

# 인크로스 (216050)

김수민

김희재

soomin.kim@daishin.com

hojae.kim@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

25,000

하향

현재주가

16,600

(19.02.13)

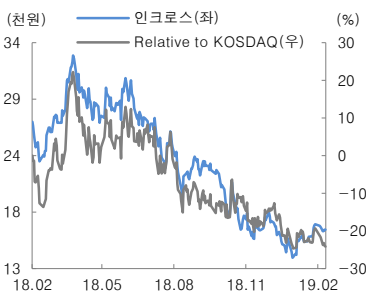
미디어업종

4차 산업혁명/안전등급

Sky Blue

|             |                            |
|-------------|----------------------------|
| KOSDAQ      | 742.27                     |
| 시가총액        | 133십억원                     |
| 시가총액비중      | 0.05%                      |
| 자본금(보통주)    | 4십억원                       |
| 52주 최고/최저   | 32,800원 / 14,000원          |
| 120일 평균거래대금 | 8억원                        |
| 외국인지분율      | 8.15%                      |
| 주요주주        | 엔에이치엔엔터테인먼트 외 4인<br>45.38% |

| 주가수익률(%) | 1M   | 3M   | 6M    | 12M   |
|----------|------|------|-------|-------|
| 절대수익률    | 4.1  | 5.1  | -18.8 | -27.7 |
| 상대수익률    | -4.2 | -4.9 | -16.7 | -17.4 |



## 아쉽지만 나쁘지 않다

투자 의견 매수(Buy) 유지, 목표주가 25,000원으로 19% 하향

- 목표주가 25천원은 12M Forward EPS 1,255원에 Target PER 20배 적용
- 19E 실적 조정(-6%), 업종 공통 Target PER 20배 적용. 과거 평균 수준

4Q18 Review: 매출 98억원(-10% yoy), 영업이익 30억원(-17% yoy)

- 당사 추정 영업이익 및 컨센서스(36억원) 하회했으나, 고객사(대행사) 담보가치 하락에 따른 약 5억원 규모의 일회성 영업비용(대손) 제외시 낮아진 눈높이 부합
- 미디어렐 매출 69억원(-1% yoy). 게임사 및 중국향 물량 신규 유입 등으로 기대감 다소 높았으나 전년 동기 높은 성장(+23% yoy) 부담으로 작용. 다만 연간 기준 과거 5년 CAGR +23% 수준의 안정적 성장과 높은 OPM 41% 유지. 18A 취급고 +20% yoy, 매출 246억원(+18% yoy), OP 102억원(+12% yoy). 수수료율은 11%로 전년 대비 변동 없음
- 애드네트워크(Ad NW, 다원) 매출 20억원(-27% yoy). 연중 지속된 YouTube 쏠림으로 국내 플랫폼 부진 지속. 18A 매출 77억원(-30% yoy), OP 5억원(-40% yoy), OPM 7%
- 2018년 매출 358억원(-3% yoy), 영업이익 111억원 (+8% yoy), OPM 31%(+3%p yoy)

2019년 매출 404억원(+13% yoy), 영업이익 124억원(+12% yoy) 전망

- 19E 미디어렐 매출 297억원(+21% yoy). 게임과 같이 신규 영업 가능한 업종과 동사 취급고 규모 감안시 시장 침투 여력 여전히 높음. 4Q18부터 일부 반영된 중국 매출 또한 확대 기대. NHN 통해 강화된 기술력과 영업력 밀거름 될 것. 모바일과 동영상 중심의 성장 지속 전망. 18A 동영상 취급고 +60% yoy, 비중 약 23%(+6%p)까지 확대 추정
- 최대주주 NHN 시너지 부각될 것. 1) Captive. 현재 비중은 적지만 글로벌 IP 기반 신작 게임 다수 출시 예정. 사전예약 등 마케팅과 함께 captive 확대 기대감 유효. 2) 페이코(PAYCO). 이용자 확대를 기반으로 매출은 꾸준히 증가하고 손실은 개선되면서, NHN는 광고 및 결제사업 관련 수익형서비스 확대 발표. 단순 결제서비스가 아닌 플랫폼으로써 페이코 경쟁력 강화될 경우 동사의 단독 매체로서의 활용 및 신규 수익 창출 가능
- 19E 다원 매출 80억원(+4% yoy). 1Q18부터 분기 매출 20억원 선에서 유지. 매출 비중 22%. 이익비중 5%까지 축소되어 더 이상 영향력 크지 않음. 따라서 19E YouTube 성장 수혜를 받고 있는 고마진 미디어렐 성장 부각될 것. 한편 풍부한 현금유를 기반으로 M&A 및 신규 투자 통한 신성장 동력 마련에 대한 의지 또한 매우 강해 주목할 필요 있음
- 지난 1Q18 비수기에도 불구 올림픽 효과로 미디어렐 +55% yoy, 다원 +43% yoy 성장에 따른 1Q19 실적 부담 높아 본격적인 성장은 2Q18부터 예상. 그러나 미디어렐 성장세와 높은 수익성, NHN 시너지 및 12M Forward PER 13배 감안 투자 의견 매수 유지

