미가 있다. 광고주 입장에서는 하나의 대행사가 모든 매체의 집행을 진행시 커뮤니케이션 관련 비용/시간/인력 감소 효과가 예상되며, 일관된 전략 수행이 가능해진다. 동사는 AoR 수행을 통해 고객사의 연간 광고 예산을 포괄적으로 관리하면서 신뢰 관계를 구축하고 있다. 이는 차후 추가 광고 집행과 다른 서비스 수주 확보로 이어질 수 있는 선순환 구조로 이어질 수 있다.

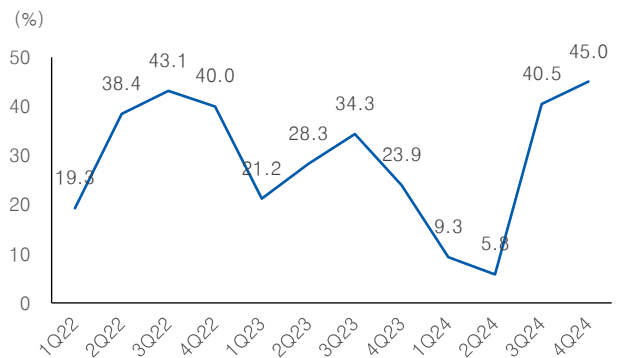
그룹 시너지를 활용해 AoR을 선제적으로 시작한 점은 향후 진입장벽으로 작용할 전망이다. 특히 SKT의 데이터와 미디어 채널 접근성은 인크로스만의 강점이다. AoR 구조로의 전환은 매출 규모 이상의 이익 성장과 고객 기반 강화라는 두 마리 토끼를 잡는 투자 포인트가 될 수 있어 주목이 필요하다.

[그림 5] 분기별 매출액 및 영업이익 추이(연결)



자료: 인크로스, 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 분기별 영업이익률 추이(4Q24 일회성 비용 제외 시)



자료: 인크로스, 유안타증권 리서치센터

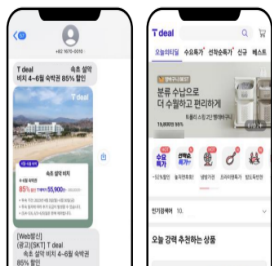
기대요인1. 커머스 사업

커머스 사업을 통해 광고 외 수익을 창출하고 있다. 커머스 사업은 고객사의 온라인 몰을 구축부터 상품 소싱, 운영까지 대행하는 사업이다. 커머스 사업은 크게 두 가지 효과가 기대된다. 첫째, 안정적인 수수료 수익이다. 커머스는 운영 대행에 따른 수수료나 매출연동 수익을 계약으로 보장받는 형태여서, 경기변동에 따른 광고예산 삭감 리스크가 상대적으로 낮다.

둘째, 규모의 경제 효과이다. 한 번 플랫폼 세팅과 운영 노하우가 구축되면 추가 파트너사를 유치할 때마다 규모의 경제를 누릴 수 있다. 이미 SKT의 T-deal로 내부 시스템과 인력풀이 갖춰져 있어, 유사 프로젝트를 늘릴수록 마진율이 개선되는 구조이다. 즉, 초기 진입장벽은 있으나 일단 세팅이 완료되면 고성장-고마진의 이중 효과를 거둘 수 있을 것으로 보인다.

경기불황 장기화로 인한 소비심리 위축 영향으로 커머스 거래액(GMV)은 감소했으나, 2024년 11월, 현대차의 커머스몰 ('현대샵') 출시 등 대형 파트너사를 확보하며 커머스업 수익원 다변화하고 있다. 기 확보한 레퍼런스로 2025년 내 2곳(건설사, 부품사)과 추가 제휴 예정이다.

