

인크로스
(216050. KQ)

주니어 김아영
센터장 김장열

투자의견: BUY (Maintain)

목표주가: 27,000원(하향) / 현재주가: 18,150원 (상승여력: +48.8%)

PM Grade

Increase

Trading Up

Short-term Reduce

[3Q review] 투자매력도 감소. 4Q 성수기 돌입에 따른 모멘텀은 여전히 유효

4Q 성수기 돌입으로 모멘텀 여전히 유효

1) 하반기 게임향 매출 증가, 여전히 기대감 유효. 주요 게임사들의 신작게임 출시 지연에 따라 예산 집행이 하반기로 이연된 영향으로 동사 2Q, 3Q 실적 다소 부진했다. 4Q는 11월 지스타 게임쇼를 예정으로 하고, 넷마블/컴투스/엔씨소프트 등 국내 규모 있는 게임사들의 신작 출시에 따른 마케팅비용 확대가 기대된다. 동사는 나스미디어, 메조미디어에 이은 국내 3위 미디어랩사로 경쟁력이 높다. 2) 중국 모멘텀. 하반기 중국 관광객 방문에 대한 준비 과정으로 면세/가구/화장품/제주특별자치 등 광고주들 니즈 확대 흐름 보이고 있다. 4Q 말 시작으로 19년 본격적으로 매출 반영 기대된다. 3) 추가적으로, 인크로스는 현재 가용 현금성 자산 약 500억원 가량을 보유 중이다. 매체 인수를 통한 애드네트워크 시장 경쟁력 강화로 성장성 확보와 ROE 상승이 기대된다.

3Q 실적 시장 기대 하회로 목표주가 27,000원으로 하향. 매수의견 Buy 유지

3Q18은 매출총이익 87.6억 (yoy -13.3%), 영업이익 24.6억(yoy -15.1%) 기록했다. 컨센서스 (매출총이익 105억, 영업이익 32억) 하회하는 수준이었으나, qoq 기준 미디어랩 성장 지속 및 4Q 성수기 앞둔 점은 여전히 긍정적이다. 동영상 광고 시장 파이 확장 국면이고, 이익단은 미디어랩 사업 부문의 고성장 (16~18E CAGR 30%~)에 따라 30%에 가까운 높은 영업이익률 확보 중이다.

목표주가는 기존 대비 25% 하향한 27,000원 (16~18년E 국내 peer그룹 3사 평균 PER 23배에 성장둔화 고려해 10% 할인 적용) 제시한다. 1) 국내 미디어랩부문 경쟁사 실적 부진에 따른 동사 주가 동반 약세 지속, 주식시장 변동성 증가에 따른 코스닥/중소형주 매력 감소로 투자 매력도 하락. 2) 기술기업으로서 동사의 향후 성장동력이자, 높은 PER를 부여하도록 했던 '다윈' (애드네트워크사업) 의 시장 기대치에 못 미치는 성적 이 목표주가 하향의 주된 이유이다. 다만, 4Q18 성수기를 맞아 qoq +40% 까지도 매출 확대 기대되는 점, M&A를 통한 성장성 확보 의지, 장기적 관점에서 NHN엔터와의 시너지효과 여전히 유효해 투자의견 매수 유지한다.

Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2016	31.5	9.0	8.5	6.3	861	n/a	9.3	21.0	10.4	2.8	18.6
2017	36.8	10.2	10.9	8.3	1,076	24.9	10.7	21.3	12.9	2.9	15.3
2018E	38.6	12.2	12.7	10.2	1,287	19.6	12.8	13.6	7.5	1.9	15.2
2019E	47.6	15.8	16.4	12.3	1,547	20.3	16.7	11.3	5.2	1.6	15.6

자료 : 인크로스, 골든브릿지증권, K-IFRS 연결기준

<3Q.18 요약>

매출총이익 87.6억 (yoy -13.3%, qoq -1.4%)

영업이익 24.6억 (yoy -15.1%, qoq -18.7%),

당기순이익 20.2억 (yoy -30.3%, qoq -13.7%),

3Q18은 컨센서스 (매출 105억, 영업이익 32억, 당기순이익 23억) 및 전분기/전년 동기 대비 모두 하회

매출총이익 부문. 애드네트워크 및 서비스운영 사업부의 매출 기여도가 하락하면서 성장이 제한됐다. 17년 인수한 다원클릭 실적 반영에 따른 기고효과와 유튜브 고성장으로 타 동영상 플랫폼 광고수익 성장이 제한된 영향이 컸다. 서비스운영은 One Store 운영대행 사업으로 매출 하락(yoy -54.6%)이 두드러졌다. 한편 미디어랩 사업부는 3Q가 광고시장의 전통적인 비수기임에도 불구하고, 전분기 대비 소폭 상승, 16년~18년E CAGR 30% 가까이 지속 성장 중이다.

