

인크로스 (216050.KQ)

성장 중입니다만, 문제라도?

고점 대비 주가가 50% 하락함에 따라 회사의 본업인 미디어렐의 성장성 관련 시장의 우려를 점검. 또한 신성장 동력인 다윈의 매출액 감소로 인해 동사의 밸류에이션 디레이팅 가능성이 제기되고 있어 이를 확인. 결론적으로 충분히 낮아진 밸류에이션 대비 시장의 우려는 과도하다고 판단

미디어렐 사업은 지속 성장 가능한 사업

2018년은 지상파로 대표되는 방송 광고 시장을 디지털 광고(PC, 모바일) 시장이 앞지른 첫 해임. 한국은 해외 플랫폼 사업자에게 개방된 국가임에도 불구하고, 타 국가 대비 로컬 미디어 플랫폼(네이버, 카카오)이 매우 강한 국가. 해당 미디어의 광고를 대행하는 미디어렐 사업 역시 한국의 독특한 구조임

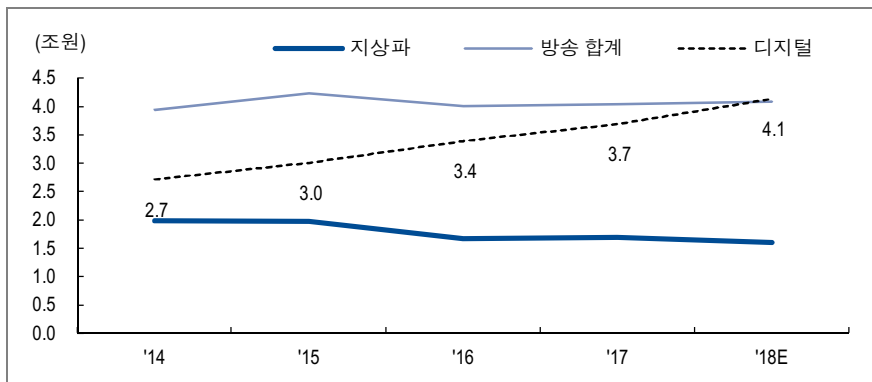
당사는 미디어렐 사업이 로컬 미디어 플랫폼의 경쟁력과 영향력을 기반으로 지속 성장 가능하다고 판단. 이는 미디어렐사가 1) 광고료 지급의 안전 판 역할을 할 뿐만 아니라, 2) 국내 광고대행사들의 경우 그룹 기반으로 미디어렐과 같은 독립적 중간 매개체에 대한 수요가 있고, 3) DMP(Data Management Platform)를 기반으로 로컬 미디어 플랫폼의 인벤토리를 최적화해 판매할 수 있기 때문임. 미디어렐 사업은 성장하고 있는 디지털 광고 시장과 함께 성장할 수 있다고 판단

현재 인크로스의 밸류에이션(2019F PER 10.8배)은 기대감이 배제된 상태

2018년 4분기는 인크로스에게는 의미있는 분기. 리니지M과 블레이드앤소울 광고를 유치하면서 퍼포먼스 광고를 선호하는 게임 광고주들에게 본격 어필. 주가는 2018년 PER 13.5배, 2019년 PER 10.8배로 상장 후 최저치

디지털 광고시장이 성장(2014~ 2018 연평균성장률 11.2%)중인 가운데 미디어렐 시장도 동일한 성장 궤도에 있고, 동사의 2018년 영업이익 성장률이 전년 대비 20.5%에 달하며, 최근 100억원에 달하는 자사주 매입을 결정한 점을 미루어 볼 때 현 주가에는 우려가 과도하게 반영되었다고 판단

디지털 광고시장은 2018년 전통 매체 광고시장의 대장격인 방송 광고 시장을 뛰어넘음



자료: 제일기획, NH투자증권 리서치본부

Company Note | 2018. 11. 27

Not Rated

현재가 ('18/11/26) 16,700원

업종	전문기술
KOSPI / KOSDAQ	2,082.02 / 695.36
시가총액(보통주)	133.8십억원
발행주식수(보통주)	8.0백만주
52주 최고가 ('18/03/29)	32,800원
최저가 ('18/11/15)	15,750원
평균거래대금(60일)	793백만원
배당수익률(2018E)	0.0%
외국인지분율	7.9%
주요주주	
엔에이치엔엔터테인먼트 외 4인	45.4%
국민연금	5.4%
주가상승률	3개월 6개월 12개월
절대수익률 (%)	-21.6 -40.8 -31.8
상대수익률 (%p)	-10.0 -26.0 -22.3

