

인크로스 (216050)

김수민

김희재

soomin.kim@daishin.com

hojae.kim@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

31,000

하향

현재주가

(19.01.10)

15,650

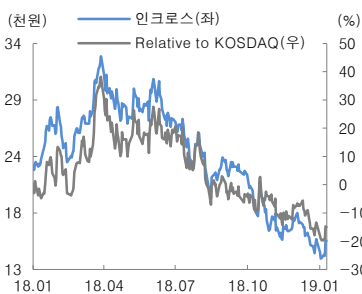
미디어업종

4차 산업혁명/안전등급

Sky Blue

KOSDAQ	683.34
시가총액	125십억원
시가총액비중	0.06%
자본금(보통주)	4십억원
52주 최고/최저	32,800원 / 14,000원
120일 평균거래대금	9억원
외국인지분율	7.36%
주요주주	엔에이치엔엔터테인먼트 외 4인 45.40%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-9.3	-17.0	-39.6	-30.9
상대수익률	-11.0	-9.2	-28.1	-15.6



다소 맛있는 실적 예상

투자의견 매수(Buy), 목표주가 31,000원으로 -11% 하향

- 목표주가 31천원은 12M Forward EPS 1,306원에 Target PER 23배 적용
- 2019년 실적 하향(-5%) 및 과거 평균 대비 20% 할인된 Target PER 23배 적용

4Q18E Preview: 영업이익 37억원(+0.2% yoy) 전망

- 4Q18E 매출 108억원(-0.7% yoy), 영업이익 37억원(+0.2% yoy) 전망
- 미디어렐 매출 78억원(+12% yoy). 성수기 진입과 동시에 게임, 중국향 등 신규 물량 반영 예상. 전년도 베이스(4Q17 +23% yoy) 감안시 양호한 성장
- 애드네트워크(Ad NW) 매출 18억원(-23% yoy) YouTube 쏠림에 따른 부진 지속. 다만 사업 특성상 매출 대비 이익기여도 높음. 3Q18 누적 매출 비중 22%, OP 비중 5% 미만
- 2018E 매출 368억원(+0.2% yoy), 영업이익 117억원(+14% yoy), OPM 32%(+4%p)

2019E 영업이익 132억원(+13% yoy), OPM 32% 전망

- 2019E 매출 417억원(+13% yoy), 영업이익 132억원(+13% yoy) 전망
- 미디어렐 매출 310억원(+22% yoy), 애드네트워크(Ad NW) 매출 80억원(+2% yoy)
- 미디어렐은 시장(+9% yoy) 이상 성장세 지속 전망. 업종내 경쟁 심화는 사실이나, 최대 주주 기반 기술력/영업력 강화로 신규 취급 업종 다양화 본격화될 것. 주요 게임 출시에 따른 시장 분위기 반전, 중국 인바운드 정상화 기대감에 따른 해외 마케팅 등 주목
- 한편 동사 취급금 비중 20% 이상 차지하는 동영상광고 또한 두 자릿수 성장 지속 중. YouTube 중심의 동영상에 견인하는 시장 성장 그대로 흡수 가능한 안정적 비즈니스 영위하면서 미디어렐 연평균 20% 이상 성장세 지속 가능할 것으로 전망
- 주력 사업의 성장세와 높은 수익성(OPM 32%) 감안해 현 12M Forward PER 12배로 밸류에이션 매력 높음. 다만 1Q19E 평창 동계올림픽에 따른 실적 부담 감안시 이후 성장 재개 확인해가며 유의미한 주가 반등 예상. OP 기준 1H19 +4% yoy, 2H19 +21% yoy

(단위: 십억원, %)

구분	4Q17	3Q18	4Q18(F)					1Q19		
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	11	9	11	11	-0.7	23.4	12	8	-4.0	-25.7
영업이익	4	2	4	4	0.2	49.0	4	2	-5.6	-34.5
순이익	3	2	3	3	2.3	42.2	3	2	-9.1	-33.5