영업이익/당기순이익. 미디어랩사업부의 매출총이익 지속 성장에 따른 인력 확대 영향 (2Q18 매출총이익의 10.8% 수준 → 3Q18 15.0%로 증가) 과 애드네트워크 사업부의 부진에 따른 고정비 부담 지속돼 컨센서스 (영업이익 32억, 당기순이익 23억) 소폭 하회했다.

시장 기대 대비 부진했지만, 그래도 3Q는 수익성이 높은 미디어랩 사업부의 지속 성장과 애드네트워크 사업의 안정화가 지속되는 분기였다. 서비스운영 사업부는 yoy 기준 사업부 매출 하락폭 두드러졌으나, 타 사업부 대비 마진율/매출기여도가 낮아 영업이익 하락에 미치는 영향은 제한적이다. 향후 온라인/모바일 광고 시장 성장에 따른 미디어랩 사업부의 지속 성장이 기대되는 가운데, 애드네트워크 사업부의 안정화/수익화에 따라 동사 성장 여부 가름될 것으로 파악 된다.

<기타>

Q. 강력한 해외 플랫폼, 국내 플랫폼사의 경쟁력 약화. 동사 성장성 제한적인가?

A. 동영상 광고시장의 경우 유튜브가 국내 OTT 플랫폼대비 압도적인 트래픽을 자랑해 상대적으로 성장 제한되는 것은 사실. 다만, 온라인/모바일 광고시장은 14~17 CAGR 13.2%(방송통신광고비조사보고서, 2017) 로 지속 성장 중이고, 실제 동사의 미디어랩 취급고도 매년 30%씩 고성장 중. 또한, 구글을 통한 국내 미디어랩사의 수익 창출도 확대 중.(3Q18 누적기준 동사 매체 비중: 네이버 30%, 구글 26%, 카카오 8%, SMR 7%, 페이스북 6%)

Q. 광고 시장내 경쟁 심화 및 대형 전통광고대행사의 미디어랩시장 침투 가능성?

A. 실제 국내 주요 광고대행사 제일기획, 이노션 등의 디지털광고의 매출비 증가 중. 각 대행사의 미디어랩기술 내재화 및 특정 플랫폼에 대해 자체적으로 직접 계약 진행/가능성 존재. 다만, 미디어랩사로서의 지급보증, 매체 믹스 등의 고유업무가 있고, 국내 수 만 가지의 매체가 존재하는 점, 대기업이 진입하기에는 시장 규모가 제한적이라는 점 등 이유로 단기간내 시장 구도가 재편될 가능성은 낮음

Q. 향후 동사의 성장 방향성

A. 국내 상위 플랫폼 사업자들의 과점화가 심하고, 동사의 플랫폼 의존도가 높은 점은 리스크. 19년 성장에는 고객사 다변화와 다원 사업 수익 강화에 따른 고정비 레버리지효과 필수로 수반되어야 할 필요. 현재 동사 차원에서 1) M&A 기업 물색 중이며 장기적으로 2) NHN엔터와의 빅데이터활용 통한 서비스 강화/시너지효과 기대됨.

<기업 개요>

07년 설립, 09년 미디어랩 영업양수, 13년 3월 국내 최초 동영상 광고 네트워크 플랫폼 '다원' 런칭, 15년 12월 스톤브릿지애드 사모투자 합자회사로 최대주주 변경, 16년 10월 상장, 17년 3월 모바일 배너 광고 네트워크 플랫폼 '시럽 애드' 영업 양수, 17년 8월 동영상 애드 네트워크 '다원'에 배너 광고 추가로 플랫폼 확장, 17년 12월 NHN엔터테인먼트로 최대주주 변경.

