

2023. 5. 10

Tech팀

최민하

Senior Analyst

minha22.choi@samsung.com

이노션 (214320)

캡티브가 끌고 성장 모멘텀을 찾는다

- 1분기는 어려운 영업 환경 속에서도 계열 대행 물량 증가 등에 힘입어 외형 성장은 달성했으나 비용 부담 가중을 이기지 못해 영업이익은 23.5% 줄며 컨센서스 하회
- 계열사의 신차 모멘텀이 지속되고 리오프닝에 따른 BTL 물량 증가로 캡티브가 실적을 방어하고, 다수의 M&A, 투자 기회를 검토 중으로 비유기적 성장도 도모
- 보유 순현금과 배당수익률 등 감안 시 저평가 구간에 있어 BUY 의견 유지

▶ AT A GLANCE

투자 의견	BUY	
목표주가	58,000원	42.2%
현재주가	40,800원	
시가총액	8,160.0억원	
Shares (float)	20,000,000주 (69.1%)	
52주 최저/최고	38,500원/51,500원	
60일-평균거래대금	5.3억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
이노션 (%)	-0.5	-2.0	-16.9
Kospi 지수 대비 (%pts)	-1.3	-5.4	-13.6

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자 의견	BUY	BUY	
목표주가	58,000	58,000	0.0%
2023E EPS	4,474	4,200	6.5%
2024E EPS	4,592	4,489	2.3%

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	10
Target price	59,700
Recommendation	4.0

BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1

WHAT'S THE STORY?

1Q23 Review- 영업이익, 컨센서스 하회: 1분기 매출총이익은 1,771억원(+7.5% YoY), 영업이익 192억원(-23.5% YoY)으로 비용 부담을 이기지 못해 영업이익 기준 컨센서스를 밑돌았다. 영업 환경이 녹록치 않은 상황에서 주요 광고주의 신차 캠페인, 모터쇼 등에 힘입어 계열 물량이 외형 성장을 견인했다. 매출총이익은 국내는 전년 동기 대비 5.3%, 해외는 8.1% 늘었다. 국내의 경우 매체 대행은 부진했으나 광고 제작 물량이 성장했고, 해외는 우호적인 환율 효과까지 더해진 미주 지역이 양호한 성과를 보였다. 그러나 비계열 전담 조직 확대, 디지털 필수 인력 총원, 스튜디오레노 인수(22년 5월 취득) 등의 영향으로 전년 동기 대비 인력이 9% 늘어 인건비는 11.3% 증가했고 영업 활동 확대에 따른 관련 비용 및 IT 시스템 투자 등으로 기타 판관비가 19.4% 늘어 비용 부담이 가중돼 매출총이익 대비 영업이익률은 10.9%로 4.4%p 하락했다. 반면 이자수익 등 금융수익 증가로 영업외손익이 개선되고, 자회사 잔여지분 취득(Canvas 잔여 지분 취득, 22년 6월)에 따른 지배력 상승으로 지배주주 순이익은 46.6% 늘었다.

캡티브가 받치고 성장성을 도모: 최대 광고주의 신차 모멘텀이 지속되고 리오프닝에 따른 모터스튜디오 등 오프라인, 전시 등 BTL 물량이 증가하면서 우호적이지 않은 영업 환경 속에서도 실적을 방어해줄 전망이다. 성장 모멘텀을 강화하기 위해 다수의 투자 건을 검토 중으로 디지털 마케팅 풀 서비스 커버리지 구축을 위해 금년 상반기 미디어랩사를 인수 예정이고, 소셜마케팅 업체는 검토 중이다. 이 외에도 UX, UI와 데이터 분석 관련 업체를 물색하고 있어 경쟁력 강화를 위한 M&A 기회를 지속 검토하고 있다. 추가로 콘텐츠 전문제작사와 JV 설립을 추진 중이다.

BUY 유지: 목표주가 58,000원(12MF PER 13.5배(최근 3년 평균 PER 15% 할인))을 유지한다. 디지털 마케팅 경쟁력 강화를 통해 성장성을 높여갈 전망이다. 보유 순현금과 배당수익률 등 감안 시 저평가 구간에 있다.

