

인크로스 (216050.KQ)

광고의 진화

인크로스는 NHN엔터테인먼트가 보유한 막대한 빅데이터를 이용해 매출을 일으킬 수 있는 가장 큰 창구. 그룹 내 다수의 플랫폼에서 발생하는 양질의 데이터는 DMP로 모이고 이 DMP는 동사를 통해 수익화될 것

NHN엔터 그룹의 DMP는 먼저 인크로스를 통해 잠재력을 보여줄 것

인크로스는 NHN엔터 그룹의 플랫폼을 포함한 주요 미디어사의 광고 인벤토리 판매를 대행. 현재 미디어렙 시장에서 매출액 기준 나스미디어, 메조미디어에 이은 3위 업체이나 NHN엔터 그룹이 보유한 막대한 DMP(Data Management Platform^주)를 바탕으로 정교한 광고 효과 추정이 가능해 시장 내 점유율 확대될 것으로 전망

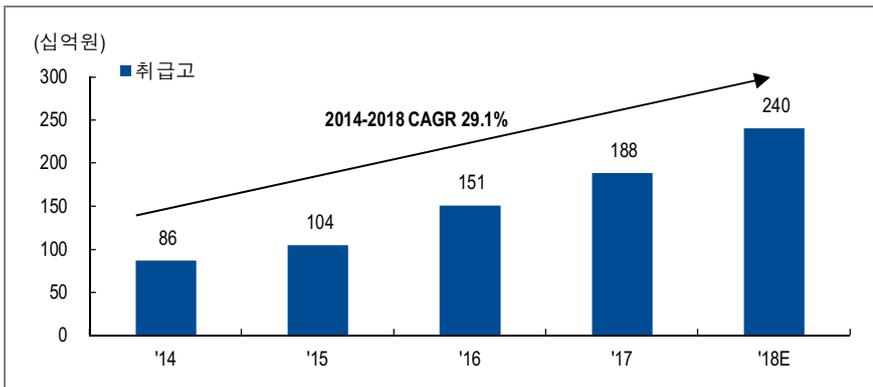
NHN엔터 그룹이 투자해놓은 막대한 플랫폼(대표적으로 결제, 음원, 웹툰, 온라인몰)은 자체 DMP 구축에 있어 강력한 데이터베이스임. 그리고 이 DMP는 결국 광고에서 가장 큰 부가가치 창출할 것. 추후에는 자체 플랫폼에서의 경쟁력 강화와 고객 커스터마이징 서비스로 이어질 전망. 인크로스는 그룹 내 광고 매출의 최전선에 있는 기업으로, 특히 NHN엔터가 축적한 방대한 DMP는 타겟팅 및 광고 효과 측정에서 양적·질적 경쟁력이 높아 광고 판매에서 지속적인 비교 우위 요인으로 작용할 것

DMP 확보로 인해 할인 아닌 할증 받을 이유가 생겼다

동사와 동일한 미디어렙 사업을 영위하고 있는 업계 1위 나스미디어의 경우 2019년 컨센서스 기준 PER 13배에 거래되고 있음. 인크로스는 2018년 영업이익 성장률이 Top tier 중 가장 높을 전망. 그리고 NHN엔터가 보유한 DMP 활용도가 높아질수록 광고주 유치 증가와 시장점유율 확대에 이어질 전망. 이에 동종 기업 대비 밸류에이션 할증이 필요한 시점으로 판단. 현 주가는 2019년 예상 실적 기준 PER 12배로 투자 매력 보유

주) DMP: 고객의 사이트 방문 기록, 구매 제품이나 수량, 횟수와 같은 구매 패턴 등 다양한 데이터를 관리하는 플랫폼

인크로스 취급고 2014~ 2018년 연평균 29.1% 성장



자료: 인크로스, NH투자증권 리서치본부

Not Rated

현재가 ('18/10/18)	21,000원
업종	전문기술
KOSPI / KOSDAQ	2148.31 / 731.34
시가총액(보통주)	168.2십억원
발행주식수(보통주)	8.0백만주
52주 최고가 ('18/03/29)	32,800원
최저가 ('18/10/15)	17,950원
평균거래대금(60일)	954백만원
배당수익률 (2018E)	0.00%
외국인지분율	7.8%
주요주주	
엔터테인먼트엔터테인먼트 외 4 인	45.4%
국민연금	5.4%
주가상승률	3개월 6개월 12개월
절대수익률 (%)	-16.5 -29.4 13.3
상대수익률 (%p)	-7.5 -13.8 3.6