[표1] 인크로스 3Q.18 실적

(억원)	3Q18	2Q18	QoQ (%)	3Q17	YoY (%)	컨센서스	Diff. (%)
매출총이익	88	89	(1.4)	101	(13.3)	105	(16.6)
미디어랩	61	60	1.4	55	11.2		
애드네트워크	18	20	(10.7)	33	(44.8)		
서비스운영	8	8	0.4	18	(54.6)		
영업이익	25	30	(18.7)	29	(15.1)	32	(23.0)
OP/GP(%)	28.1	34.1		28.7		30.5	
당기순이익	20	23	(13.7)	29	(30.3)	23	(12.1)
NP/GP(%)	23.1	26.4		28.7		21.9	

자료: 인크로스, 골드브릿지투자증권 리서치센터

[표2] 국내 Peer 그룹 Valuation table (단위: 배)

	인크로스	나스미디어	에코마케팅
PER			
2016	19.2	28.0	24.3
2017	21.4	26.6	18.6
2018E	13.7	12.9	N/A
2019E	11.2	11.2	N/A
2020E	9.2	9.3	N/A
PBR			
2016	2.8	3.5	2.5
2017	2.9	5.5	2.0
2018E	2.0	2.1	N/A
2019E	1.7	1.8	N/A
2020E	1.4	1.6	N/A

자료: 인크로스

[표3] 인크로스 분기별 요약실적 (단위: 억원)

	2017				2018			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
매출액	62	96	106	108	84	89	88	126
영업이익	9	28	29	36	25	30	25	41
당기순이익	9	23	29	28	27	23	20	32
매출액 성장률 (YoY %)	40.9	220.0	47.2	54.3	35.5	(7.5)	(17.4)	16.7
영업이익률 (%)	14.5	29.2	27.4	33.3	29.8	34.1	28.1	32.5
당기순이익률(%)	14.5	24.0	27.4	25.9	32.1	26.4	23.1	25.0

자료: 인크로스, 골드브릿지투자증권

[표4] 인크로스 실적 추이 및 전망

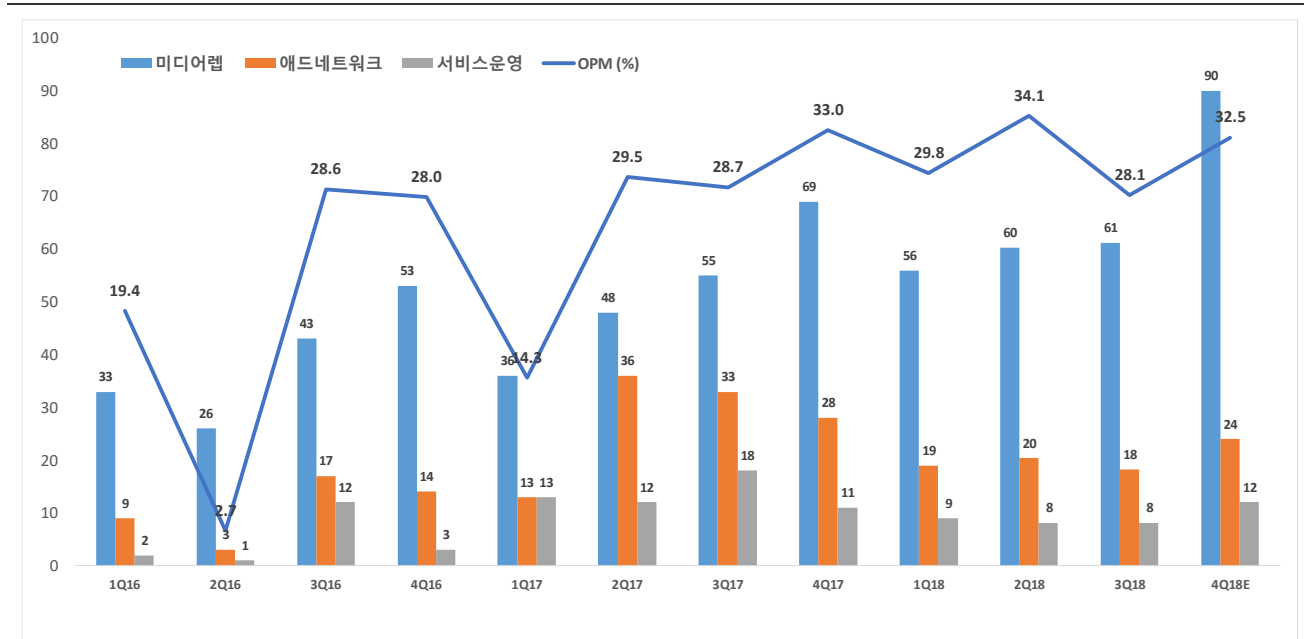
(단위: 억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2016	2017	2018E	2019E
매출액	62	75	77	100	63	95	101	109	84	89	88	126	314	368	386	476
미디어렙	33	26	43	53	36	48	55	69	56	60	61	90	155	208	267	356
애드네트워크	9	3	17	14	13	36	33	28	19	20	18	24	43	110	82	80
서비스운영	2	1	12	3	13	12	18	11	9	8	8	12	18	54	37	40
영업이익	12	2	22	28	9	28	29	36	25	30	25	41	64	102	121	158
OPM (%)	19.4	2.7	28.6	28.0	14.3	29.5	28.7	33.0	29.8	34.1	28.1	32.5	20.4	27.7	31.3	33.2
당기순이익	0	0	13	21	9	23	29	28	27	23	20	32	34	89	102	123
NPM (%)		0.0	16.9	21.0	14.3	24.2	28.7	25.7	32.1	26.4	23.1	25.0	10.8	24.2	26.4	25.9