분기 실적

(십억원)	1Q23	증감 (%)		차이 (%)	
		전년동기 대비	전분기 대비	삼성증권 추정	컨센서스
매출액	459.7	32.6	-13.4	36.6	29.1
영업이익	19.2	-23.5	-61.1	-24.4	-17.2
세전이익	27.8	-5.8	-29.0	3.5	-0.5
순이익	23.7	16.9	1.7	28.1	54.9
이익률 (%)					
영업이익	4.2				
세전이익	6.0				
순이익	5.2				

자료: 이노션, Fnguide, 삼성증권 추정

Valuation summary

	2022	2023E	2024E
Valuation (배)			
P/E	11.7	9.1	8.9
P/B	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	1.8	0.9	0.4
Div yield (%)	5.2	5.4	5.5
EPS 증가율 (%)	7.2	26.7	2.6
ROE (%)	8.5	10.3	10.0
주당지표 (원)			
EPS	3,530	4,474	4,592
BVPS	42,482	44,756	47,148
DPS	2,150	2,200	2,250

표 1. 실적 추이와 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E
매출액	264.2	349.4	387.6	500.8	346.8	405.7	467.0	531.0	459.7	446.9	496.1	574.0	1,502.0	1,750.4	1,976.7	2,201.5
매출총이익	139.5	158.2	169.5	201.5	164.8	177.7	192.3	230.4	177.1	190.7	204.3	245.2	668.6	765.1	817.3	894.2
본사	24.5	32.9	40.5	54.5	32.9	38.5	44.6	62.3	34.6	36.5	43.4	63.7	152.4	178.3	178.2	189.2
매체대행	14.3	18.3	20.7	28.0	14.5	19.0	20.3	32.8	12.5	15.9	18.3	31.1	81.4	86.7	77.8	78.8
광고제작	3.3	6.3	9.2	11.8	6.9	10.5	11.9	17.3	9.3	11.6	13.2	20.1	30.5	46.6	54.2	61.4
옥외광고	1.4	1.4	1.9	1.6	1.9	2.3	2.4	1.7	2.1	2.5	2.5	1.8	6.3	8.4	9.0	9.5
프로모션	2.8	4.1	5.0	9.8	7.3	4.2	5.7	6.2	5.6	3.9	4.9	6.1	21.7	23.4	20.5	19.8
기타	2.7	2.8	3.7	3.4	2.2	2.4	4.2	4.3	5.1	2.7	4.5	4.4	12.6	13.2	16.7	19.6
해외	115.0	125.3	129.1	148.2	131.9	139.3	147.7	168.3	142.6	154.2	160.9	181.5	517.5	587.2	639.2	705.0
판관비	119.2	125.6	129.7	158.4	139.6	151.7	156.0	180.9	157.9	161.2	165.1	194.8	532.9	628.2	679.1	743.7
인건비	93.5	98.4	102.3	121.5	109.3	119.1	121.2	136.8	121.6	124.0	127.8	146.6	415.6	486.4	520.1	570.4
기타 판관비	25.7	27.2	27.4	36.9	30.4	32.6	34.7	44.1	36.3	37.2	37.3	48.2	117.2	141.8	159.0	173.3
