LEADING

Company Report

인크로스(216050)

2018년 03월 19일

기술력이 쌓아 올린 경쟁력

BUY(Initiate)

목표주가	34,000 원
현재주가	27,200 원
목표수익률	25.0 %
Key Data	2018 년 3 월 16 일
산업분류	기타서비스
KOSDAQ (pt)	894.43
시가총액 (억원)	2,145
발행주식수 (백만주)	8
외국인 지분율 (%)	8.1
52 주 고가 (원)	28,100
저가 (원)	17,027
60 일 일평균거래대금 (십억원)	2.3
주요주주	(%)
엔에이치엔엔터테인먼트 외	46.3
스톤브릿지디지털애드	9.8

주가상승률 (%)	1M	6M	12M
절대주가	18.52	52.40	47.12
상대주가	12.37	14.38	0.98

Relative Performance



LEADING RESEARCH

Analyst 서형석
hsseo@leading.co.kr
+822-2009-7086

Analyst 정태원
twchung@leading.co.kr
+822-2009-7087

투자의견 및 목표주가 : BUY & 34,000원

투자의견 '매수(BUY)' 및 목표주가 34,000 원을 제시하며, 커버리지를 개시. 목표주가 34,000 원은 12M Fwd EPS 1,414 원에 Target PER 24 배를 적용. Target Valuation 은 동사의 과거 PER Band 상단 값.

'17 년 12 월 NHN 엔터테인먼트로 최대주주 변경. 이에 Captive 물량 확보 및 최대주주의 네트워크를 활용한 게임 광고주 확대로 '18 년 실적 모멘텀을 보유한 것으로 분석. 또한 기술력 기반 국내 AD Network 시장 1 위 업체로서 지속적인 연구개발을 통한 경쟁력 강화 기대. 이에 동사의 과거 Valuation Band 상단 적용이 합리적이라는 판단.

실적전망 및 투자포인트

동사의 **'18 년 실적은 매출액 443 억원(YoY+20.5%), 영업이익 138 억원(YoY+34.3%), 당기순이익 104 억원 (YoY+26.0%) 을 전망**. 이는 신상품 'dawin who' 출시 등을 통한 AD Network 사업 경쟁력 강화 및 최대주주 변경에 따른 Captive 물량 확대에 기인.

1) 온라인광고시장 성장에 따른 수혜 기대. '18 년 스포츠, 정치 이벤트 등에 기인한 광고시장 호황 전망. 시장점유율 상위 업체로서 수혜 예상.

2) AD Network 국내 1 위 사업자로서 기술력을 바탕으로 한 경쟁력 강화 전망. CPM 방식인 'dawin who' 출시에 기인하여 고성장세 지속될 것으로 판단.

3) 최대주주 변경에 따른 Captive 물량 및 게임 광고주 확보 기대.

Valuation Forecast

구분	단위	2014	2015	2016	2017F	2018F
매출액	억원	521	265	315	368	443
영업이익	억원	29	55	90	102	138
세전이익	억원	29	54	85	109	139
순이익	억원	9	-2	63	83	104
지배순이익	억원	10	-1	63	83	104
PER	배	-	-	20.95	21.82	20.04
PBR	배	-	-	2.84	2.94	2.91
EV/EBITDA	배	0.05	-	14.28	16.93	14.63

Source: Leading Research Center, K-IFRS 연결기준

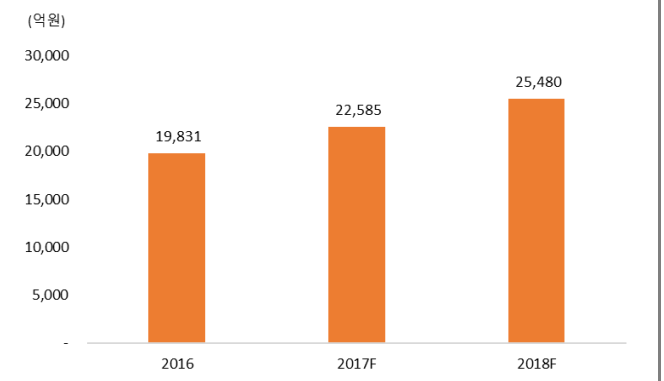
투자포인트 1. 온라인광고시장 성장에 따른 수혜 전망

'17 년 온라인광고시장의 시장규모는 4 조 4,285 억원(YoY+6.5%) 에 달했다. 전체 광고시장의 약 36% 에 해당하며 이미 '16 년부터 방송 등 타 광고매체를 제치고 점유율 1 위를 차지하고 있다. 온라인광고시장의 성장세는 모바일광고시장 고성장에 기인한다. 모바일광고시장은 전년동기대비 13.9% 성장한 2 조 2,585 억원을 기록했다.