구분	2016	2017	2018(F)				Growth	
			직전추정	당사추정	조정비율	Consensus	2017	2018(F)
매출액	31	37	37	37	-1.2	38	16.8	0.2
영업이익	9	10	12	12	-2.7	12	13.9	14.3
순이익	6	8	9	9	-0.2	10	31.1	12.6

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	31	37	37	42	47
영업이익	9	10	12	13	15
세전순이익	9	11	12	14	15
지배지분순이익	6	8	9	10	11
EPS	2,351	1,071	1,173	1,294	1,433
PER	19.2	21.4	13.3	12.1	10.9
BPS	15,906	7,850	8,900	10,194	11,249
PBR	2.8	2.9	1.8	1.5	1.4
ROE	18.6	15.3	14.0	13.6	13.4

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 / 자료: 인크로스, 대신증권 Research&Strategy본부

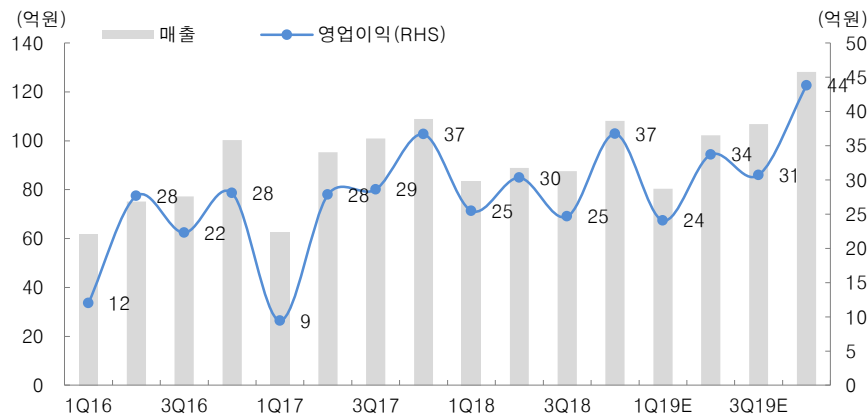
연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2018F	2019F	2018F	2019F	2018F	2019F
매출액	37	42	37	42	-1.2	-0.7
판매비와 관리비	5	5	5	6	1.2	4.2
영업이익	12	14	12	13	-2.7	-2.7
영업이익률	32.3	32.3	31.8	31.7	-0.5	-0.6
영업외손익	0	0	1	1	84.8	33.9
세전순이익	12	14	12	14	-0.2	-1.7
지배지분순이익	9	11	9	10	-0.2	-1.6
순이익률	25.1	25.1	25.4	24.8	0.3	-0.2
EPS(지배지분순이익)	1,176	1,316	1,173	1,294	-0.2	-1.6

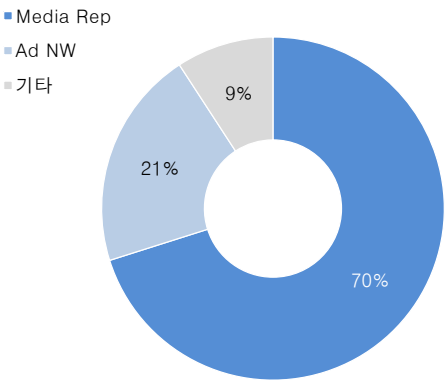
자료: 인크로스, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 1. 인크로스 분기별 실적 추이



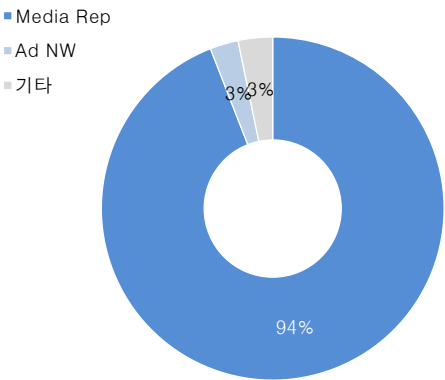
자료: 인크로스, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