영업이익	20.3	32.5	39.9	43.1	25.1	26.0	36.3	49.5	19.2	29.5	39.2	50.3	135.7	136.9	138.2	150.5
영업이익/매출총이익 (%)	14.5	20.6	23.5	21.4	15.3	14.6	18.9	21.5	10.9	15.5	19.2	20.5	20.3	17.9	16.9	16.8
세전이익	23.0	33.7	41.2	26.1	29.5	28.7	45.5	39.2	27.8	32.0	40.5	43.3	124.0	142.9	143.5	148.7
지배주주순이익	12.4	16.9	23.9	12.8	14.3	6.6	30.6	19.2	20.9	19.6	26.5	22.4	65.9	70.6	89.5	91.8
(% YoY)																
매출액	-23.2	47.8	37.2	39.9	31.3	16.1	20.5	6.0	32.6	10.2	6.2	8.1	23.0	16.5	12.9	11.4
매출총이익	-3.5	22.1	18.3	19.4	18.1	12.4	13.4	14.4	7.5	7.3	6.3	6.4	14.1	14.4	6.8	9.4
본사	-2.6	32.8	42.7	24.8	34.2	17.1	10.2	14.3	5.3	-5.2	-2.7	2.2	24.9	17.0	-0.0	6.1
매체대행	21.7	32.8	35.1	4.7	1.4	4.0	-2.0	17.1	-14.0	-16.3	-10.1	-5.1	20.3	6.5	-10.2	1.3
광고제작	-2.5	57.1	49.8	58.0	111.9	67.4	29.7	46.9	35.0	9.8	10.8	16.5	45.7	52.9	16.3	13.4
옥외광고	-31.3	-20.5	-4.6	41.0	35.8	63.5	29.1	9.4	10.3	7.0	5.6	6.9	-9.2	33.5	7.3	5.2
프로모션	-48.3	60.9	75.6	125.6	164.0	3.8	14.1	-37.2	-23.1	-8.5	-14.5	-0.1	43.5	8.2	-12.3	-3.5
기타	4.2	5.8	76.8	-16.7	-19.2	-14.1	16.1	28.8	129.7	11.2	6.3	1.9	10.4	5.1	26.4	17.7
해외	-3.7	19.5	12.3	18.3	14.8	11.2	14.4	13.6	8.1	10.7	8.9	7.8	11.4	13.5	8.9	10.3
판관비	1.6	10.6	11.5	24.4	17.1	20.8	20.3	14.2	13.1	6.3	5.9	7.7	12.3	17.9	8.1	9.5
인건비	3.2	9.4	11.6	24.5	16.9	21.0	18.6	12.6	11.3	4.1	5.4	7.1	12.4	17.0	6.9	9.7
기타 판관비	-3.9	15.5	11.2	24.1	18.0	19.9	26.7	19.5	19.4	14.2	7.5	9.3	12.0	21.0	12.1	9.0
영업이익	-25.4	103.6	47.6	4.1	24.0	-20.1	-8.9	14.8	-23.5	13.5	8.0	1.7	21.7	0.9	1.0	8.8
영업이익/매출총이익 (%)	-4.3	8.2	4.7	-3.1	0.7	-5.9	-4.6	0.1	-4.4	0.8	0.3	-0.9	1.3	-2.4	-1.0	-0.1
세전이익	-25.2	58.1	51.3	-32.2	28.5	-14.6	10.4	49.9	-5.8	11.3	-11.1	10.5	5.3	15.3	0.4	3.6
지배주주순이익	-27.7	70.1	57.6	-40.0	15.4	-60.9	28.1	49.9	46.6	197.9	-13.5	17.2	3.8	7.2	26.7	2.6