	2017	2018E	2019F	2020F
매출액	36.8	37.5	43.8	52.5
증감률	16.8	1.9	16.8	20.1
영업이익	10.2	12.4	15.2	18.7
영업이익률	27.9	33.0	34.7	35.6
(지배지분)순이익	8.3	9.8	12.4	14.7
EPS	1,071	1,233	1,550	1,833
증감률	13.9	15.1	25.7	18.3
PER	21.4	13.5	10.8	9.1
PBR	2.9	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA	12.9	7.8	6.1	4.7
ROE	15.3	12.8	12.6	13.1
부채비율	101.7	67.8	62.5	57.4
순차입금	-43.5	-32.2	-37.0	-42.9

단위: 십억원, %, 원, 배

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망



Analyst 백준기

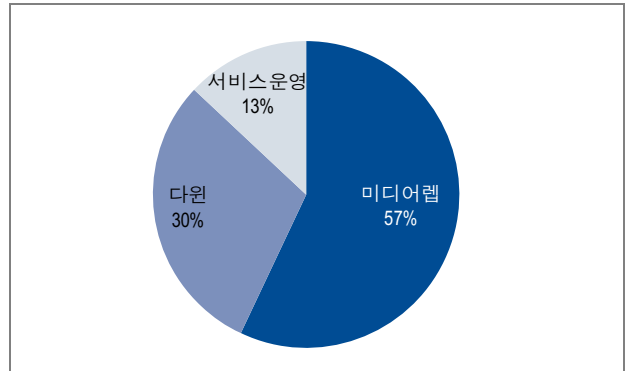
02)768-7541, jack.baek@nhqv.com

기업개요

- 인크로스는 미디어렐(광고대행사와 매체사를 매개하는 역할)기업으로 취급고 기준 시장점유율은 나스미디어, 메조미디어에 이어 3위
- 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

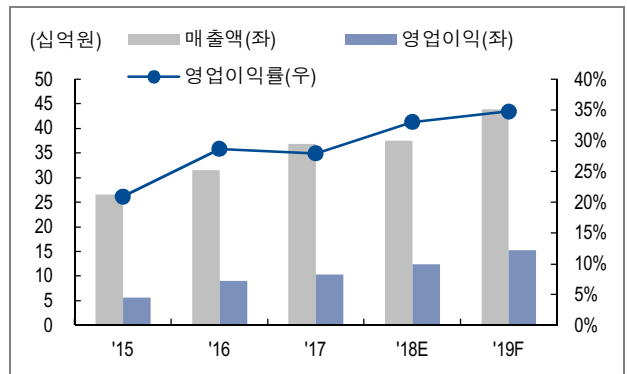
- 동사의 주력 사업은 미디어렐 사업으로 총 매출의 57% 차지 (수수료 순매출로 인식). 다원의 경우 30% 매출 비중을 차지하고 있으나 총 매출로 인식되고 있고 실제 취급고는 미디어렐 대비 아직 미미
- 인크로스 미디어렐 사업의 경우 연평균 25% 이상 성장 중이며, 광고주 유입 지속되고 있음



주: 2017년 기준
자료: 인크로스, NH투자증권 리서치본부

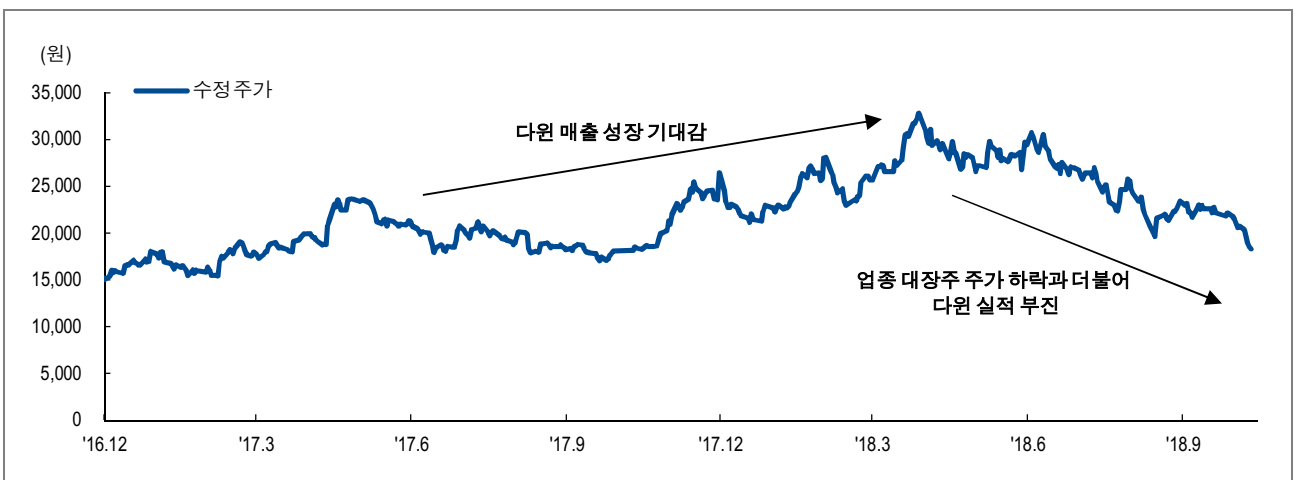
영업 실적 추이

- 2017년 영업이익 102억원, 2016년 영업이익 90억원
- 미디어렐 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