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

|         | 2016A  | 2017A | 2018F | 2019F  | 2020F  |
|---------|--------|-------|-------|--------|--------|
| 매출액     | 31     | 37    | 36    | 40     | 44     |
| 영업이익    | 9      | 10    | 11    | 12     | 13     |
| 세전순이익   | 9      | 11    | 11    | 13     | 14     |
| 지배지분순이익 | 6      | 8     | 9     | 10     | 10     |
| EPS     | 2,351  | 1,071 | 1,082 | 1,245  | 1,308  |
| PER     | 19.2   | 21.4  | 15.3  | 13.3   | 12.7   |
| BPS     | 15,906 | 7,850 | 8,807 | 10,051 | 10,984 |
| PBR     | 2.8    | 2.9   | 1.9   | 1.7    | 1.5    |
| ROE     | 18.6   | 15.3  | 13.0  | 13.2   | 12.4   |

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

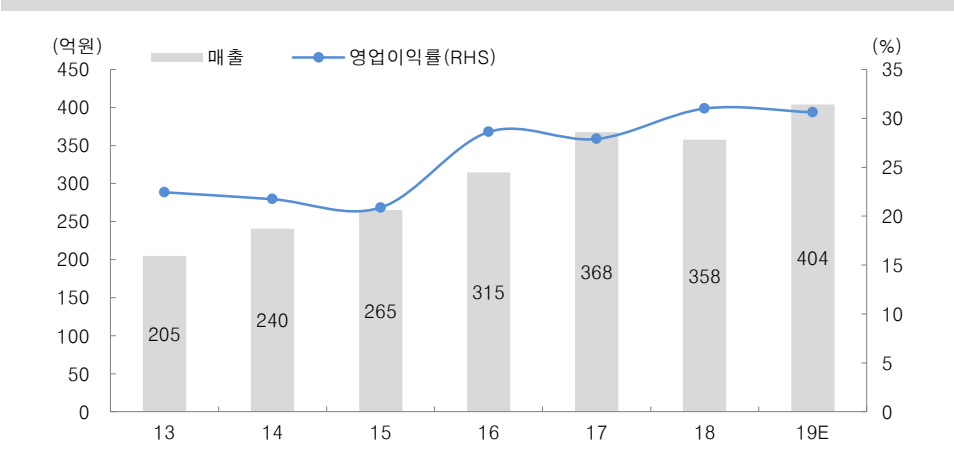
연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

|              | 수정전   |       | 수정후   |       | 변동률   |       |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|              | 2018F | 2019F | 2018F | 2019F | 2018F | 2019F |
| 매출액          | 37    | 42    | 36    | 40    | -2.8  | -3.3  |
| 판매비와 관리비     | 5     | 6     | 5     | 6     | 1.3   | 4.4   |
| 영업이익         | 12    | 13    | 11    | 12    | -5.8  | -6.5  |
| 영업이익률        | 31.8  | 31.7  | 30.9  | 30.6  | -1.0  | -1.1  |
| 영업외손익        | 1     | 1     | 0     | 1     | -91.8 | 0.0   |
| 세전순이익        | 12    | 14    | 11    | 13    | -10.3 | -6.2  |
| 지배지분순이익      | 9     | 10    | 9     | 10    | -7.8  | -3.8  |
| 순이익률         | 25.4  | 24.8  | 24.1  | 24.7  | -1.3  | -0.1  |
| EPS(지배지분순이익) | 1,173 | 1,294 | 1,082 | 1,245 | -7.8  | -3.8  |