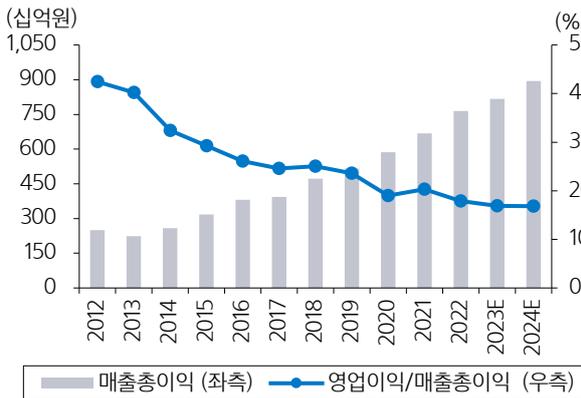
자료: 이노션, 삼성증권 추정

표 2. 지역별 매출총이익과 영업이익

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E
매출총이익	139.5	158.2	169.5	201.5	164.8	177.7	192.3	230.4	177.1	190.7	204.3	245.2	668.6	765.1	817.3	894.2
본사	24.5	32.9	40.5	54.5	32.9	38.5	44.6	62.3	34.6	36.5	43.4	63.7	152.4	178.3	178.2	189.2
유럽	19.7	22.6	20.1	23.7	20.9	22.6	21.6	25.2	20.8	23.2	22.5	26.0	86.1	90.3	92.6	96.7
미주	76.0	82.1	87.8	97.8	88.8	95.9	99.8	118.7	100.2	102.0	109.9	129.6	343.8	403.1	441.7	478.9
중국	2.0	1.7	2.5	4.9	2.8	1.7	4.7	4.0	1.9	1.8	3.9	3.4	11.1	13.3	11.0	11.2
기타지역	17.2	18.9	18.6	21.8	19.4	19.0	21.7	20.4	19.6	27.2	24.5	22.5	76.5	80.5	93.8	118.3
영업이익	20.3	32.5	39.9	43.1	25.1	26.0	36.3	49.5	19.2	29.5	39.2	50.3	135.7	136.9	138.2	150.5
본사	-2.4	3.9	12.3	13.6	3.6	1.6	8.8	14.4	-3.8	1.6	8.4	15.0	27.5	28.4	21.3	22.8
유럽	5.2	6.8	4.0	3.8	3.9	4.7	4.7	6.2	2.7	4.7	5.0	6.1	19.8	19.4	18.4	19.2
미주	14.7	19.1	20.8	19.6	14.0	19.2	17.9	27.4	18.1	21.1	20.8	29.3	74.3	78.5	89.4	95.4
중국	-0.0	-0.9	0.1	1.6	0.4	-1.3	1.4	0.2	-0.9	0.0	0.5	0.1	0.7	0.6	-0.3	-0.2
기타지역	2.7	3.6	2.6	5.0	3.2	1.7	3.3	1.3	3.0	2.1	4.5	-0.2	13.8	9.6	9.3	13.3

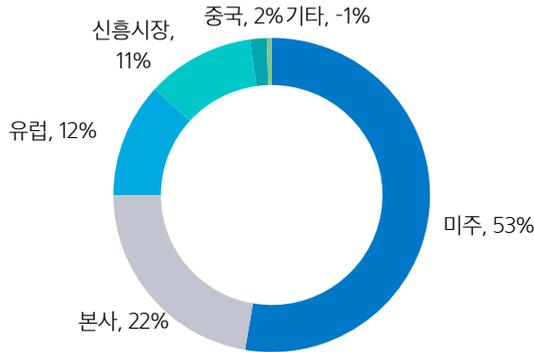
자료: 이노션, 삼성증권 추정

그림 1. 매출총이익과 매출총이익 대비 영업이익률



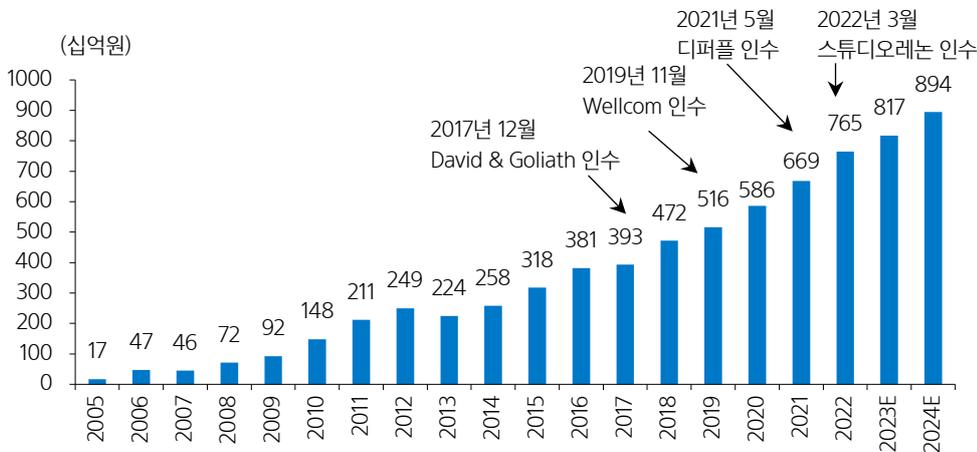
자료: 이노션, 삼성증권 추정

그림 2. 매출총이익 비중 (23년 1분기 기준)