온라인광고시장은 SA(Search Advertisement) 와 DA(Digital Advertisement) 시장으로 나뉘며 동사는 DA 시장에서 사업을 영위하고 있다. 광고 유형별 시장규모를 보면 '17 년 기준으로 SA 시장이 전년동기대비 1.4% 성장한 반면, DA 시장은 11.0% 성장했다.

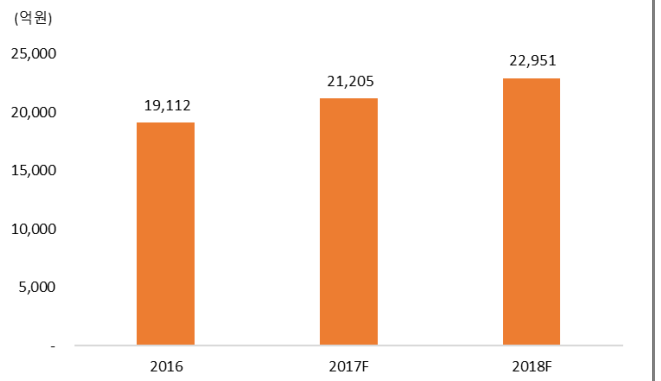
'18 년 국내외 광고시장의 성장세는 지속될 것으로 예상된다. 올해 월드컵, 아시안게임, 지방선거 등 다양한 이벤트들이 예정되어 있기 때문이다. '18 년 1 분기 역시 성황리에 마감한 평창올림픽 효과로 인해 전년동기대비 높은 성장세를 기록할 것으로 기대된다.

Exhibit 1. 모바일광고 시장규모 추이



Source: 한국방송광고진흥공사, Leading Research Center

Exhibit 2. DA 시장규모 추이



Source: 한국인터넷진흥원, Leading Research Center

동사와 같은 미디어렙사는 광고시장 성장에 편승하여 고성장세를 지속할 것으로 예상된다. 국내 미디어렙 시장은 동사와 나스미디어, 메조미디어 등 3 개 기업이 과점하고 있는 시장이다. 신규 업체가 진입하여 시장점유율을 잠식하기 어려운 진입장벽이 존재하는 시장이다. 진입장벽을 형성하는 요인들은 주요 기업들의 영업력, 기술력, 자금력 등이다.

미디어렙 시장의 진입장벽이 존재하는 첫번째 이유는 영업력이다. 디지털광고에서 신문의 광고지면 역할을 하는 것이 Inventory 이며 이러한 Inventory 를 유통해주는 역할을 하는 것이 미디어렙사이다. 따라서 많은 광고대행사 및 매체와 제휴를 맺는 것이 중요하다. 동사는 280 여개 매체 네트워크와 1,600 여개 광고주 및 광고대행사 네트워크를 이미 보유하고 있다. 신규 진입자가 쉽게 확보할 수 없는 네트워크이다.

두번째는 기술력이다. 온라인 광고시장 성장에 따라 미디어렙의 역할은 Media Planning 의 영역으로 확장되었다. 즉, 미디어렙사는 고객사인 광고대행사의 광고를 어떤 매체에 유통할 것인지 분석한다. 광고 서버를 얼마나 많은 사람이 클릭하고 유료 결제가 이루어지는지 분석한다. Media Planning & Buying 을 통해 광고주의 광고 목적에 맞는 디지털 매체를 선택 및 구매해준다.

또한 AD Management 를 통해 광고 효과를 측정하고 분석하여 고객사에게 유용한 솔루션을 제공해준다. 수년간 확보한 데이터 등을 활용하는 것이 핵심이기 때문에 신규 진입자가 쉽게 진입할 수 없다.

세번째는 자금력이다. 미디어렙사의 중요한 역할 중 하나가 바로 신용보증의 역할이다. 광고대행사가 광고주로부터 수취한 금액 중 일부 수수료를 차감한 금액을 미디어렙사에 지급한다. 이후 미디어렙사가 수수료를 제한 금액을 매체에 지급한다. 이때 광고주 또는 광고대행사의 Default 발생시 매체는 돈을 회수할 수 없게 된다. 이러한 돈을 회수할 수 있도록 미디어렙사가 신용보증을 해준다.