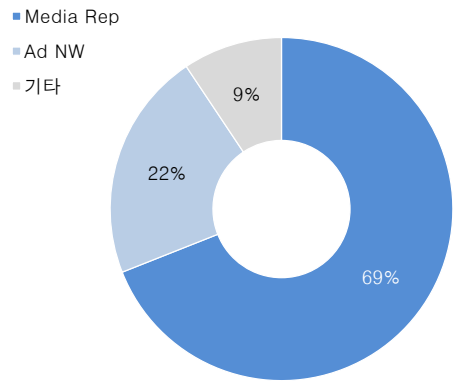
자료: 인크로스, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 1. 인크로스 연간 실적 추이. 19E 매출 +13% yoy, OPM 31% 전망



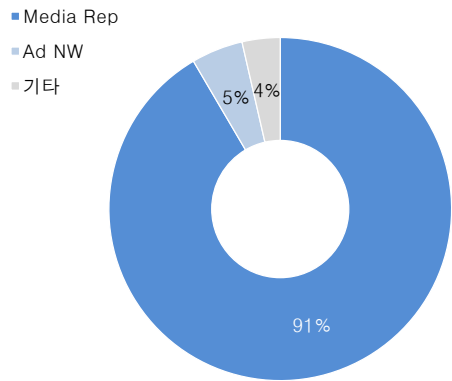
자료: 인크로스, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

그림 2. 사업 부문별 매출(18A)



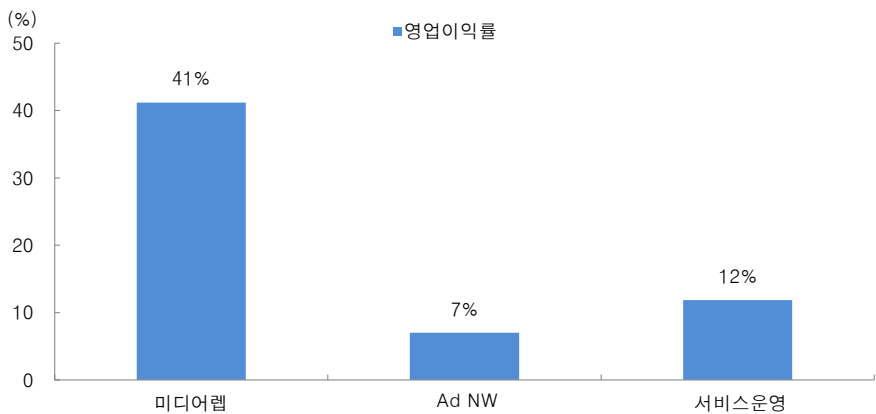
자료: 인크로스, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 3. 사업 부문별 영업이익(18A)



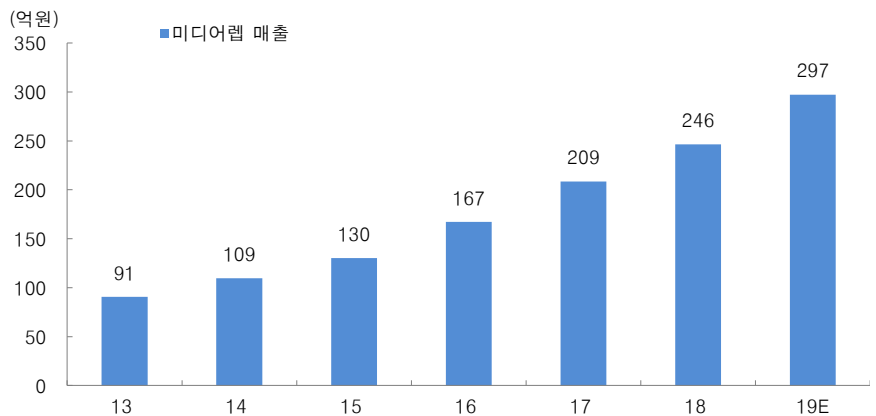
자료: 인크로스, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 4. 사업별 영업이익률(OPM) 현황(18A)