그림 2. 사업 부문별 매출 비중(3Q18)



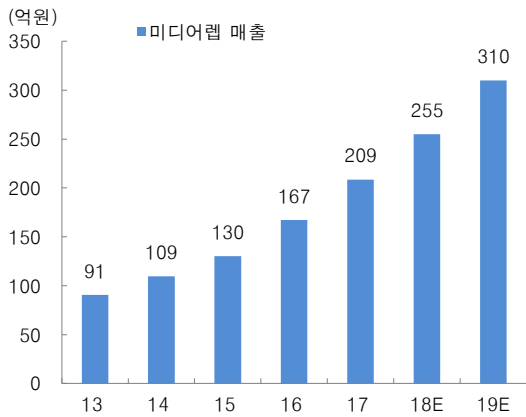
자료: 인크로스, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 3. 사업 부문별 영업이익 비중(3Q18)



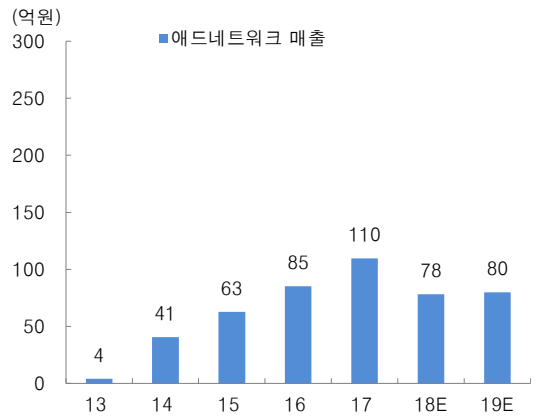
자료: 인크로스, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 4. 미디어렙 매출 추이



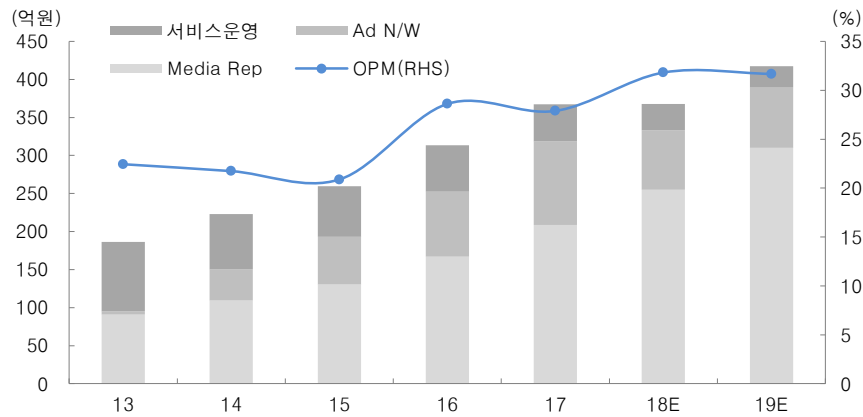
자료: 인크로스, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

그림 5. 애드네트워크(Ad NW) 매출 추이



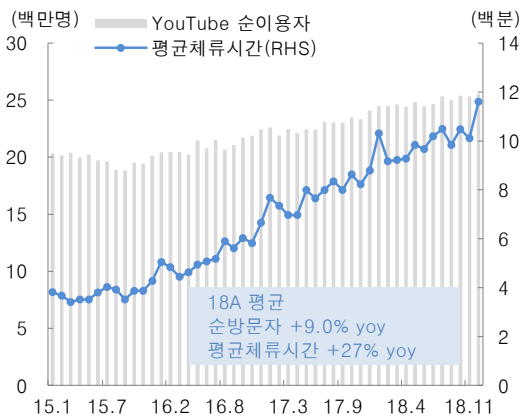
자료: 인크로스, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