	2017	2018E	2019F	2020F
매출액	36.8	38.6	46.7	57.4
증감률	16.8	5.0	21.0	22.8
영업이익	10.2	13.2	16.8	21.4
영업이익률	27.9	34.3	35.9	37.3
(지배지분)순이익	8.3	10.3	13.5	17.6
EPS	1,071	1,290	1,689	2,201
증감률	13.9	20.5	30.9	30.3
PER	21.4	16.3	12.4	9.5
PBR	2.9	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	12.9	7.3	2.5	1.2
ROE	15.3	13.3	13.6	15.4
부채비율	101.7	67.5	61.6	55.3
순차입금	-43.5	-67.0	-123.8	-141.8

단위: 십억원, %, 원, 배

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망



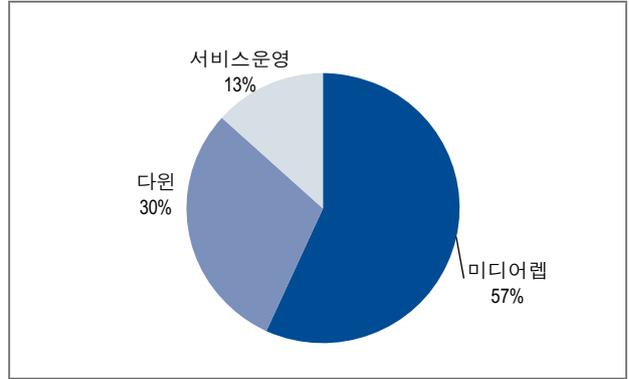
Analyst 백준기
02)768-7066, jack.baek@nhqv.com

기업개요

- 인크로스는 미디어렙(광고대행사와 매체사를 매개하는 역할)기업으로 취급고 기준 시장점유율은 나스미디어, 메조미디어에 이어 3위 업체임
- 2013년 동영상 광고 네트워크 플랫폼인 '다원'을 론칭. 프리롤, 반응형 광고로 광고주 입장에서 광고비 효과적 집행 가능
- 최대주주는 NHN엔터테인먼트로 지분율은 34.9%, 이준호 의장이 4.9%, 이재원 대표이사가 4.9% 지분 보유

제품 및 매출비중

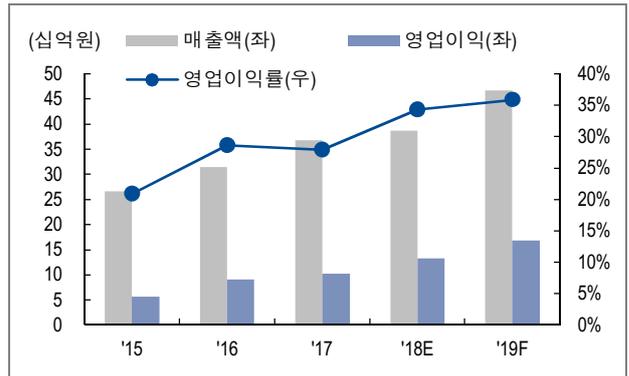
- 동사의 주력 사업은 미디어렙 사업으로 총 매출의 57% 차지(수수료 순매출로 인식). 다원의 경우 30%를 차지하고 있으나 총 매출로 인식되고 있고 실제 취급고는 미디어렙 대비 아직 미미
- 미디어렙 사업의 경우 연평균 20% 안팎의 성장 중이며, 광고주 유입 지속되고 있음