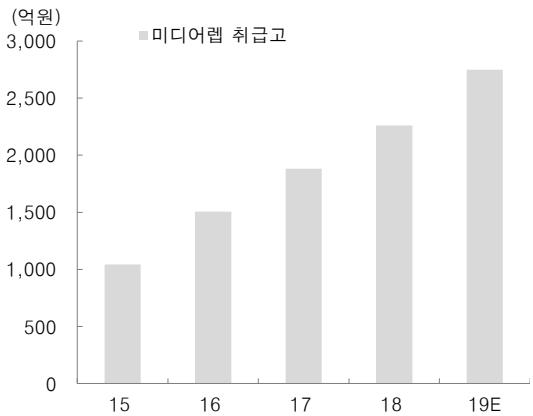
자료: 인크로스, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

그림 5. 미디어렙 매출 추이



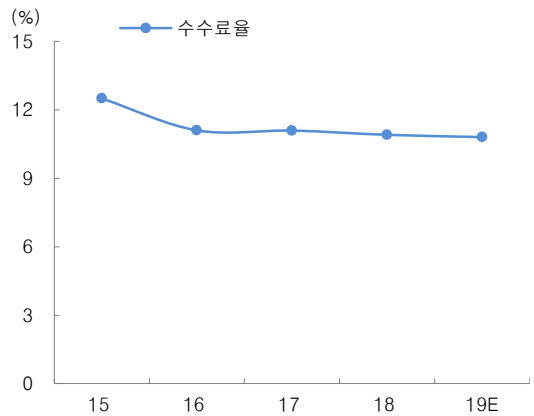
자료: 인크로스, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

그림 6. 미디어렙 취급고 추이



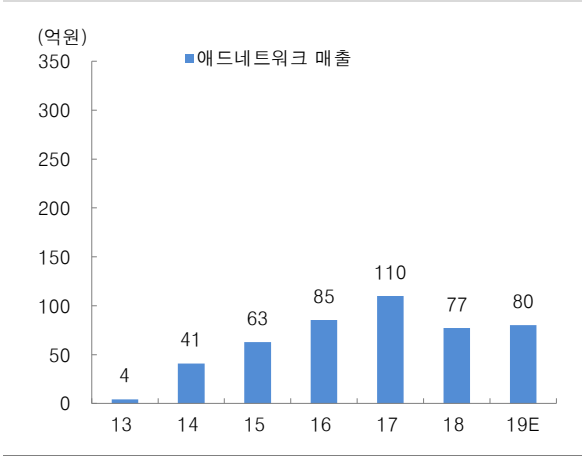
자료: 인크로스, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

그림 7. 미디어렙 수수료를 추이



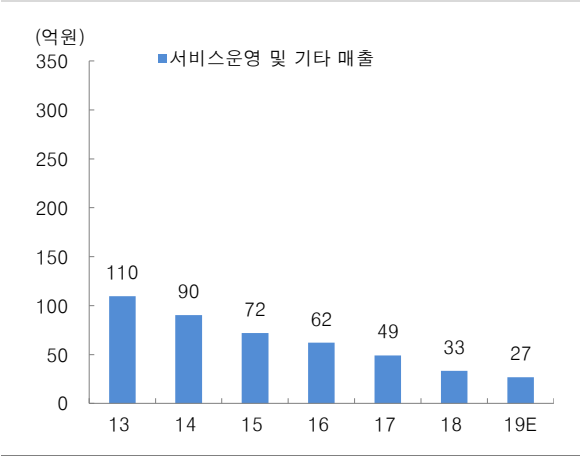
자료: 인크로스, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