그림 6. 인크로스 연간 실적 추이



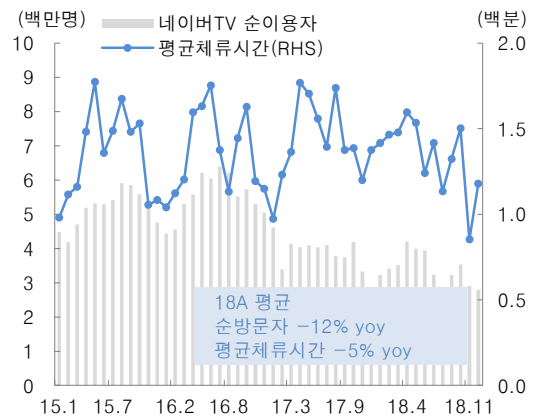
자료: 인크로스, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

그림 7. YouTube 순이용자 및 평균체류시간(Mobile)



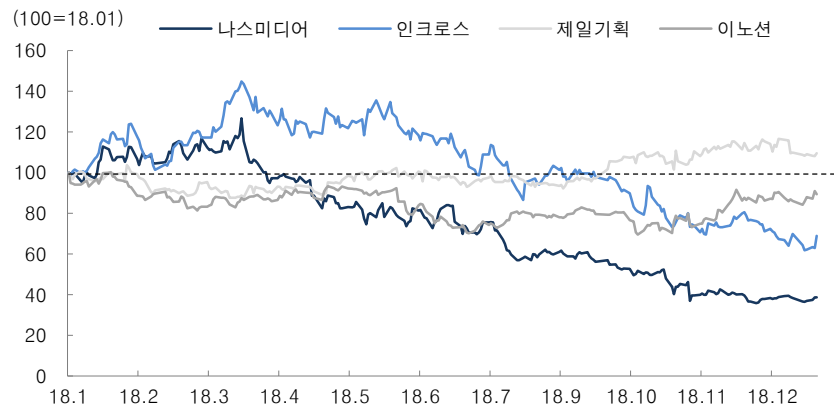
자료: Koreanidick, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 8. 네이버 TV 순이용자 및 평균체류시간(Mobile)



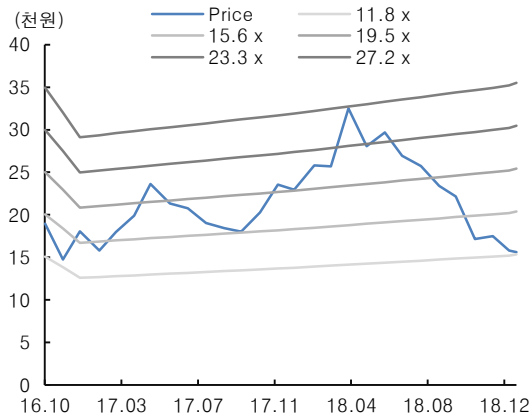
자료: Koreanidick, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 9. 주요 광고회사 주가 추이



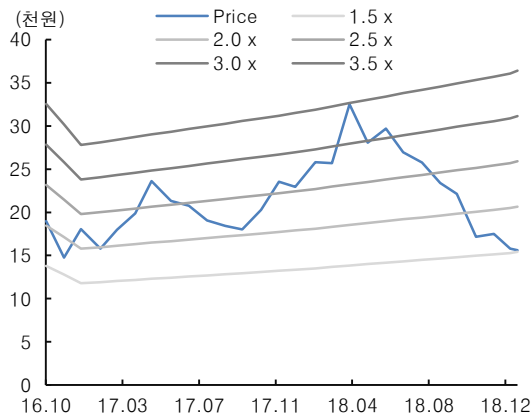
자료: Dataguide, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 10.인크로스 12M Forward PER Band



자료: 인크로스, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 11.인크로스 12M Forward PBR Band