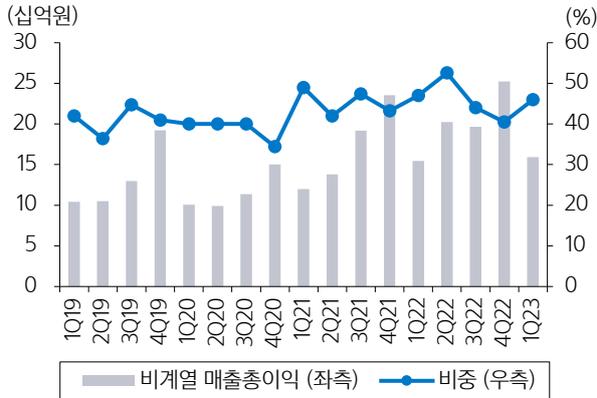
참고: 해외 매출총이익 비중은 연결 조정 반영 / 자료: 이노션, 삼성증권

그림 3. 매출총이익 추이와 전망



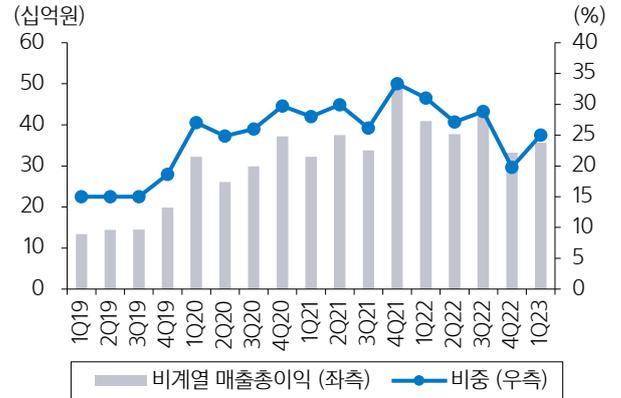
참고: 인수 발표 시점 기준 / 자료: 이노션, 삼성증권 추정

그림 4. 국내 비계열 매출총이익과 비중 추이



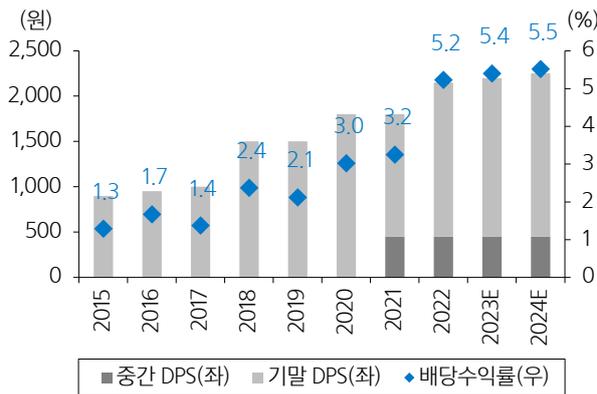
자료: 이노션, 삼성증권

그림 5. 해외 비계열 매출총이익과 비중 추이



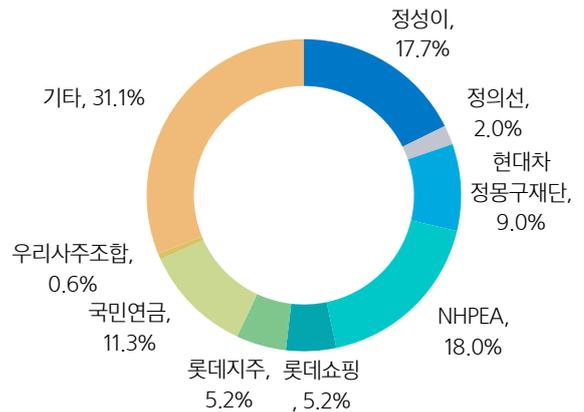
자료: 이노션, 삼성증권

그림 6. 주당 배당금과 배당수익률



참고: 2021년부터 중간배당 실시
자료: 이노션, 삼성증권 추정

그림 7. 주주 구성



참고: 2022년 말 기준, 국민연금 지분율은 4월 6일 공시 기준
자료: 이노션, 삼성증권

표 3. 이익 추정치 변경

(십억원)	2023E			2024E		
	변경 전	변경 후	%	변경 전	변경 후	%
매출액	1,817.1	1,976.7	8.8	1,904.9	2,201.5	15.6
매출총이익	794.7	817.3	2.8	822.4	894.2	8.7
영업이익	138.2	138.2	-0.0	147.8	150.5	1.8
영업이익률 (% , %p)	7.6	7.0	-0.6	7.8	6.8	-0.9
세전이익	140.6	143.5	2.1	149.8	148.7	-0.7
지배주주 순이익	84.0	89.5	6.5	89.8	91.8	2.3