미디어렙사는 보증보험에 가입하거나 현금에 대한 질권을 설정한다. 보증보험에 가입하는 경우 수수료율이 악화될 수 있기 때문에 주로 현금에 대한 질권을 설정한다. 3~4 개월 주기로 거래된 금액 총액의 일정 비율로 질권을 설정한다. 풍부한 현금을 보유하여야 미디어렙 사업을 영위할 수 있는 것이다.

상기 언급한 바와 같이 영업력, 기술력, 자금력 등 3 가지 요인은 미디어렙 시장에 신규 업체가 진입하여 기존 업체들의 점유율을 잠식하기 어려운 진입장벽을 형성한다. 이에 과점 구조는 지속될 것으로 예상되며 온라인시장 성장세에 편승하여 지속적인 실적 성장이 가능할 것으로 판단된다.

Exhibit 3. 온라인광고시장 Value Chain



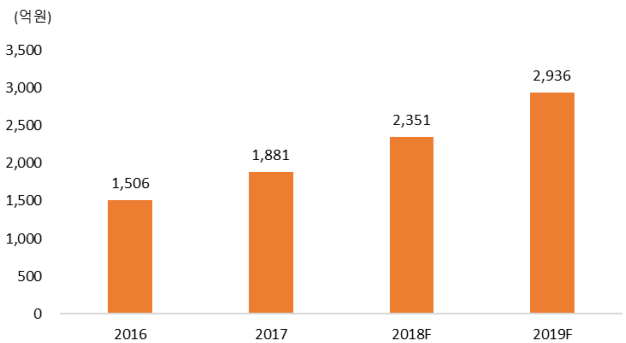
Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 4. Value Chain 內 동사의 역할



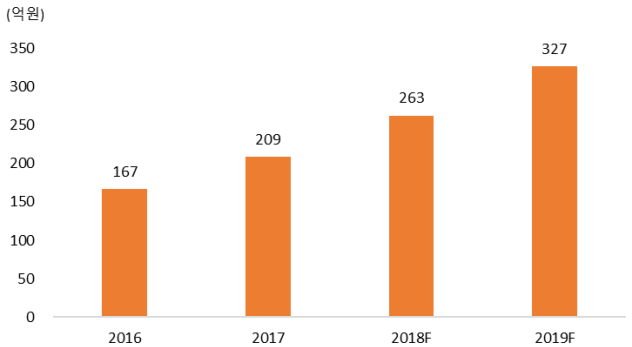
Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 5. 취급고 추이 전망



Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 6. 미디어렙 부문 매출액 추이 전망



Source: Company Data, Leading Research Center

투자포인트 2. 국내 1 위 AD Network 상품 'dawin' 보유

'17 년 DA 광고시장은 전년동기대비 11.0% 성장하였으나 동사의 취급고는 24.8% 증가하였다. 경쟁사의 시장점유율을 잠식하며 전체 시장성장률을 상회하는 성장세를 기록한 것이다. 동사가 경쟁사 대비 강점을 가진 부분은 바로 기술경쟁력이다. 자체적으로 기술연구소를 두고 있으며 기술개발 노력을 통해 AD Network 사업에 국내 최초로 진출하였다.

AD Network 사업이란 다수의 매체를 통합하여 하나의 매체인 것처럼 광고주에게 판매하는 상품이다. 동사는 동영상 AD Network 인 'dawin' 과 Banner AD Network 인 'dawin click' 등 상품을 제공한다.

AD Network 가 필요한 이유는 매체들이 Inventory 를 판매할 때 대부분 잔여 Inventory 가 발생하기 때문이다. 매체들은 Traffic 이 예측에 미달하는 경우 손실이 발생할 수 있기 때문에 Fill Rate 을 보수적으로 산정하는 경향이 있다. 따라서 Traffic 이 급증하여 내보낼 광고가 없어지면 잔여 Inventory 가 발생하게 되는 것이다.