성장에 대해 비판하기에는 이른 시점

미디어랩 시장이 지속 성장 가능하다고 보는 이유

현재 인크로스 관련 시장의 2가지 큰 우려는 1) 미디어랩의 성장성과 수익성, 그리고 2) 신성장 동력인 다윈의 매출액이다.

결론적으로 미디어랩 사업은 국내 로컬 미디어 플랫폼(네이버, 카카오)의 경쟁력이 유지되는 한 지속 성장 가능할 것으로 보인다. 그 이유는 다음과 같다. 첫째 미디어랩이 광고료 지급을 보증하기 때문에 미디어 플랫폼은 안정적이고 검증된 판매처를 확보할 수 있다. 둘째 국내 광고대행사들이 대기업 기반인 점을 감안할 필요가 있다. 독립적인 영업 환경이 구축되기 어렵다는 점에서 미디어랩 비즈니스와 같은 독특하고 독립적인 중간 매개체가 태동한 배경도 설명된다. 셋째 지난 10월 19일 당사 자료에서도 언급했듯 미디어랩사가 DMP(Data Management Platform)를 기반으로 로컬 미디어 플랫폼의 인벤토리를 최적화해 판매할 수 있다. 미디어랩은 미디어 입장에서 선호되는 비즈니스이다.

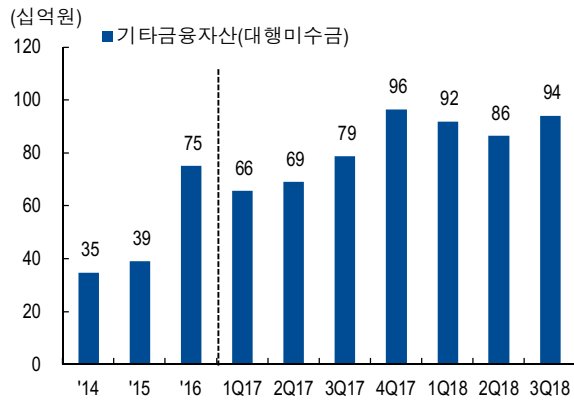
다윈의 실적은 올해 시장 예상치를 크게 하회했다. 전년 110억원의 매출을 달성했기 때문에 2018년 연간 예상 매출액 77억원(-30.3% y-y)은 아쉬운 실적임에는 분명하다. 다윈의 커버리지에는 유튜브와 페이스북이 없다. 올해 유튜브의 광고 매출이 급성장한 반면 국내 미디어 플랫폼(카카오, 네이버, 아프리카TV)에서의 매출이 감소한 탓이다. 다윈의 경우 DMP의 활용도가 극대화될 필요가 있다. 실제로 NHN ACE(NHN엔터테인먼트 그룹의 DMP)가 영업에 활용되고는 있으나 퍼포먼스 광고 인지도가 높아지기 위해서는 보다 시간이 필요할 전망이다.

2018년 연간으로 영업이익 20.5% 성장 전망

우려에도 불구하고 인크로스의 영업이익은 양호한 성장률을 기록하고 있다. 당사는 인크로스의 2018년 영업이익을 124억원(+20.5% y-y)으로 예상한다. 매출액은 375억원(+1.9% y-y)으로 예상되는데 이는 총매출로 인식되는 다윈의 매출 감소분이 반영되기 때문이다. 2017년 다윈으로 인해 밸류에이션 할증(PER 21.4배)을 받았다면 2018년에는 그 할증 요인은 반영되지 않고 있다(2018년 PER 13.5배, 2019년 PER 10.8배).