그림 8. 애드네트워크(Ad NW) 추이



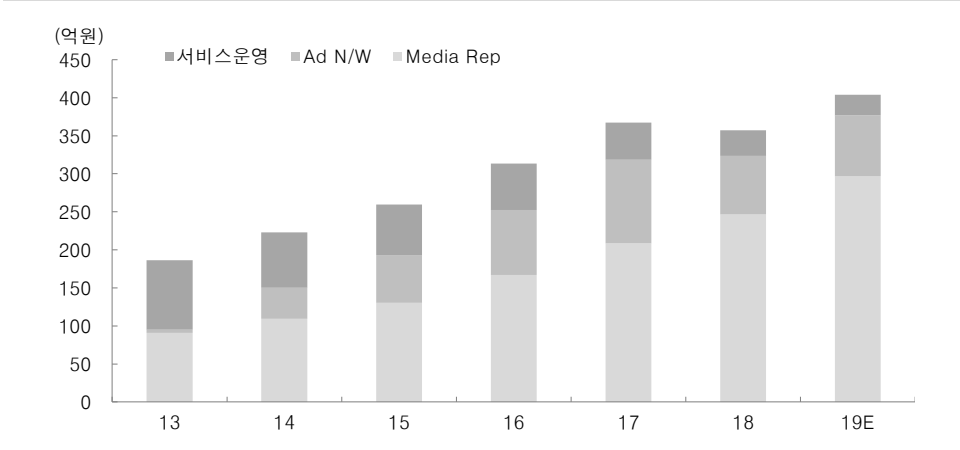
자료: 인크로스, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

그림 9. 서비스운영 매출 추이



자료: 인크로스, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

그림 10. 인크로스 매출 추이



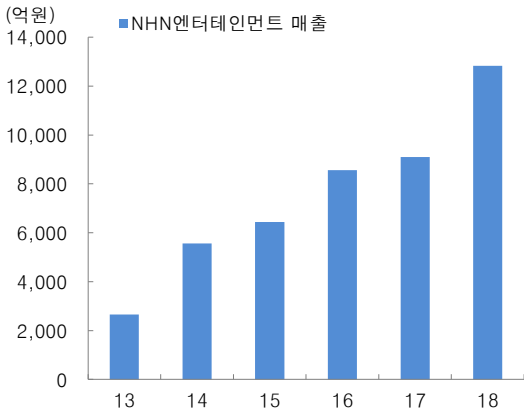
자료: 인크로스, 추정은 대신증권 Research&Strategy본부

표 1. NHN 엔터테인먼트 게임 신작 라인업

| 게임          | 발매시기     | 국가     | 장르        |
|-------------|----------|--------|-----------|
| 미이라사육법      | 1Q19     | 일본     | IP 모바일 게임 |
| 크리티컬옵스: 리로드 | 1H19     | 아시아    | 모바일 FPS   |
| 소셜카지노게임     | 1H19     | 북미     | 소셜 카지노    |
| 닥터마리오 월드    | 2019년 여름 | 한국, 일본 | IP 모바일 게임 |

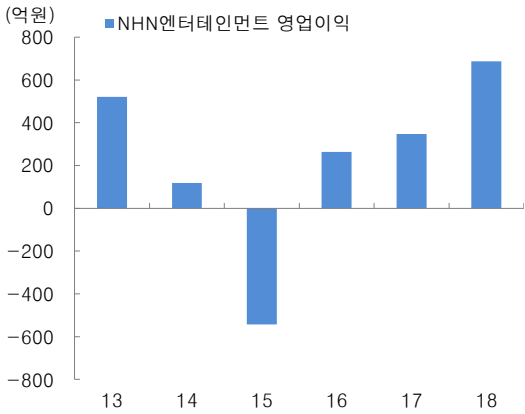
자료: 언론보도, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 11. NHN 엔터테인먼트 매출 추이



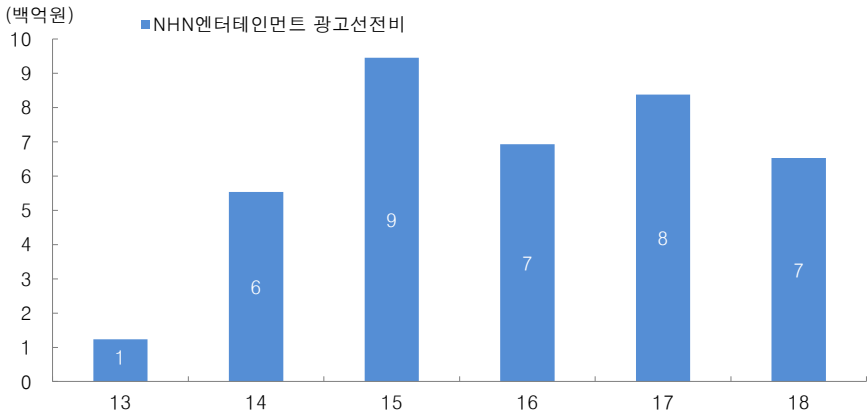
자료: NHN엔터테인먼트, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 12. NHN 엔터테인먼트 영업이익 추이