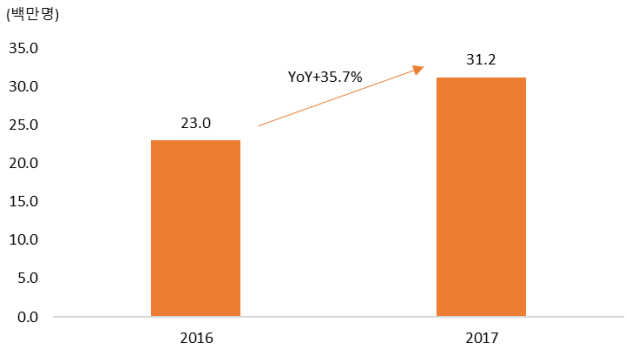
기존에는 이러한 잔여 Inventory 가 발생했을 때 매체들이 수익을 창출할 방법이 없었다. 그러나 동사가 업계 최초로 출시한 AD Network 상품인 'dawin' 을 사용하면 추가적인 수익창출이 가능해진다. 매체들의 잔여 Inventory 가 발생하면 동사가 RTB(Real Time Bidding) 를 통해 광고를 매체들의 잔여 Inventory 에 유통시켜 주는 것이다.

Exhibit 7. AD Network Value Chain



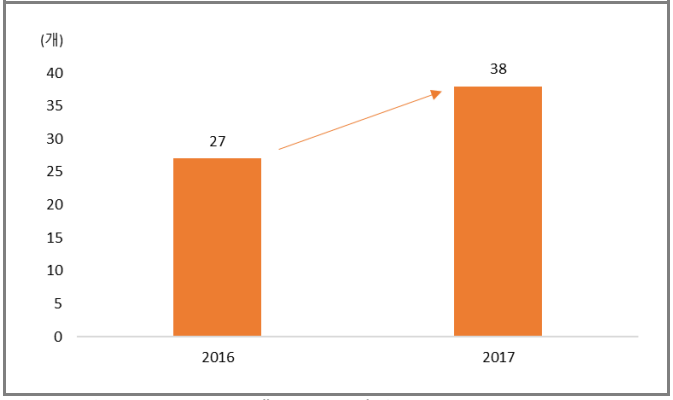
Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 8. 동사의 AD Network 상품 'dawin' Traffic



Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 9. 'dawin' 보유 매체 수



Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 10. Targeting 광고로 온라인광고 단가 인하



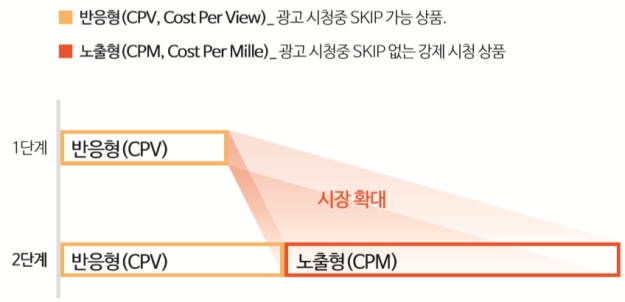
Source: Company Data, Leading Research Center

'17 년 NHN 엔터테인먼트의 DMP(Data Management Platform) 를 활용한 노출형 광고 플랫폼 'dawin who' 를 출시하였다. 기존 'dawin' 상품은 반응형 광고로서 CPCV(Cost Per Click or View) 방식이었다. 광고를 클릭하거나 일정 시간 이상 시청하는 경우 과금하는 상품이었다. 'dawin who' 는 CPM(Cost Per Mille) 방식의 노출형 광고이다.

CPM 방식 광고는 Targeting 및 Retargeting 광고이기 때문에 SKIP 버튼이 없다. 모바일 이용자의 ADID(Advertising ID) 를 분석하여 실제 광고주의 수익으로 직결될 수 있는 광고를 송출하기 때문이다. 이에 CPM 방식을 선호하는 광고주들이 증가하고 있는 추세이며 이용자의 광고 시청 여부에 따라 과금 되는 CPCV 방식 대비 CPM 방식이 동사 수익에 기여하는 바가 크다.

'dawin' 은 출시 첫 해인 '13 년 연간 매출액 14 억원을 기록한 반면 '17 년 매출액은 110 억원으로 8 배 가까이 성장하였다. '17 년 4 분기에는 카카오 TV, POOQ TV 등 대형 프리미엄 매체들과 제휴하였다. 또한 '17 년 인수한 'dawin 배너(SyrupAD)' 를 활용해 동영상과 배너를 통합시켜 2 종 매체간 Retargeting 에 활용할 예정이다. 이처럼 AD Network 를 통해 경쟁력 강화를 지속하는 바 '18 년에도 지난해와 같이 시장성장률을 상회하는 성장을 지속할 수 있을 것으로 판단된다.