자료: 인크로스, 대신증권 Research&Strategy본부

1. 기업개요

기업 및 경영진 현황

- 2017년 매출 368억원, 영업이익 102억원, 당기순이익 83억원

- 2017년 기준 사업부문별 매출 비중
: Media Rep 57%, Ad NW 30%, 서비스운영 13%

- 주요 주주 현황(3Q18)
: NHN Ent. 34.9%, 이준호 4.9%, 이재원 4.9%, 국민연금 5.4%

주가 변동요인 및 코멘트

- 애드네트워크 부진에 따른 외형 성장 둔화, 경쟁사 실적 부진 등으로 주가 하락했으나, 동영상 중심 시장 성장 그대로 흡수 가능한 안정적 비즈니스, 현 12M Forward P/E 기준 12배는 매력적인 밸류에이션

- 국내 온라인 광고시장 장기 성장성과 신규 업종 영입 주목

자료: 인크로스, 대신증권 Research&Strategy본부

인크로스 부문별 매출(3Q18)

■ Media Rep
■ Ad NW
■ 기타

자료: 인크로스, 대신증권 Research&Strategy본부

2. Earnings Driver

그림 12. 국내 온라인 광고시장 추이

연도	온라인 광고시장 (조원)	Growth(RHS) (%)
10	1.5	25
11	2.0	33
12	2.2	15
13	2.5	13
14	2.8	10
15	3.0	12
16	3.4	15
17	3.8	13
18E	4.2	10

자료: 제일기획, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 13. 국내 광고시장 및 온라인 비중

연도	국내 광고시장 (조원)	온라인광고 비중(RHS) (%)
10	8.5	18
11	9.5	20
12	9.5	22
13	9.5	24
14	10.0	25
15	10.5	26
16	11.0	28
17	11.5	32
18E	12.0	35

자료: 제일기획, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 14. 연간 매출 및 영업이익률 추이

연도	매출 (백만원)	OPM(RHS) (%)
13	2.1	22
14	2.5	21
15	2.6	20
16	3.2	28
17	3.7	27
18E	3.7	32

자료: 인크로스, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 15. 시장과 인크로스 성장률 비교

연도	광고시장 (%)	온라인광고 (%)	인크로스 OP (%)
15	6	11	10
16	2	13	19
17	2	14	17
18E	5	10	0

자료: 인크로스, 대신증권 Research&Strategy본부

재무제표

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	31	37	37	42	47
매출원가	19	22	20	23	26
매출총이익	13	15	16	19	21
판매비와관리비	4	4	5	6	7
영업이익	9	10	12	13	15
영업이익률	28.6	27.9	31.8	31.7	31.3
EBITDA	9	11	12	14	15
영업외손익	0	1	1	1	1
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	0	1	1	1	1
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	0	0	0	0	0
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	-1	0	0	0	0
법인세비용차감전순이익	9	11	12	14	15
법인세비용	-2	-3	-3	-3	-4
계속사업순이익	6	8	9	10	11
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	6	8	9	10	11
당기순이익률	20.1	22.6	25.4	24.8	24.4
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	6	8	9	10	11
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	6	8	10	11	12
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	6	8	10	11	12

Valuation 지표

(단위: 원, 배, %)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	2,351	1,071	1,173	1,294	1,433
PER	192	21.4	13.3	12.1	10.9
BPS	15,906	7,850	8,900	10,194	11,249
PBR	2.8	2.9	1.8	1.5	1.4
EBITDAPS	3,452	1,380	1,536	1,726	1,917
EV/EBITDA	10.4	12.9	5.9	4.5	3.6
SPS	11,692	4,746	4,624	5,211	5,867
PSR	3.9	4.8	3.4	2.7	2.4
CFPS	3,461	1,466	1,622	1,812	2,003
DPS	0	0	0	400	450

재무비율

(단위: 원, 배, %)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
성장성					
매출액 증가율	186	168	0.2	13.4	12.6
영업이익 증가율	62.6	13.9	14.3	12.9	11.1
순이익 증가율	흑전	31.1	12.6	11.0	10.7
수익성					
ROIC	394.1	191.2	119.9	128.7	132.4
ROA	12.5	9.5	9.0	9.5	9.8
ROE	18.6	15.3	14.0	13.6	13.4
안정성					
부채비율	93.7	101.7	88.3	77.8	71.1
순차입금비율	-76.4	-70.3	-74.0	-76.6	-78.1
이자보상배율	4,499,131.	16,912.4	0.0	0.0	0.0
	3				