자료: NHN엔터테인먼트, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 13. NHN 엔터테인먼트 광고선전비 추이



자료: NHN엔터테인먼트, 대신증권 Research&Strategy본부

1. 기업개요

기업 및 경영진 현황

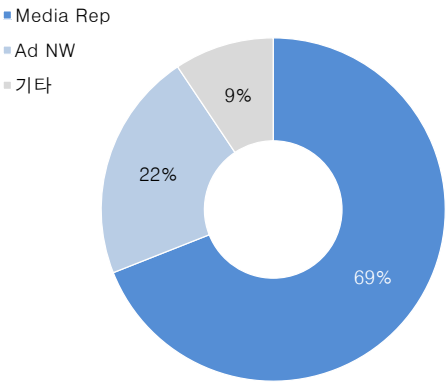
- 2018년 매출 358억원, 영업이익 111억원, 당기순이익 86억원
- 2018년 기준 사업별 매출 비중
  - : 미디어렙 69%, 애드네트워크(Ad NW) 22%, 서비스운영 9%
- 주요 주주 현황(3Q18)
  - : NHN Ent. 34.9%, 이준호 4.9%, 이재원 4.9%, 국민연금 5.4%

주가 변동요인 및 코멘트

- Keyword: 미디어렙 / 신규 광고업종 / NHN 시너지 / 해외 매출
- 1Q18 올림픽 효과 기고로 본격적인 성장은 2Q19부터 예상
- 그러나 미디어렙 높은 수익성과 성장세, NHN 시너지, 12M Forward PER 13배 등 감안 투자의견 매수(Buy) 유지

자료: 인크로스, 대신증권 Research&Strategy본부

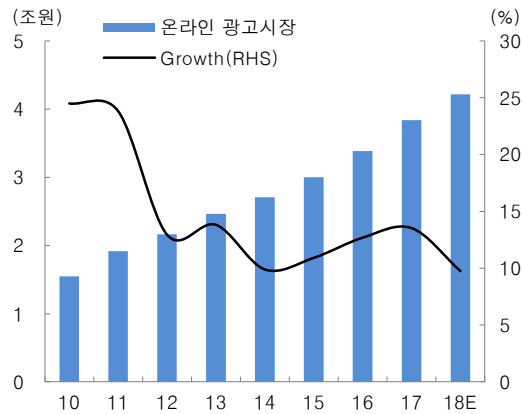
인크로스 부문별 매출(18A)



자료: 인크로스, 대신증권 Research&Strategy본부

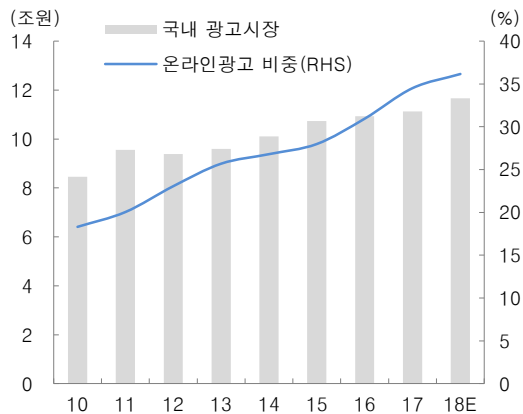
2. Earnings Driver

그림 1. 국내 온라인 광고시장 추이



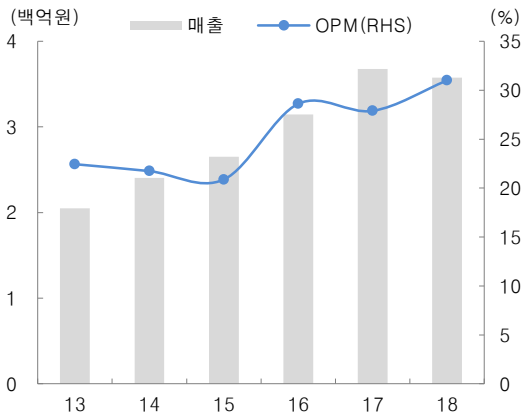
자료: 제일기획, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 2. 국내 광고시장 및 온라인 비중



