



기업분석 | 통신/미디어

Analyst

김현용

02 3779 8955

hyunyong.kim@ebestsec.co.kr

Buy (maintain)

목표주가	19,000 원
현재주가	15,250 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	●	

Stock Data

KOSDAQ (12/21)	673.64 pt
시가총액	1,222 억원
발행주식수	8,012 천주
52 주 최고가/최저가	32,800 / 15,250 원
90 일 일평균거래대금	7.68 억원
외국인 지분율	7.2%
배당수익률(18.12E)	0.0%
BPS(18.12E)	8,314 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1개월 -5.2%
	6개월 -23.7%
	12개월 -17.9%
주주구성	NHN 엔터테인먼트외 4인 45.4%
	국민연금공단 5.4%

Stock Price



인크로스 (216050)

꺼지지 않는 성장성 & 매력적인 밸류에이션

올해 외형 성장은 아쉽지만 이익성장 추세는 여전히 유효

동사의 4분기 예상 실적(매출액 118억원, OP 34억원)을 포함한 올해 실적은 매출액 379억원(YoY +3.0%), 영업이익 114억원(YoY +11.8%)으로 전망된다. 미디어렐 사업부문이 20% 가량 전년비 성장함에도 불구하고 애드네트워크의 30% 역성장 영향으로 외형 성장은 아쉬운 수준에 그칠 것으로 예상된다. 그러나 연초 평창올림픽 효과와 동영상 광고의 비중 급증에 따라 영업이익률은 전년비 2.3%p 개선되며 이익성장은 두자리수의 견조한 추세를 유지할 전망이다.

고성장하는 동영상 광고시장 적시 대응으로 시장 초과성장 지속

동영상 광고시장은 올해 상반기 기준 2,900억원으로 이는 전년동기대비 54% 급증한 수준이다. 연산화하면 약 6,000억원을 상회하는 시장으로 전체 온라인/모바일 광고시장의 13% 이상을 차지하며 주력 세그먼트로 자리매김했다. 동사는 지난 3년간 온라인/모바일 광고시장이 29% 성장하는 동안, 전사 취급고는 80%, 동영상 광고 취급고는 209% 급증했다. 이는 동사가 동영상 광고시장 급증 트렌드에 부합하는 사업구조를 확립하고 있음을 방증하는 것이다.

투자의견 매수(유지), 목표주가 19,000원(하향)

동사에 대해 투자의견은 기존의 매수를 유지하나, 목표주가는 기존 26,000원에서 19,000원으로 27% 하향 조정한다. 목표주가는 내년 예상 EPS에 Target PER 16배(미드사이클 중단값)를 적용하여 산정하였다. 투자의견 매수 근거는 고성장하는 동영상 광고시장을 초과성장하는 취급고 증가세가 이어지고 있고, 최근 주가 급락으로 PER 13배로 밸류에이션 메리트도 급증한 것으로 판단되기 때문이다.

Financial Data

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	31.5	36.8	37.9	42.2	45.9
영업이익	9.0	10.2	11.4	12.1	13.1
세전계속사업손익	8.5	10.9	12.0	12.7	13.8
순이익	6.3	8.3	9.1	9.3	10.1
EPS (원)	861	1,076	1,135	1,159	1,260
증감률 (%)	n/a	24.9	5.5	2.1	8.7
PER (x)	21.0	21.3	13.7	13.4	12.3
PBR (x)	2.8	2.9	1.9	1.6	1.4
EV/EBITDA (x)	10.4	12.9	3.2	1.5	0.1
영업이익률 (%)	28.6	27.9	30.2	28.6	28.6
EBITDA 마진 (%)	29.5	29.1	31.7	30.6	30.5
ROE (%)	18.6	15.3	14.1	13.0	12.5
부채비율 (%)	93.7	101.7	117.7	113.9	109.4

주: IFRS 연결 기준

자료: 인크로스, 이베스트투자증권 리서치센터

2019년 실적 전망 및 밸류에이션

동사 2019년 매출액은 422억원(YoY +11.2%), 영업이익은 121억원(YoY +5.4%)으로 가파른 성장보다는 높은 수익성이 유지되는 안정적인 광고기업으로 자리매김할 것으로 전망된다. 상장 초기의 투자자 기대감에 부합할 만한 고성장은 아닐 것이나, 두자리 수의 견조한 외형 성장이 이어지는 가운데 동영상 광고매출은 30%를 훌쩍 넘는 높은 성장세가 이어질 것으로 예상된다.