자료: 인크로스, 골든브릿지투자증권 리서치센터

[그림1] 사업부문별 매출 현황

(단위: 억원, %)



자료: 인크로스

[그림2] 2017년 매출액 및 영업이익 기여도



자료: 인크로스

[그림3] 2018년 매출액 및 영업이익 기여도



자료: 인크로스, 골든브릿지투자증권

Stock Data

KOSDAQ(11/6)	691.6pt
시가총액	1,454억원
발행주식수	8,012천주
액면가	500원
52주 최고가 / 최저가	32,800/16,600원
90일 일평균거래대금	8억원
외국인 지분율	7.8%
배당수익률(18.12E)	0.0%
BPS(18.12E)	9,119원

주가수익률 (%)	1W	1M	6M	1Y
절대수익률	8.7%	-12.5%	-33.3%	-21.7%
상대수익률	1.3%	-1.9%	-14.0%	-19.9%

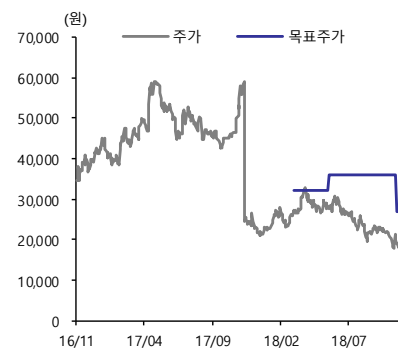
주주구성

엔에이치엔엔터테인먼트 (외 4 인)	45.4%
국민연금공단	5.4%
인크로스 자사주 펀드	3.0%

Stock Price



인크로스 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	목표가격 대상 시 시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2018. 04. 22.	Buy(Initiate)	32,000원	1년	-	-
2018. 05. 21	Buy(Maintain)	36,000원(상향)	1년	-21.5	2.5
2018. 11. 06	Buy(Maintain)	36,000원(하향) 담당자 변경	1년		

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자:김아영)

연락처: 02-3779-3541 / Email: aykim0515@gmail.com

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자 의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비	Overweight(비중확대)			
	업종 비중 기준	Neutral (중립)			
	투자등급 3 단계	Underweight (비중축소)			
Company (기업)	투자등급 4 단계	Buy (매수)	+15% 이상	49.5%	투자 의견 비율은 의견 공표 종목들의 맨 마지막 공표 의견을 기준으로 한 투자 등급별 비중 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)
		Hold (보유)	-15% ~ +15%	1.6%	
		Sell (매도)	-15% 이하 기대	0.0%	
		Not Rated(투자 의견 없음)	등급보류	48.9%	
		합계		100.0%	