자료: 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,502	1,750	1,977	2,201	2,369
매출원가	833	985	1,159	1,307	1,420
매출총이익	669	765	817	894	950
(매출총이익률, %)	44.5	43.7	41.3	40.6	40.1
판매 및 일반관리비	533	628	679	744	783
영업이익	136	137	138	150	167
(영업이익률, %)	9.0	7.8	7.0	6.8	7.0
영업외손익	-12	6	5	-2	-3
금융수익	11	37	30	26	26
금융비용	7	15	18	22	24
지분법손익	1	1	1	1	2
기타	-17	-17	-8	-7	-7
세전이익	124	143	144	149	164
법인세	37	53	42	44	49
(법인세율, %)	29.7	37.2	29.2	29.9	29.8
계속사업이익	87	90	102	104	115
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	87	90	102	104	115
(순이익률, %)	5.8	5.1	5.1	4.7	4.9
지배주주순이익	66	71	89	92	101
비지배주주순이익	21	19	12	12	14
EBITDA	175	185	165	167	179
(EBITDA 이익률, %)	11.6	10.6	8.3	7.6	7.6
EPS (지배주주)	3,294	3,530	4,474	4,592	5,061
EPS (연결기준)	4,357	4,487	5,083	5,214	5,747
수정 EPS (원)*	3,294	3,530	4,474	4,592	5,061

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동에서의 현금흐름	155	149	131	144	136
당기순이익	87	90	102	104	115
현금유출입이없는 비용 및 수익	95	105	58	49	49
유형자산 감가상각비	32	38	17	7	3
무형자산 상각비	7	10	10	9	9
기타	56	57	32	32	37
영업활동 자산부채 변동	1	-8	4	23	8
투자활동에서의 현금흐름	-10	15	35	-4	-36
유형자산 증감	-6	-11	0	0	0
장단기금융자산의 증감	0	46	-66	-1	-31
기타	-4	-19	101	-4	-6
재무활동에서의 현금흐름	-98	-118	-15	-26	-30
차입금의 증가(감소)	6	-8	29	18	18
자본금의 증가(감소)	-0	0	0	0	0
배당금	-64	-62	-44	-44	-48
기타	-39	-49	0	0	0
현금증감	75	73	150	113	70
기초현금	406	481	554	704	817
기말현금	481	554	704	817	887
Gross cash flow	182	195	160	153	164
Free cash flow	149	138	131	144	136

참고: * 일회성 수익(비용) 제외
 ** 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외
 *** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 이노션, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	1,738	1,800	2,235	2,454	2,685
현금 및 현금등가물	481	554	704	817	887
매출채권	312	321	387	417	456
재고자산	0	0	0	0	0
기타	945	926	1,145	1,219	1,342
비유동자산	463	490	361	352	345
투자자산	14	25	23	27	27
유형자산	32	35	18	11	8
무형자산	310	318	313	307	302
기타	107	112	7	7	7
자산총계	2,202	2,290	2,596	2,806	3,030
유동부채	1,182	1,220	1,435	1,565	1,702
매입채무	287	304	360	392	427
단기차입금	2	3	3	3	3
기타 유동부채	893	913	1,072	1,171	1,272
비유동부채	185	196	230	249	269
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
기타 비유동부채	185	196	230	249	269
부채총계	1,367	1,416	1,664	1,814	1,971
지배주주지분	820	850	895	943	996
자본금	10	10	10	10	10
자본잉여금	132	132	132	132	132
이익잉여금	711	749	794	842	895
기타	-34	-41	-41	-41	-41
비지배주주지분	15	24	36	49	63
자본총계	835	874	932	992	1,059
순부채	-495	-521	-711	-802	-885