주: 2017년 기준
자료: 인크로스, NH투자증권 리서치본부

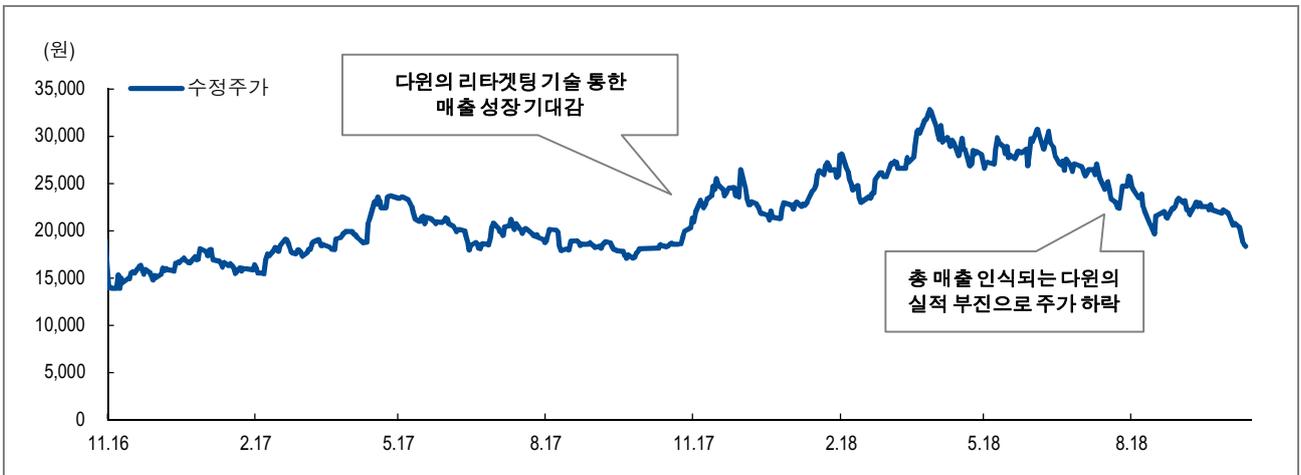
영업 실적 추이

- 2017년 영업이익 102억원, 2016년 영업이익 70억원
- 미디어렙 부문의 취급고는 2017년 1,881억원을 기록했으며 플랫폼 비즈니스의 특성 상 레버리지 발생



자료: NH투자증권 리서치본부 전망

과거 주가 추이 및 주요 이벤트



자료: DataGuide, NH투자증권 리서치본부

국내 3위의 미디어렙 사업자

미디어렙 산업 성장보다 인크로스는 초과 성장 중

미디어렙 사업은 광고 인벤토리를 유통하는 사업으로 광고주, 광고대행사와 매체를 중개하는 역할을 한다. 국내 광고대행사는 대부분 대기업 계열로 활동 영역이 제한적이며 매체의 경우에도 타 매체로의 마케팅이 현실적으로 불가능하다. 또한 미디어렙 사업자는 미디어사 입장에서는 안정적이고 신용도가 높은 매출원이다. 광고주(광고대행사)의 광고비 지불을 보증하는 역할도 겸하고 있기 때문이다.

인크로스는 유튜브와 페이스북 등 주요 미디어의 공식 파트너사로 이들 매출이 성장할 수록 미디어렙 사업의 매출이 따라 증가한다. 인크로스의 취급고는 지난 5년간 연평균 29.1% 성장했다. 이는 디지털 광고 시장의 취급고 성장률인 10%를 초과하는 성장률로서 동사의 경쟁력을 확인할 수 있는 수치이다.

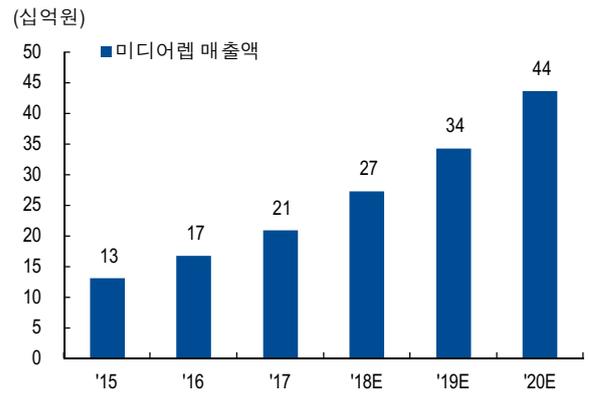
현재 미디어렙 시장은 국내 상위 3개사(나스미디어, 메조미디어, 인크로스)의 경우 광고주 및 광고대행사의 지급 여력이 높아 타사 대비 비용 구조에서 우위에 있다

그림1. 인벤토리 격인 대행수수료 증가 -> 미래의 매출 증가



자료: 인크로스, NH투자증권 리서치본부

그림2. 미디어렙 매출액 꾸준히 증가



자료: 인크로스, NH투자증권 리서치본부

그림3. 미디어렙의 역할



자료: 인크로스, NH투자증권 리서치본부

표1. 국내 미디어렙사 현황(온라인 미디어렙 기준)