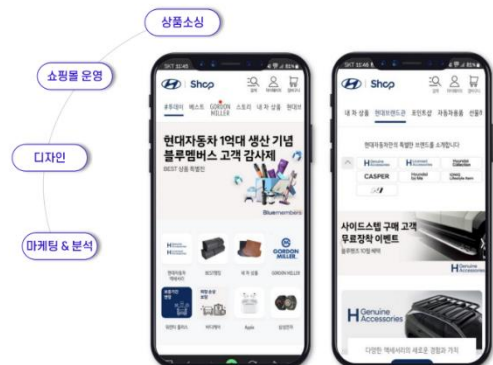
[그림 7] SKT의 AI 기술과 통신 인프라를 결합한 T-deal 서비스



- 1 AI 기반의 SKT 식별 데이터 분석
SKT 빅데이터와 고객 반응 데이터를 AI로 분석해 고객의 구매 가능성 예측 및 타겟팅
- 2 LMS/MMS로 맞춤형 상품 추천
고객의 취향/관심사에 부합하는 상품의 구매 정보와 링크를 Push Message로 전달
- 3 AI-Feedback-Loop를 통한 타겟팅 고도화
클릭/전환 결과 및 고객 반응 등의 데이터를 시에 재학습시켜 타겟팅 고도화

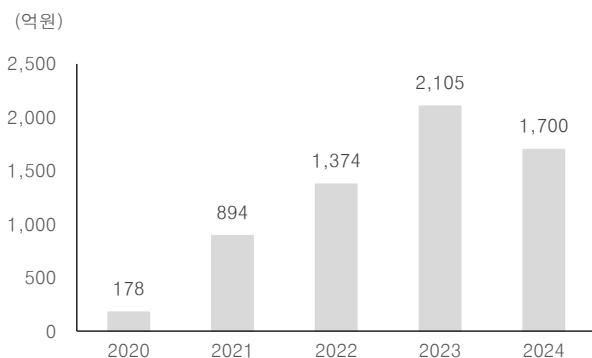
자료: 인크로스, 유안타증권 리서치센터

[그림 8] 현대차 애프터마켓 전용 상품 및 서비스를 '현대샵' 출시



자료: 인크로스, 유안타증권 리서치센터

[그림 9] 연간 커머스 GMV(Gross Merchandise Value) 추이



주: GMV는 특정 기간 동안 판매된 상품의 총 가치를 의미
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 10] 인크로스 커머스 사업부문 주요 계획(1Q25)

- 신규 파트너사 수주를 위한 제안활동 지속
- T-deal 리워드 플랫폼 구축, 광고상품 강화를 통한 수익률 증대
- T-deal 내 브랜드관 신설 등 거래액 성장 전략 수행

자료: 인크로스, 유안타증권 리서치센터

기대요인2. 플랫폼 신사업

AI 기술을 활용한 플랫폼 신사업도 추진하고 있다. 2025년 4월 AI 크리에이터 매칭 플랫폼 ‘스텔라이즈(Stellaize)’를 런칭했다. ‘스텔라이즈’는 인플루언서 PPL 광고를 위해 개발된 AI 기반 플랫폼으로, 크리에이터 매칭부터 성과 리포팅까지 자동화한 것이 특징이다.

광고주의 캠페인 목표와 타겟에 맞춰, AI가 크리에이터 풀의 활동 분야, 팔로워 성향, 콘텐츠 반응 지표 등을 분석하여 최적의 인플루언서를 추천하고 이유를 설명해준다. 또한 캠페인 진행 전후의 키워드 언급량, 검색량 변화 등을 실시간으로 측정해 자동 보고서를 제공함으로써, 브랜드가 마케팅 효과를 빠르게 파악할 수 있게 돕는다. 현재 동사는 스텔라이즈에 200명 이상의 크리에이터를 초기 확보하여 프라이빗 오픈베타를 진행 중이며, 실제 캠페인 적용을 거치며 플랫폼 완성도를 높이고 있다.