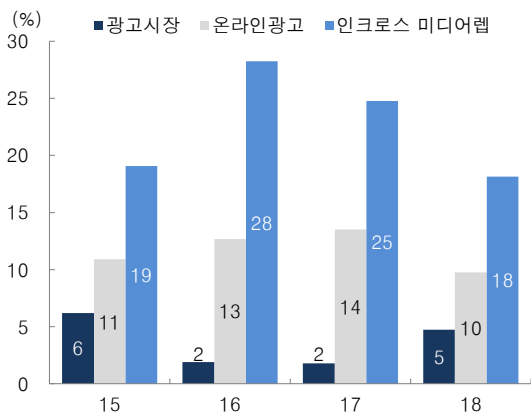
자료: 제일기획, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 3. 연간 매출 및 영업이익률 추이



자료: 인크로스, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 4. 시장과 인크로스 성장률 비교



자료: 인크로스, 대신증권 Research&Strategy본부

재무제표

| 포괄손익계산서     | (단위: 십억원) |       |       |       |       |
|-------------|-----------|-------|-------|-------|-------|
|             | 2016A     | 2017A | 2018F | 2019F | 2020F |
| 매출액         | 31        | 37    | 36    | 40    | 44    |
| 매출원가        | 19        | 22    | 20    | 22    | 24    |
| 매출총이익       | 13        | 15    | 16    | 18    | 20    |
| 판매비와관리비     | 4         | 4     | 5     | 6     | 7     |
| 영업이익        | 9         | 10    | 11    | 12    | 13    |
| 영업이익률       | 28.6      | 27.9  | 30.9  | 30.6  | 29.4  |
| EBITDA      | 9         | 11    | 12    | 13    | 14    |
| 영업외손익       | 0         | 1     | 0     | 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     | -1    | 0     | 0     |
| 법인세비용차감전순손익 | 9         | 11    | 11    | 13    | 14    |
| 법인세비용       | -2        | -3    | -2    | -3    | -3    |
| 계속사업순손익     | 6         | 8     | 9     | 10    | 10    |
| 중단사업순손익     | 0         | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 당기순이익       | 6         | 8     | 9     | 10    | 10    |
| 당기순이익률      | 20.1      | 22.6  | 24.1  | 24.7  | 23.7  |
| 비지배자분순이익    | 0         | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 지배자분순이익     | 6         | 8     | 9     | 10    | 10    |
| 매도가능금융자산평가  | 0         | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타포괄이익      | 0         | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 포괄순이익       | 6         | 8     | 9     | 10    | 11    |
| 비지배자분포괄이익   | 0         | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 지배자분포괄이익    | 6         | 8     | 9     | 10    | 11    |

| Valuation 지표 | (단위: 원, 배, %) |       |       |        |        |
|--------------|---------------|-------|-------|--------|--------|
|              | 2016A         | 2017A | 2018F | 2019F  | 2020F  |
| EPS          | 2,351         | 1,071 | 1,082 | 1,245  | 1,308  |
| PER          | 192           | 21.4  | 15.3  | 13.3   | 12.7   |
| BPS          | 15,906        | 7,850 | 8,807 | 10,051 | 10,984 |
| PBR          | 28            | 2.9   | 1.9   | 1.7    | 1.5    |
| EBITDAPS     | 3,452         | 1,380 | 1,451 | 1,619  | 1,708  |
| EV/EBITDA    | 10.4          | 12.9  | 7.0   | 5.5    | 4.7    |
| SPS          | 11,692        | 4,746 | 4,492 | 5,040  | 5,525  |
| PSR          | 39            | 48    | 3.5   | 3.3    | 3.0    |
| CFPS         | 3,461         | 1,466 | 1,462 | 1,705  | 1,794  |
| DPS          | 0             | 0     | 0     | 400    | 450    |