사업영역	온라인 미디어렙					
	인크로스	나스미디어	메조미디어	DMC 미디어	작시스 코리아	크로스 미디어
온라인	인터넷 (Display)	○	○	○	○	○
	모바일 (Display)	○	○	○	○	○
옥외광고 (디지털사니지)	○	○		○		○
시외	IPTV	○	○	○		
	CATV			○		
	공중파방송					

자료: 나스미디어, NH투자증권 리서치본부

광고 시장 내 광고 효과 측정방법의 고도화

**현존 광고 분석
기술로는 광고주가
요구하는 매출 추정에
한계**

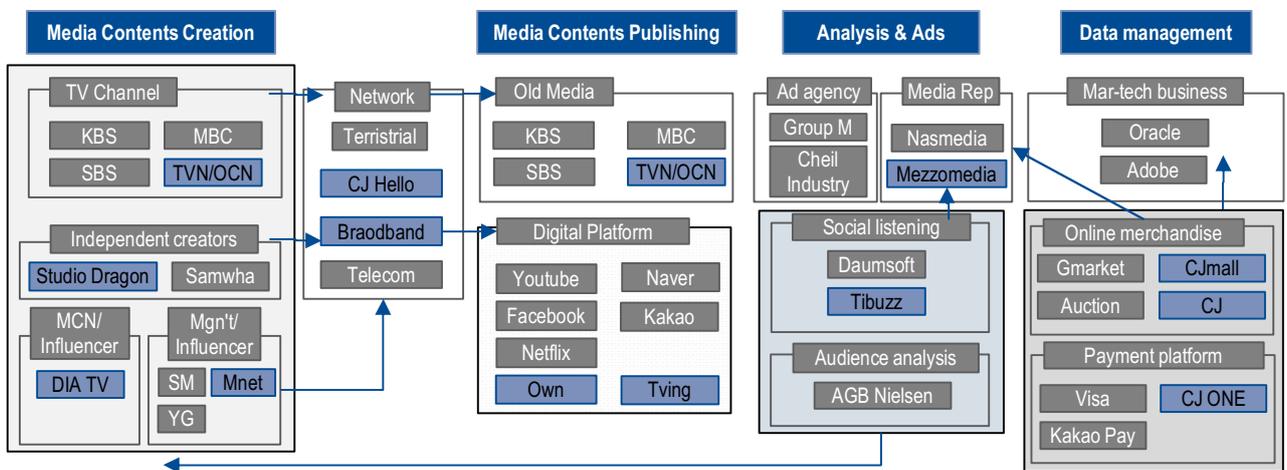
광고와 미디어 시장에서 주로 통용되는 개념인 CPC(Cost Per Click), CPM(Cost Per Mille) 및 GRP(Gross Rating Point), CPRP(Cost Per Rating Point)는 모두 소비자(피광고자)의 노출도와 관련된 것이다. 이들 개념을 위주로 한 광고 집행의 경우 광고 노출 이후 소비자가 어떤 식으로 반응하는지 정확한 분석이 어렵다. 이를 보완한 CPA(Cost Per Action), CPI(Cost Per Install)의 경우 보다 소비자의 행동에 대한 집중하며, 그에 맞춰 과금을 하지만, 이 또한 한정된 플랫폼 안에서 확인가능해 게임 등 일부 앱에만 주로 적용되고있다. 다시 말해 현존하는 광고 분석 기술과 통용되는 광고 집행 체제로는 본 광고의 효과를 매출과 연동해 정교하게 추정할 수 없다고 보아도 무방하다.

**DMP를 통한 광고
효과와 매출 추정
가장 효과적인
방안(CJ그룹의 예)**

그래서 광고 업체뿐만 아니라 미디어 플랫폼, 소셜 플랫폼, 디바이스 제조 업체 등 수많은 기업들이 관심을 갖는 분야가 DMP(Data Managemet Platform)이다. 국내 대표적인 미디어 그룹인 CJ를 중심으로 간략하게 보자면, CJ가 보유하고 있는 제조 미디어가 광고 효과 분석의 핵심적인 역할을 한다. 이는 CJ E&M을 비롯한 CJ 미디어 부문의 광고 인벤토리를 소화해줄 뿐만 아니라 CJ Mall, CJ ONE 등 데이터를 수집할 수 있는 플랫폼과의 협업으로 트래킹이 가능하기 때문이다.