Exhibit 11. CPM 상품 출시



Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 12. CPV, CPM 비교

	반응형 (CPV, Cost Per View)	노출형 (CPM, Cost Per Mille)
SKIP 여부	O	X
과금방식	시청 완료 시에 과금 하는 방식	1000회 노출당 과금 하는 방식
주요 광고주	퍼포먼스 광고주	브랜드 광고주
시장	특정 광고주 층 위주의 중소규모 마켓	메이저 마켓

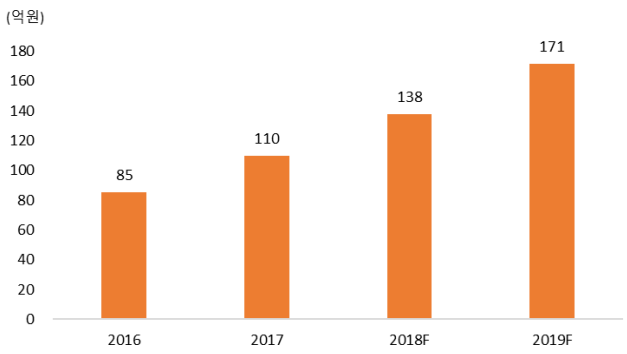
Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 13. 시장 선도 플랫폼으로써 진입장벽 구축



Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 14. 'dawin' 매출액 추이 전망



Source: Company Data, Leading Research Center

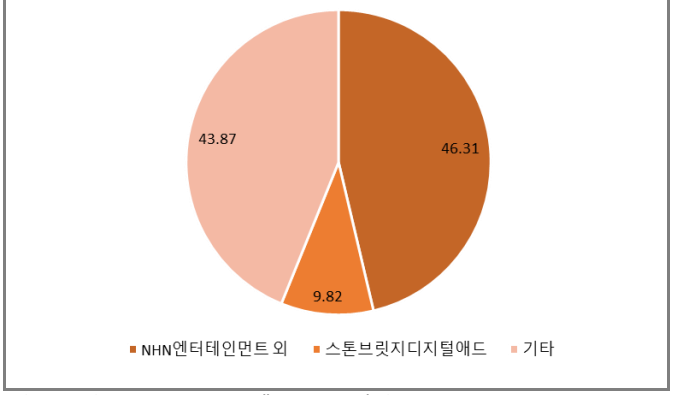
투자포인트 3. 최대주주 Captive 물량 확보 기대

'17 년 12 월 동사의 최대주주가 NHN 엔터테인먼트로 변경되었다. 주요 경쟁사인 나스미디어는 KT, 메조미디어는 CJ 그룹의 Captive 물량을 확보하여 안정적인 실적을 시현하고 있다. 동사 또한 최대주주 변경을 통해 Captive 물량 확보가 가능할 것으로 예상된다.

동사는 과거 국내 대기업 그룹사에서 영위하던 사업을 양수하였다. 현재까지도 해당 그룹 계열사 물량을 상당부분 가져오고 있다. 추가적으로 NHN 엔터테인먼트가 보유한 PAYCO, 한게임, Bugs, 티켓링크, 인크루트 등 Captive 물량이 추가되는 경우 안정적인 매출 성장이 전망된다.

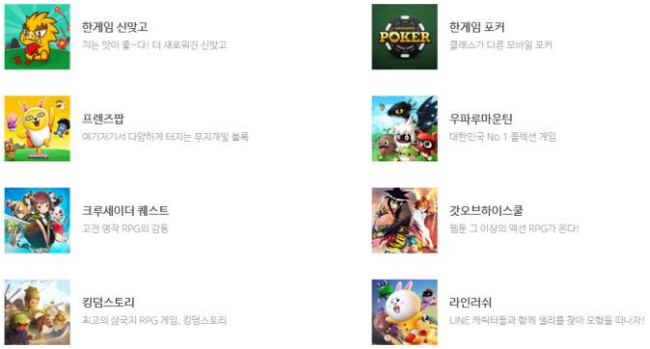
'17 년 내부적으로 게임 광고주 확대를 위한 영업을 강화하고 있다. 게임 회사인 NHN 엔터테인먼트의 네트워크를 활용할 것으로 예상된다. 또한 트위치 TV 와 독점계약을 통해 '18 년 게임 광고주 수 증가와 함께 본격적인 매출이 인식될 것으로 분석된다.