| 재무비율     | (단위: 원, 배, %) |          |       |       |       |
|----------|---------------|----------|-------|-------|-------|
|          | 2016A         | 2017A    | 2018F | 2019F | 2020F |
| 성장성      |               |          |       |       |       |
| 매출액 증가율  | 186           | 168      | -27   | 129   | 96    |
| 영업이익 증가율 | 62.6          | 13.9     | 7.7   | 12.0  | 5.3   |
| 순이익 증가율  | 흑전            | 31.1     | 3.9   | 15.8  | 5.1   |
| 수익성      |               |          |       |       |       |
| ROIC     | 394.1         | 191.2    | 117.2 | 125.8 | 124.0 |
| ROA      | 125           | 9.5      | 8.5   | 8.9   | 8.8   |
| ROE      | 186           | 15.3     | 13.0  | 13.2  | 12.4  |
| 안정성      |               |          |       |       |       |
| 부채비율     | 93.7          | 101.7    | 89.1  | 78.7  | 72.5  |
| 순차입금비율   | -76.4         | -70.3    | -73.9 | -76.4 | -77.9 |
| 이자보상배율   | 4,499,131.    | 16,912.4 | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
|          | 3             |          |       |       |       |

자료: 인크로스, 대신증권 Research&Strategy 본부

| 재무상태표       | (단위: 십억원) |       |       |       |       |
|-------------|-----------|-------|-------|-------|-------|
|             | 2016A     | 2017A | 2018F | 2019F | 2020F |
| 유동자산        | 83        | 115   | 124   | 134   | 142   |
| 현금및현금성자산    | 3         | 10    | 19    | 28    | 36    |
| 매출채권 및 기타채권 | 47        | 72    | 71    | 72    | 73    |
| 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   | 133   | 144   | 152   |
| 유동부채        | 43        | 63    | 63    | 63    | 63    |
| 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    | 63    | 64    |
| 자배지분        | 47        | 62    | 71    | 81    | 88    |
| 자본금         | 1         | 4     | 4     | 4     | 4     |
| 자본잉여금       | 36        | 40    | 40    | 40    | 40    |
| 이익잉여금       | 9         | 17    | 26    | 36    | 44    |
| 기타지분변동      | 0         | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 비자배지분       | 0         | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 자본총계        | 47        | 62    | 71    | 81    | 88    |
| 순차입금        | -36       | -44   | -52   | -62   | -69   |

| 현금흐름표     | (단위: 십억원) |       |       |       |       |
|-----------|-----------|-------|-------|-------|-------|
|           | 2016A     | 2017A | 2018F | 2019F | 2020F |
| 영업활동 현금흐름 | 3         | 4     | 9     | 10    | 11    |
| 당기순이익     | 6         | 8     | 9     | 10    | 10    |
| 비현금항목의 가감 | 3         | 3     | 3     | 4     | 4     |
| 감가상각비     | 0         | 0     | 1     | 1     | 1     |
| 외환손익      | 0         | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 지분법평가손익   | 0         | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타        | 3         | 3     | 3     | 3     | 3     |
| 자산부채의 증감  | -6        | -4    | 0     | -1    | -1    |
| 기타현금흐름    | 0         | -4    | -2    | -2    | -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     | 9     | 7     |
| 기초 현금     | 2         | 3     | 10    | 19    | 28    |
| 기말 현금     | 3         | 10    | 19    | 28    | 36    |
| NOPLAT    | 7         | 8     | 9     | 10    | 10    |
| FCF       | 7         | 7     | 8     | 10    | 10    |

[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 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

인크로스(216050) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

|              |          |          |          |          |          |          |
|--------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 제시일자         | 19.02.15 | 19.01.11 | 18.10.01 | 18.05.11 | 18.01.21 | 17.11.19 |
| 투자의견         | Buy      | Buy      | Buy      | Buy      | Buy      | Buy      |
| 목표주가         | 25,000   | 31,000   | 35,000   | 38,000   | 33,000   | 71,000   |
| 과리율(평균.%)    |          | (47.73)  | (50.99)  | (34.14)  | (16.34)  | (67.32)  |
| 과리율(최대/최소.%) |          | (44.84)  | (38.71)  | (19.21)  | (0.61)   | (62.75)  |

|              |          |          |
|--------------|----------|----------|
| 제시일자         | 17.10.26 | 17.04.26 |
| 투자의견         | 6개월 경과   | Buy      |
| 목표주가         | 28,400   | 28,400   |
| 과리율(평균.%)    | (20.42)  | (31.57)  |
| 과리율(최대/최소.%) | (10.43)  | (16.76)  |

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

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

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20190212)

|    |         |                   |                  |
|----|---------|-------------------|------------------|
| 구분 | Buy(매수) | Marketperform(중립) | Underperform(매도) |
| 비율 | 85.6%   | 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