현재 제조미디어는 자체 DMP 보유 데이터의 한계로 3rd Party 데이터인 Oracle에 의존하고 있다. DMP의 구조를 간단하게 설명하면 한 사용자(AD ID를 보유하거나 SDK(소프트웨어개발키트)가 인스톨된 경우)가 어떤 광고에 대한 노출된 이후, 어떤 플랫폼에서 유의미한 행동(ex. 매출 발생)을 할 경우 그 데이터를 수집하는 것이다. 향후 그 사용자 내지는 그와 유사한 연령 및 성별의 사용자가 기 노출된 광고 내지는 그와 유사한 광고에 노출될 경우 발생할 수 있는 유의미한 행동(ex. 매출 발생)이 추정 가능해진다. DMP는 광고과정에서 매출 추정을 가능하게 하는 가장 정교하고 신뢰도가 높은 방식으로 향후 광고 산업뿐만 아니라 자체 플랫폼을 보유한 기업들의 소비자 이해 및 변화로 이어질 것이다.

그림4. CJ그룹의 제작(크리에이터) - 유선 - 미디어 - 미디어렐(광고효과분석) & 소셜리스팅 - DMP - 유통체인 밸류체인



자료: NH투자증권 리서치본부

Social Listening도 함께 따라올 전망

이 DMP와 함께 부각되고 있는 것은 소셜 리스닝으로 국내에서는 Daumsoft(구 다음), Tibuzz(현재 메조미디어가 인수) 등이 운영되고 있다. 이는 SNS 상에서의 반응을 정량적, 정성적으로 점검할 수 있는 솔루션으로 자연어 분석을 기반으로 한다. 예컨대 사용자가 페이스북 상 제품에 부정적인 의견을 남길 경우, 이를 실시간으로 점검해 광고주 및 대행사에 알려준다. DMP를 활용하게 될 때 소셜 리스닝은 정성적, 정량적 지원이 가능해 함께 활용될 것으로 예상된다.

그림5. 각기 다른 분야에서 DMP와 소셜 리스닝 기업들에 대한 관심도 증가 중

Role	Players	Acquition	Year	Note
Media	Google	Postrank	2011	PostRank specializes in measuring social media engagement
	Apple	Topsy	2013	acquired Topsy in December 2013 for more than \$200 million
	Timewarner	Time Warner Medialab	2012	Not much related to social listening
	News corp	Unruly	2015	Digital advertising analysis(emotion) for video(176M USD)
		Appnexus	2016	SSP, Publisher side
	Fox TV	Brandwatch		FOX TV to use brandwatch solution
	Comcast	Watchwith	2016	tracking video information on a scene-by-scene basis
	RTL Group	Spotx	2014	SSP, Ad exchange(Client: Zynga, Spotify, etc)
CJ E&M	Mezzomedia	2012	Digital media representative & Social listening	
Middleman as ad agency	WPP	Clickmedia	2013	Social media marketing agency in Vietnam
		Circus Social		Singapore based(20/Twenty)
	Omnicom	Teein	2014	China. social listening, social marketing and social CRM
		annalect	2011	Own developed
IT service players(Martech) DMP	Oracle	Moat	2016	Digital measurement solution, \$850 million.
	Salesforce	Krux	2016	DMP, \$700 million
		Radian6	2011	social media monitoring tools, for \$340 million
	Adobe	Tubemogul	2016	Media spending realtime monitoring system, \$540 Million
	Cision	Visible Technologies	2015	PR solution, Social listening tracking brand
Social media measurement	Sprinklr			social listening platform => marketing SW
	Brandwatch			social listening platform
	Synthesio			social listening platform

자료: NH투자증권 리서치본부

NHN엔터와 인크로스

PAYCO와 한국사이버결제라는 결제 플랫폼 보유

빅데이터를 축적하고 싶어하는 기업들에게 있어 초미의 관심사는 매출이다. 그리고 결제는 매출의 가장 직접적인 확인 채널이다. NHN엔터 또한 PAYCO에 지속적인 투자를 해왔고 이에 PAYCO는 Top 3 결제 플랫폼이 되었다. 현재 회원수는 약 870만명이다. 더욱이 PAYCO가 네이버 최대 중고거래 카페 중고나라에 50억원을 투자하면서 약 1,670만명에 이르는 회원과 페이코 비즈니스가 연결될 가능성이 높아졌다.