Exhibit 15. 인크로스 지분율 현황



Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 16. NHN 엔터테인먼트 게임 포트폴리오



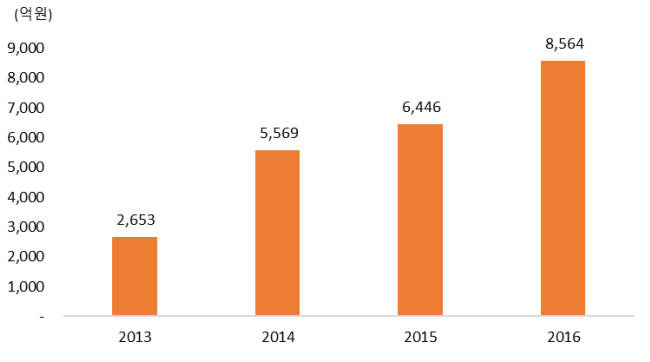
Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 17. NHN 엔터테인먼트 보유 사업



Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 18. 모회사 NHN 엔터테인먼트 매출액 추이



Source: Company Data, Leading Research Center

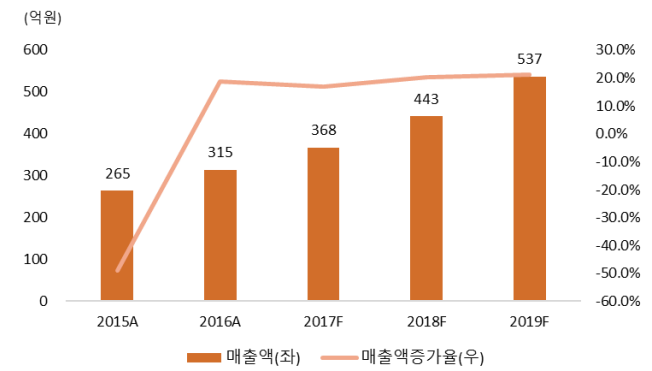
실적전망 및 투자의견

동사의 **'18 년 실적은 매출액 443 억원(YoY+20.5%), 영업이익 138 억원(YoY+34.3%), 당기순이익 104 억원 (YoY+26.0%)을 전망**한다. 이는 신상품 'dawin who' 출시 등을 통한 AD Network 사업 경쟁력 강화 및 최대주주 변경에 따른 Captive 물량 확대에 기인한다.

투자의견 '매수(BUY)' 및 목표주가 34,000 원을 제시하며, 커버리지를 개시한다. 목표주가 34,000 원은 12M Fwd EPS 1,414 원에 Target PER 24 배를 적용하였다. Target Valuation 은 동사의 과거 PER Band 상단 값이다.

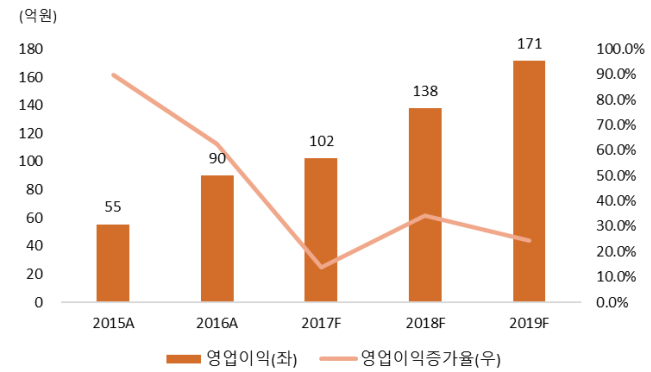
동사는 '17 년 12 월 NHN 엔터테인먼트로 최대주주가 변경되었다. 이에 Captive 물량 확보 및 최대주주의 네트워크를 활용한 게임 광고주 확대로 '18 년 실적 모멘텀을 보유한 것으로 분석된다. 또한 기술력 기반 국내 AD Network 시장 1 위 업체로서 지속적인 연구개발을 통한 경쟁력 강화가 기대된다. 이에 동사의 과거 Valuation Band 상단 적용이 합리적이라는 판단이다.

Exhibit 19. 매출액 및 매출액성장률



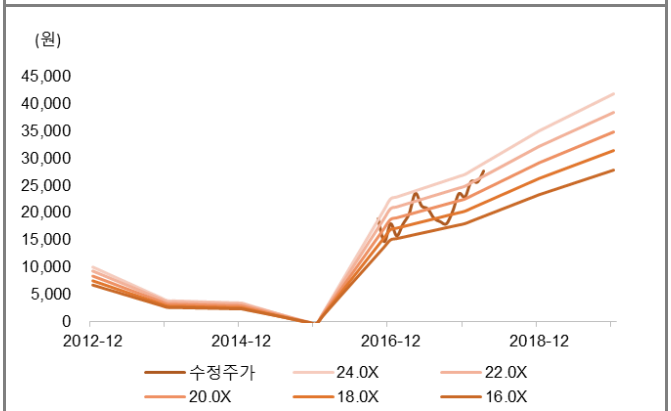
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 20. 영업이익 및 영업이익성장률