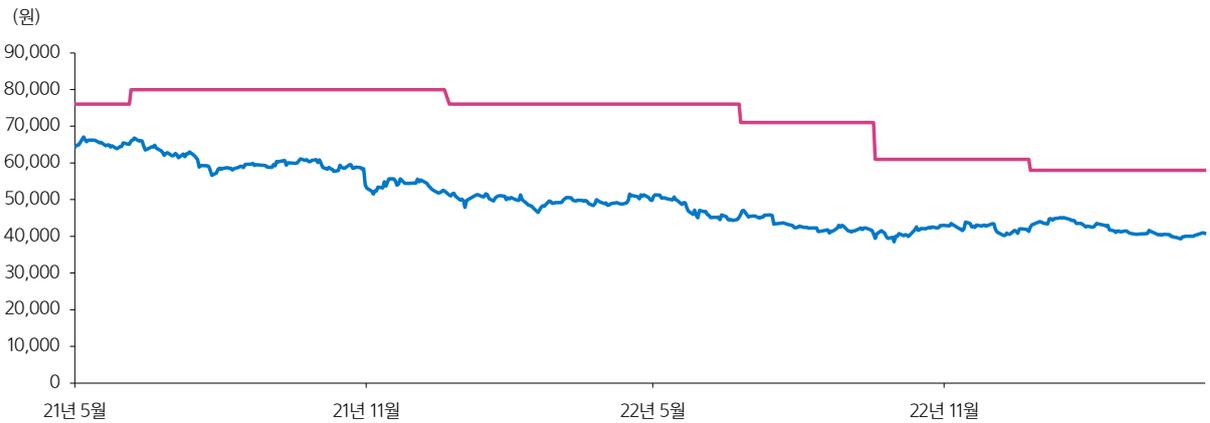
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2021	2022	2023E	2024E	2025E
증감률 (%)					
매출액	23.0	16.5	12.9	11.4	7.6
영업이익	21.7	0.9	1.0	8.8	10.9
순이익	3.4	3.0	13.3	2.6	10.2
수정 EPS**	3.8	7.2	26.7	2.6	10.2
주당지표					
EPS (지배주주)	3,294	3,530	4,474	4,592	5,061
EPS (연결기준)	4,357	4,487	5,083	5,214	5,747
수정 EPS**	3,294	3,530	4,474	4,592	5,061
BPS	41,003	42,482	44,756	47,148	49,809
DPS (보통주)	1,800	2,150	2,200	2,250	2,500
Valuations (배)					
P/E***	16.8	11.7	9.1	8.9	8.1
P/B***	1.4	1.0	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	3.6	1.8	0.9	0.4	-0.0
비율					
ROE (%)	8.3	8.5	10.3	10.0	10.4
ROA (%)	4.1	4.0	4.2	3.9	3.9
ROIC (%)	25.1	22.7	30.3	42.4	51.1
배당성향 (%)	54.6	60.9	49.2	49.0	49.4
배당수익률 (보통주, %)	3.2	5.2	5.4	5.5	6.1
순부채비율 (%)	-59.3	-59.6	-76.3	-80.9	-83.6
이자보상배율 (배)	44.9	42.9	41.0	39.8	40.7

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2023년 5월 9일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2023년 5월 9일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2020/11/26	2021/6/30	2022/1/17	7/20	10/13	2023/1/19
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (₩)	76000	80000	76000	71000	61000	58000
과리율 (평균)	-18.77	-26.65	-35.49	-39.24	-31.54	
과리율 (최대 최소)	-10.39	-16.50	-31.97	-33.66	-28.11	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

기업

- BUY (매수)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 10% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
- HOLD (중립)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10%~ 10% 내외
- SELL (매도)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% 이하

산업

- OVERWEIGHT(비중확대)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
- NEUTRAL(중립)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
- UNDERWEIGHT(비중축소)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2023.03.31

매수(78.1%) 중립(21.9%) 매도(0%)

삼성증권

삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



Member of
**Dow Jones
Sustainability Indices**
Powered by the S&P Global CSA