Comico는 일본 Top 3 디지털 만화 플랫폼

Comico는 일본의 라인망가와 MangaONE에 버금가는 대형 웹툰 사이트(MAU 기준)이다. 일본에서는 종이책 시장이 지배적인 시장이었으나 이 3개 플랫폼을 중심으로 전자책, 웹툰 시장이 활성화 되고 있다. 실제로 Comico의 매출도 2016년 310억원에서 2017년 413억원으로 33.2% 고성장 중이다. Comico 플랫폼은 일본을 주력으로 현재 글로벌 4개 국가에 론칭됐고 다운로드수는 3천만건이다.

800만명 회원의 티켓링크

티켓링크는 약 800만명의 회원을 보유한 전문 예매 포털 사이트이다. 야구(넥센, 롯데, 두산 제외), 축구 등의 스포츠 회원 내지는 뮤지컬 등의 공연 예약 회원들이다.

여행박사 인수

또한 NHN엔터는 지난 9월 여행박사의 지분 77.6%를 인수했다. 인수 당시 기준 회원 수는 63만명으로 대부분이 소비력이 왕성한 20~ 40대이다. 여행박사는 데이터 기반 커스터마이징 서비스가 용이한 사업으로 NHN엔터 DMP와의 시너지가 극대화될 전망이다.

NHN벅스와 아이엠스쿨을 보유

그리고 NHN엔터는 음원 스트리밍 서비스를 제공하는 NHN벅스 지분 45.3%를 보유하고 있고 2018년 상반기 기준 회원수는 85만명이다. 또한 학부모를 대상으로 하는 아이엠스쿨(엔에이치엔에듀) 지분도 89.2% 보유하고 있다. 아이엠스쿨은 학교와 학원, 학부모를 연결하는 플랫폼으로 회원수는 400만명이며, 학급 알림장 서비스와 같은 핵심 서비스를 보유하고 있다.

2,140만명의 회원수 + 매출을 유의미하게 설명할 수 있는 결제 플랫폼 보유

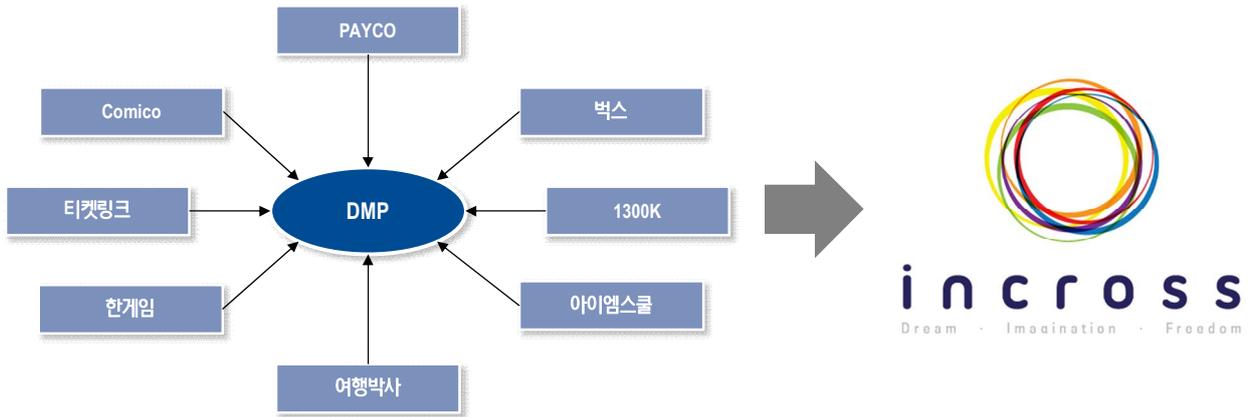
NHN엔터 그룹의 총 회원수를 더하면(중고나라 제외) 약 2,140만명이며 자사 플랫폼인 한게임을 포함할 경우 회원수는 더욱 늘어난다. 단순 회원수보다도 중요한 것은 NHN엔터 그룹의 결제 라인업이다. NHN한국사이버결제는 온라인 PG, VAN 사업을, PAYCO는 간편결제 사업을 영위하고 있다.