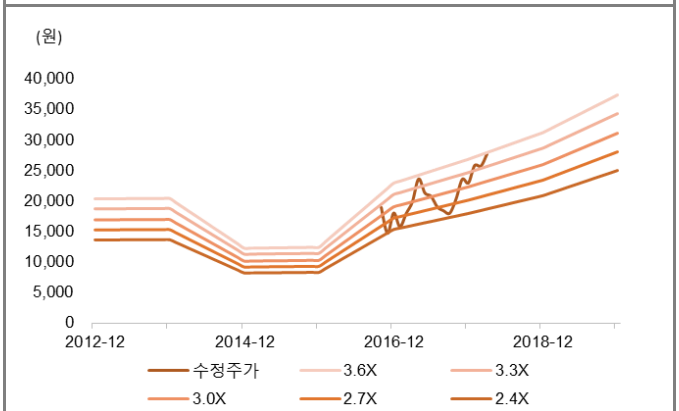
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 21. PER band



Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 22. PBR band



Source: Company data, Leading Research Center

재무제표

재무상태표

(단위: 억원)	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
자산총계	530	905	1,153	1,349	1,578
유동자산	443	834	1,066	1,247	1,459
현금및현금성자산	21	29	158	185	216
단기금융자산	93	328	353	413	483
매출채권및기타채권	328	473	554	648	758
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	88	71	87	102	119
장기금융자산	33	30	44	51	60
관계기업등투자자산	1	1	1	1	1
유형자산	5	3	3	4	5
무형자산	15	15	35	41	48
부채총계	316	438	536	629	727
유동부채	315	435	529	618	723
단기차입부채	0	0	2	2	2
기타단기금융부채	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무	312	400	513	600	702
비유동부채	1	3	8	11	4
장기차입부채	0	0	0	0	0
기타장기금융부채	0	0	0	0	0
자본총계*	214	467	616	719	850
지배주주지분*	214	467	616	719	850
비지배주주지분	0	0	0	0	0

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 자본총계임

포괄손익계산서

(단위: 억원)	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	265	315	368	443	537
매출원가	171	187	227	270	324
매출총이익	94	128	141	173	213
판매비와관리비	38	38	38	35	42
영업이익	55	90	102	138	171
EBITDA	59	93	107	143	178
비영업손익	-1	-5	6	1	4
이자수익	3	4	7	7	9
이자비용	0	0	0	0	0
배당수익	0	0	0	0	0
외환손익	-0	-0	0	0	0
관계기업등관련손익	-0	0	0	-0	-0
기타비영업손익	-3	-9	-1	-6	-5
세전계속사업이익	54	85	109	139	176
법인세비용	13	22	26	34	43
연결실체변동관련손익	0	0	0	0	0
중단사업이익	-43	0	0	0	0
당기순이익*	-2	63	83	104	133
지배주주순이익*	-1	63	83	104	133
비지배주주순이익	-1	0	0	0	0
기타포괄손익	6	-1	-1	-2	-2
총포괄손익	3	62	82	103	131

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 당기순이익임

현금흐름표

(단위: 억원)	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동으로인한현금흐름	-12	30	105	108	125
당기순이익	-2	63	83	104	133
현금유입(유출)이없는수	27	30	28	32	40
자산상각비	4	3	4	5	6
영업자산부채변동	-30	-63	37	-2	-14
매출채권및기타채권	-59	-145	-79	-94	-110
재고자산감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무	42	88	113	87	102
투자활동현금흐름	14	-226	-43	-80	-93
투자활동현금유입액	24	25	18	0	0
유형자산	0	0	0	0	0
무형자산	0	0	0	0	0
투자활동현금유출액	10	251	61	80	93
유형자산	2	1	1	3	3
무형자산	0	0	4	9	11
재무활동현금흐름	-14	204	67	-1	-1
재무활동현금유입액	8	204	68	0	0
단기차입부채	8	0	2	0	0
장기차입부채	0	0	0	0	0
재무활동현금유출액	22	0	0	2	2
단기차입부채	19	0	0	0	0
장기차입부채	0	0	0	0	0
기타현금흐름	0	0	0	0	0
연결범위변동효과	0	0	0	0	0
환율변동효과	-0	0	-0	0	0
현금변동	-13	7	129	27	31
기초현금	34	21	29	158	185
기말현금	21	29	158	185	216