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	83	115	125	135	145
현금및현금성자산	3	10	20	29	37
매출채권 및 기타채권	47	72	72	73	74
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	33	33	33	33	33
비유동자산	7	10	10	10	10
유형자산	0	1	1	1	2
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타비유동자산	7	9	8	8	8
자산총계	91	125	134	145	154
유동부채	43	63	63	63	64
매입채무 및 기타채무	40	61	61	61	62
차입금	0	0	0	0	0
유동성채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	3	2	2	2	2
비유동부채	0	0	0	0	0
차입금	0	0	0	0	0
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	0	0	0	0	0
부채총계	44	63	63	64	64
자배지분	47	62	71	82	90
자본금	1	4	4	4	4
자본잉여금	36	40	40	40	40
이익잉여금	9	17	27	37	46
기타지분변동	0	0	0	0	0
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	47	62	71	82	90
순차입금	-36	-44	-53	-63	-70

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	3	4	10	11	12
당기순이익	6	8	9	10	11
비현금항목의 가감	3	3	4	4	5
감가상각비	0	0	1	1	1
외환손익	0	0	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	3	3	3	4	4
자산부채의 증감	-6	-4	-1	-1	-1
기타현금흐름	0	-4	-2	-3	-3
투자활동 현금흐름	-23	-3	-1	-1	-1
투자자산	0	-1	0	0	0
유형자산	0	-1	-1	-1	-1
기타	-23	-1	-1	-1	-1
재무활동 현금흐름	20	7	1	1	-2
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	13	6	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	-3
기타	8	1	1	1	1
현금의 증감	1	8	9	10	8
기초 현금	2	3	10	20	29
기말 현금	3	10	20	29	37
NOPLAT	7	8	9	10	11
FCF	7	7	9	10	11

자료: 인크로스, 대신증권 Research&Strategy 본부

[Daishin House View 4 차 산업혁명 / 안전등급]

- 대신증권 Research&Strategy 본부 소속의 각 분야 및 기업 담당 애널리스트의 분석을 기초로 토론 과정을 거쳐 산업 및 기업별 안전등급 최종 확정
- 4차 산업혁명 전개 과정에서 산업 및 종목에 미치는 영향을 파악, 긍정, 중립, 부정적 영향에 따라 Sky Blue, Neutral Green, Dark Gray 등급 부여

Dark Gray (흐림)	Neutral Green (보통)	Sky Blue (맑음)
----------------	--------------------	---------------

[Compliance Notice]

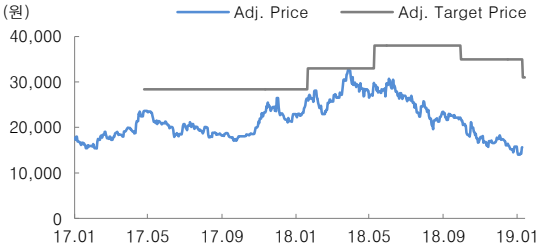
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:김수민)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

인크로스(216050) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	19.01.11	18.10.01	18.05.11	18.01.21	17.11.19	17.10.26
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	6개월 경과
목표주가	31,000	35,000	38,000	33,000	71,000	28,400
과리율(평균.%)		(50.92)	(34.14)	(16.34)	(67.32)	(20.42)
과리율(최대/최소.%)		(38.71)	(19.21)	(0.61)	(62.75)	(10.43)

제시일자	17.04.26
투자의견	Buy
목표주가	28,400
과리율(평균.%)	(31.57)
과리율(최대/최소.%)	(16.76)

제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균.%)	
과리율(최대/최소.%)	

제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균.%)	
과리율(최대/최소.%)	

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20190108)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	85.8%	13.2%	1.1%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)
 - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
 - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)
 - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상

7