정량화가 어려웠던 PPL 콘텐츠의 효과를 데이터로 측정해 광고주와 크리에이터 간 마케팅 효율을 높여준다는 장점이 있다. 2024년 기준 24억달러(약 3.4조원) 규모로 성장한 인플루언서 광고 시장에서 동사는 기존 미디어렐사로서 축적한 데이터로 차별화된 플랫폼 경쟁력을 확보하고 있다.

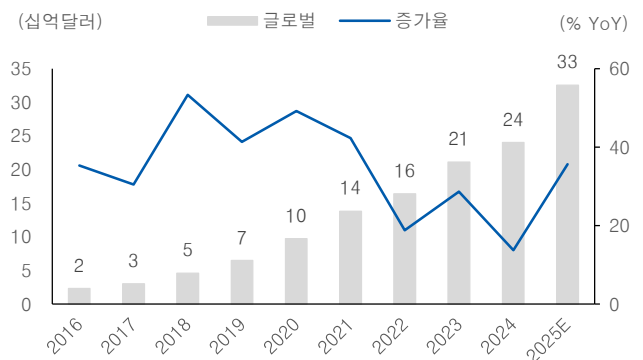
동사가 현재 추진 중인 AI 설문, 위치기반 광고, 크리에이터 매칭 등의 플랫폼 신사업들은 경기 민감성이 낮은 비광고 영역으로 포트폴리오를 다각화한다는 측면에서 긍정적이다.

[그림 11] AI PPL 플랫폼 ‘스텔라이즈’



자료: 인크로스, 유안타증권 리서치센터

[그림 12] 인플루언서 광고 시장 규모 전망



자료: Influencer Marketing Hub, 유안타증권 리서치센터

인크로스 (216050) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산(12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
매출액	394	518	533	468	488
매출원가	185	233	249	249	243
매출총이익	209	285	284	219	245
판매비	61	71	88	93	145
영업이익	148	214	196	126	100
EBITDA	162	226	210	142	117
영업외손익	-1	57	0	37	32
외환관련손익	0	-1	-1	0	-1
이자손익	2	3	10	23	31
관계기업관련손익	0	0	0	4	0
기타	-4	55	-9	10	2
법인세비용차감전순이익	148	271	196	163	132
법인세비용	25	59	42	37	35
계속사업순이익	123	211	154	126	97
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	123	211	154	126	97
지배지분순이익	123	211	154	126	97
포괄순이익	121	211	163	124	92
지배지분포괄이익	121	211	163	124	92

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

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
영업활동 현금흐름	246	102	114	244	420
당기순이익	123	211	154	126	97
감가상각비	10	12	12	14	14
외환손익	0	0	0	0	0
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	93	-133	-91	107	221
기타현금흐름	20	12	40	-3	87
투자활동 현금흐름	-23	-82	-56	-48	83
투자자산	1	8	-5	2	7
유형자산 증가 (CAPEX)	-11	-3	-9	-6	-2
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-12	-87	-43	-44	78
재무활동 현금흐름	-43	-41	-60	-54	-48
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	-52	-47	-39
기타현금흐름	-43	-41	-8	-7	-9
연결범위변동 등 기타	0	0	0	0	0
현금의 증감	181	-21	-2	143	455
기초 현금	85	265	245	243	386
기말 현금	265	245	243	386	841
NOPLAT	148	214	196	126	100
FCF	243	91	110	244	336