투자지표

(단위: 원,배,%)	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표 및 주가배수					
EPS*	-22	941	1,071	1,325	1,682
BPS*	3,257	6,953	7,962	9,122	10,784
CFPS	-185	439	1,362	1,363	1,591
SPS	4,029	4,678	4,747	5,614	6,813
EBITDAPS	900	1,381	1,381	1,815	2,253
DPS (보통,현금)	0	0	0	0	0
배당수익률 (보통,현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향 (보통,현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PER*	-	21.0	21.8	20.0	15.8
PBR*	0.0	2.8	2.9	2.9	2.5
PCFR	-	44.9	17.2	19.5	16.7
PSR	0.0	4.2	4.9	4.7	3.9
EV/EBITDA	0.0	14.3	16.9	14.6	11.8
재무비율					
매출액증가율	-49.1	18.6	16.8	20.5	21.3
영업이익증가율	89.7	62.6	13.9	34.3	24.5
지배주주순이익증가율*	적전	흑전	31.1	26.0	26.9
매출총이익률	35.4	40.6	38.3	39.1	39.7
영업이익률	20.9	28.6	27.9	31.1	31.9
EBITDA이익률	22.3	29.5	29.1	32.3	33.1
지배주주순이익률*	-0.9	20.1	22.6	23.6	24.7
ROA	10.6	12.5	10.0	11.0	11.7
ROE	-0.7	18.6	15.3	15.6	16.9
ROIC	84.8	91.3	108.9	153.4	156.6
부채비율	147.5	93.7	87.0	87.5	85.5
차입금비율	0.0	0.0	0.3	0.3	0.3
순차입금비율	-52.6	-75.9	-82.2	-82.4	-81.5

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 당기순이익 및 자본총계 기준임

Source: Company Data, Leading Research Center

▶ Compliance Notice

본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

- *당사는 보고서 작성일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.*
- *본 보고서를 작성한 금융투자분석사는 작성일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.*
- *당사는 보고서 작성일 기준 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.*
- *본 자료는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.*
- *당사는 지난 6 개월간 해당회사의 유가증권의 발행업무를 수행한 사실이 없습니다.*
- *본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.*
- *본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.*

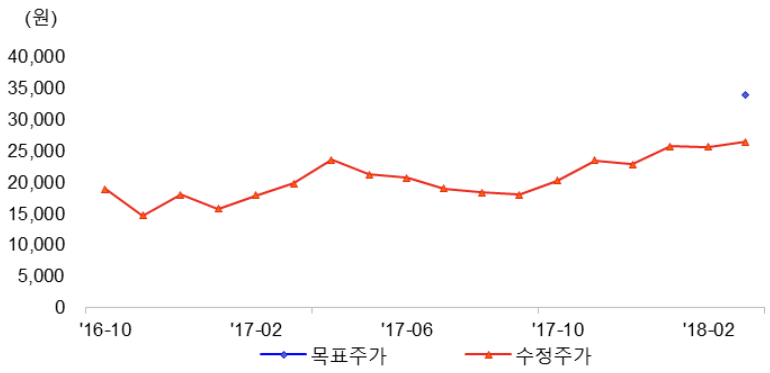
▶ 최근 2 년간 투자등급 및 목표주가 변경 내용

인크로스(216050)

일자	2018-3-19
투자의견	BUY(신규)
목표주가	34,000 원
괴리율(%)	
평균주가대비	-
최고(최저)주가대비	-

** 괴리율 산정: 목표주가 대상시점은 1 년이며 수정주가를 적용*

▶ 최근 2 년간 목표주가 변경 추이



▶ 투자기간 및 투자등급

기업

BUY (매수)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 15% 이상
HOLD (중립)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 ± 15% 내외
SELL (매도)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 -15% 이하

산업

OVERWEIGHT (비중확대)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상회 예상
NEUTRAL (중립)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 ± 5% 예상
UNDERWEIGHT (비중축소)	향후 12 개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

▶ 조사분석자료 투자등급 비율 (기준일 : 2017.12.31)

BUY (매수)	100.0%
HOLD (보유/중립)	0.0%
SELL (매도)	0.0%
합계	100.0%

*©. 2018 **Leading Investment & Securities Co**. All rights reserved*