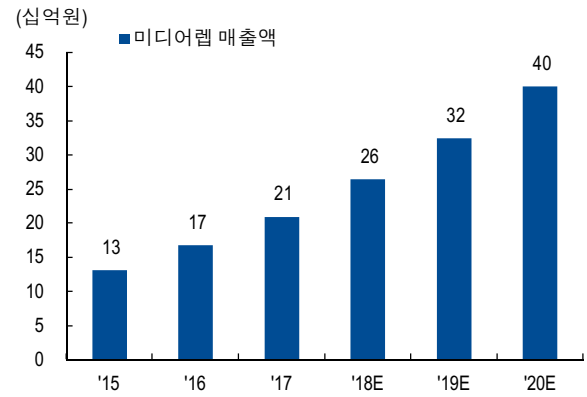
현재는 기대보다는 우려가 과도한 상황으로 판단된다. 그러나 동사의 환경적 경쟁력으로 볼 수 있는 1) 디지털 광고 시장과 동사가 속한 미디어랩의 지속적인 성장, 동사의 내재적 역량으로 볼 수 있는 2) 신규 광고주의 지속적인 유입 및 이로 인한 M/S 증가, 동사의 시너지 경쟁력으로 볼 수 있는 3) NHN ACE 및 타깃팅 광고 역량 등을 고려했을 때 동사 주가는 저평가 구간에 있다고 판단된다.

그림1. 인벤토리 격인 대행미수금 증가 -> 미래의 매출 증가



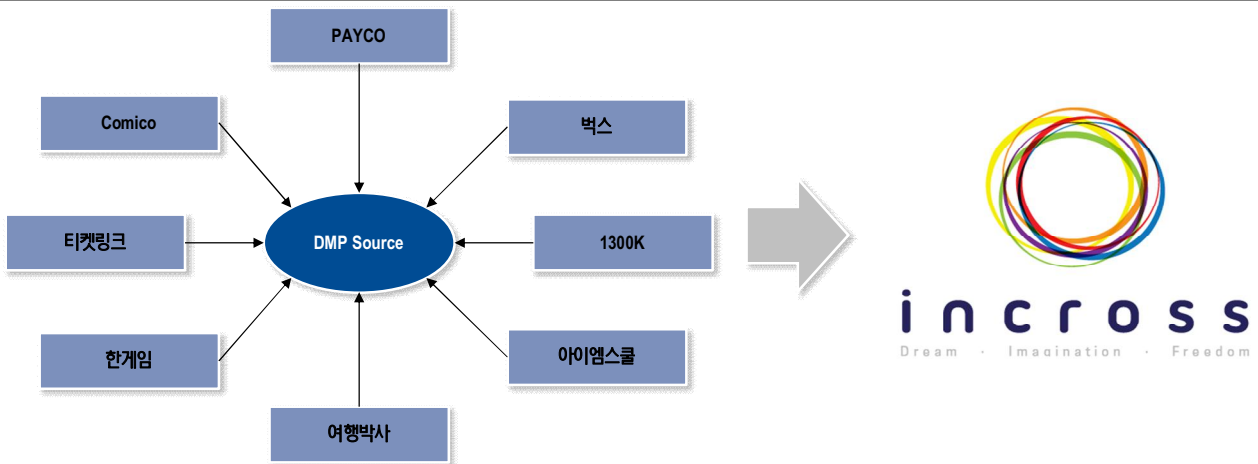
자료: 인크로스, NH투자증권 리서치본부

그림2. 미디어렐 매출액 꾸준히 증가



자료: 인크로스, NH투자증권 리서치본부

그림3. NHN엔터의 DMP는 인크로스 광고주 확대에 Key Driver가 될 것



자료: NH투자증권 리서치본부

표1. 동종 기업 비교 밸류에이션 테이블

(단위: 원, 엔, 십억원, 십억엔, %)

기업명		인크로스	나스미디어	에코마케팅	Dentsu(jp)
주가(원) 11/26		16,700	29,550	12,650	4,945
시가총액(십억원)		133.8	258.7	204.9	1,426.2
매출액	2017	36.8	120.3	24.1	928.8
	2018E	37.5	111.7	40.0	1,004.4
	2019F	43.8	130.0	36.8	1,073.3
영업이익	2017	10.2	34.3	7.9	131.6
	2018E	12.4	29.8	10.0	121.9
	2019F	15.2	37.1	14.0	141.5
순이익	2017	8.3	24.6	7.7	105.5
	2018E	9.8	22.3	9.0	82.8
	2019F	12.4	27.1	13.1	87.4
PER(x)	2017	21.4	26.6	18.6	12.8
	2018E	13.5	11.6	24.3	16.9
	2019F	10.8	9.6	13.5	16.0
PBR(x)	2017	2.9	5.5	2.0	1.2
	2018E	1.5	1.9	2.8	1.2
	2019F	1.3	1.7	-	1.1
ROE(%)	2017	15.3	22.6	10.9	10.4
	2018E	12.8	17.5	12.1	7.2
	2019F	12.6	18.5	15.6	7.3

주: 인크로스는 당사 추정치 기준. 나머지 기업은 컨센서스 기준

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. (2016년 11월 23일 기준)

- 투자의견 분포

Buy	Hold	Sell
80.3%	19.7%	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 배무자는 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.