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

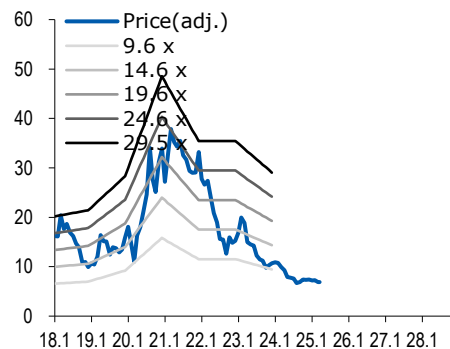
재무상태표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
유동자산	1,657	2,108	2,212	1,976	2,672
현금및현금성자산	265	245	243	386	841
매출채권 및 기타채권	1,082	1,463	1,515	1,128	1,441
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	136	196	157	157	165
유형자산	24	23	29	29	26
관계기업 등 지분관련 자산	1	1	1	1	1
기타투자자산	47	121	66	65	48
자산총계	1,793	2,304	2,369	2,133	2,837
유동부채	1,011	1,332	1,282	966	1,603
매입채무 및 기타채무	948	1,278	1,222	898	1,527
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	37	41	27	23	34
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	1,048	1,374	1,309	989	1,637
지배지분	745	930	1,060	1,144	1,200
자본금	40	40	64	64	64
자본잉여금	406	404	384	383	383
이익잉여금	478	684	795	877	938
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	745	930	1,060	1,144	1,200
순차입금	-449	-486	-560	-751	-1,113
총차입금	27	20	12	11	23

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
EPS	958	1,644	1,200	984	758
BPS	6,200	7,745	8,792	9,480	9,944
EBITDAPS	1,258	1,763	1,634	1,108	910
SPS	3,071	4,033	4,151	3,645	3,801
DPS	0	453	389	321	242
PER	22.7	19.7	16.7	14.1	11.2
PBR	3.5	4.2	2.3	1.5	0.9
EV/EBITDA	14.5	16.2	9.4	7.2	-0.2
PSR	7.1	8.0	4.8	3.8	2.2

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
매출액 증가율 (%)	14.4	31.3	2.9	-12.2	4.3
영업이익 증가율 (%)	21.6	44.2	-8.3	-35.6	-20.6
지배순이익 증가율 (%)	32.1	71.6	-27.0	-18.0	-23.0
매출총이익률 (%)	53.0	55.0	53.3	46.9	50.2
영업이익률 (%)	37.6	41.3	36.8	27.0	20.5
지배순이익률 (%)	31.2	40.8	28.9	27.0	19.9
EBITDA 마진 (%)	41.0	43.7	39.4	30.4	24.0
ROIC	81.8	132.0	75.5	43.4	95.5
ROA	7.6	10.3	6.6	5.6	3.9
ROE	17.5	25.2	15.5	11.5	8.3
부채비율 (%)	140.6	147.7	123.6	86.5	136.4
순차입금/자기자본 (%)	-60.2	-52.3	-52.8	-65.6	-92.7
영업이익/금융비용 (배)	109.0	162.7	188.6	122.8	76.2

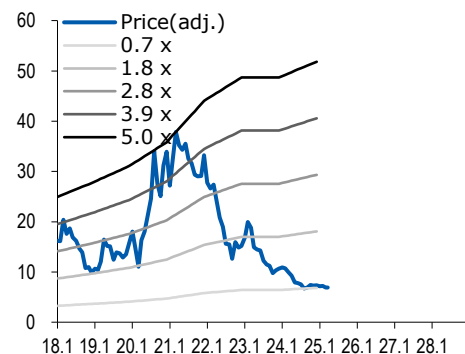
P/E band chart

(천원)

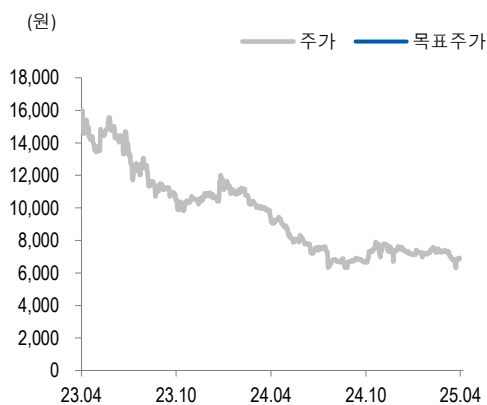


P/B band chart

(천원)



인크로스 (216050) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-04-18	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
Buy(매수)	93
Hold(중립)	7
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-04-17

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 권명준)
- 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 배우자는 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: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%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 투자의사결정은 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.