표2. 간편결제 시장 내 Top 4인 PAYCO 플랫폼

구분	서비스명	업체명	출시일	가입자	누적거래액	가맹점 수(곳)
ICT	카카오페이	카카오	2014.09	2120만명	2.5조억원	약 1만 2600
	네이버페이	네이버	2015.06	2200만명	12조억원	약 18만 (온라인한정)
	이니페이	KG이니시스	-	-	-	-
	페이나우	LG유플러스	-	-	-	-
	11페이	SK플래닛	2015.04	870만명	3조억원	11번가
	유비페이	하렉스인포텍	-	-	-	-
	페이코	NHN페이코	2015.08	760만명	3.5조억원	온라인 약 10만, 오프라인 약 13만
유통 및 제조	스마일페이	이베이코리아	-	-	-	-
	SSG페이	신세계 아이앤씨	-	-	-	-
	엘페이	롯데멤버스	-	-	-	-
	삼성페이	삼성전자	2015.08	1000만명	18조억원	신용카드 결제 단말기 전체 점포
	배민페이	우아한형제들	-	-	-	-
	LG페이	LG전자	-	-	-	-

자료: NH투자증권 리서치본부

그림6. NHN엔터의 DMP는 인크로스 광고주 확대에 Key Driver가 될 것



자료: NH투자증권 리서치본부

밸류에이션 할인 → 밸류에이션 프리미엄이 필요한 시점

**2019년 PER 12배,
동종기업 대비
밸류에이션 멀티플
할인 이유없음**

2018년 하반기에는 엔씨소프트 리니지M 광고를 수주받는 등 게임 광고주가 지속 증가하고 있다. 그리고 앞서 언급한 대로 NHN엔터의 DMP를 이용한 광고주 유치 활동이 부각되고 있어 미디어랩 산업 내에서 인크로스 점유율이 증가할 것으로 예상된다. 동일한 미디어랩 사업을 영위하고 있는 나스미디어의 경우 2019년 컨센서스 기준 PER 13배에 거래되고 있다.

인크로스는 2018년에도 영업이익이 전년대비 34.3% 증가할 전망이다. 이는 타사 대비 월등한 이익 성장률로 동사 미디어랩 사업의 경쟁력이 높아짐을 의미한다. 당사가 추정한 실적 대비 인크로스의 2019년 PER은 12배이다. 동종 기업 대비 밸류에이션 할증이 필요하다는 점에서 현 주가의 투자 매력이 높다고 판단한다.

표3. 동종 기업 비교 밸류에이션 테이블

(단위: 원, 엔, 십억원, 십억엔, %)

기업명		인크로스	나스미디어	에코마케팅	Dentsu(4324 jp)
주가(원) 10/18		21,000	36,700	15,250	5,580
시가총액(십억원)		168.2	321.3	247.0	1,609.3
매출액	2017	36.8	120.3	24.1	928.8
	2018E	38.6	114.3	40.0	1,002.7
	2019F	46.7	126.1	36.8	1,072.9
영업이익	2017	10.2	34.3	7.9	131.6
	2018E	13.2	30.5	10.0	123.0
	2019F	16.8	35.2	14.0	142.4
순이익	2017	8.3	24.6	7.7	105.5
	2018E	10.3	22.5	9.0	78.4
	2019F	13.5	25.8	13.1	87.9
PER(x)	2017	21.4	26.6	18.6	12.8
	2018E	16.3	14.6	24.3	19.7
	2019F	12.4	12.8	13.5	18.0
PBR(x)	2017	2.9	5.5	2.0	1.2
	2018E	1.8	2.4	2.8	1.4
	2019F	1.6	2.1	-	1.3
ROE(%)	2017	15.3	22.6	10.9	10.4
	2018E	13.3	17.6	12.1	7.2
	2019F	13.6	17.6	15.6	7.4

자료: Dataguide, Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

1. 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라

- Buy : 15% 초과
- Hold : -15% ~ 15%
- Sell : -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자의견 분포는 다음과 같습니다. (2018년 10월 5일 기준)

- 투자의견 분포

Buy	Hold	Sell
79.4%	20.6%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자의견은 변경되는 주기가 정해져 있지 않습니다. 당사는 투자의견 비율을 주간 단위로 집계하여 기재하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 “인크로스”의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 당사 공식 Coverage 기업의 자료가 아니며, 정보제공을 목적으로 투자자에게 제공하는 참고자료입니다. 따라서 당사의 공식 투자의견, 목표주가는 제시하지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.