동사에 대해 투자의견은 기존의 매수를 유지하나, 목표주가는 기존 26,000원에서 19,000원으로 27% 하향 조정한다. 목표주가는 내년 예상 EPS에 Target PER 16배(미드싸이클 중단값)를 적용하여 산정하였다. 투자의견 매수 근거는 고성장하는 동영상 광고시장을 초과성장하는 취급고 증가세가 이어지고 있고, 최근 주가 급락으로 PER 13배로 밸류에이션 메리트도 급증한 것으로 판단되기 때문이다.

표1 인크로스 실적추이 및 전망

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2016	2017	2018E	2019E
매출액	63	95	101	109	84	89	88	118	31.5	36.8	37.9	42.2
YoY	0.9	26.8	30.6	8.6	33.9	-6.8	-13.2	8.4	18.6	16.8	3.2	11.2
영업이익	9	28	29	37	25	30	25	34	9.0	10.2	11.4	12.1
YoY	-21.4	0.6	28.4	30.6	170.0	9.0	-13.8	-7.1	62.6	13.9	11.7	5.4
영업이익률(%)	15.1	29.2	28.3	33.7	30.4	34.1	28.1	28.8	28.6	27.9	30.2	28.6

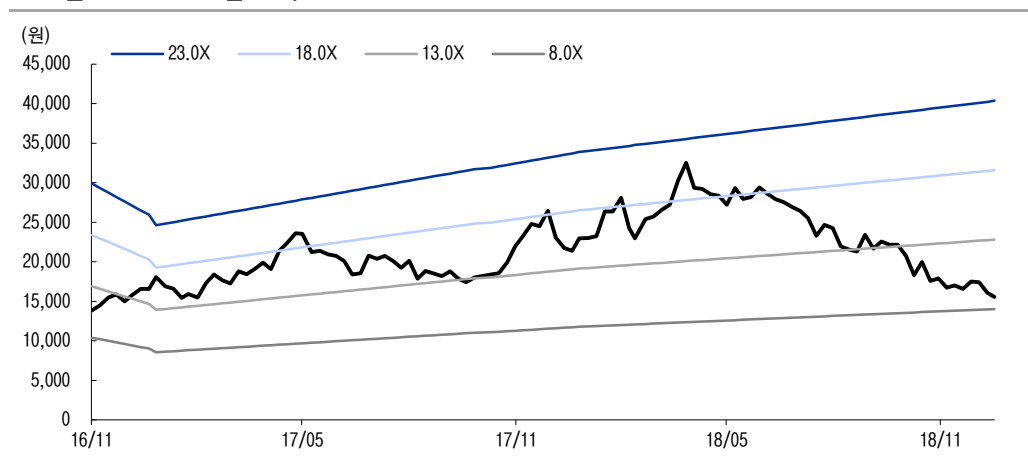
자료: 인크로스, 이베스트투자증권 리서치센터

표2 실적 추정치 변경 내역

기존(2019E, 십억원)			변경(2019E, 십억원)			변경률(%)		
매출액	영업이익	BPS	매출액	영업이익	BPS	매출액	영업이익	BPS
46.8	15.3	10,191	42.2	12.1	9,473	-9.8	-20.9	-7.1

자료: 인크로스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 인크로스 PER 밴드 차트



자료: 인크로스, 이베스트투자증권 리서치센터

인크로스 (216050)

재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	83.4	115.3	134.0	151.1	168.5
현금 및 현금성자산	2.9	10.4	55.1	72.7	89.7
매출채권 및 기타채권	47.3	71.5	43.0	41.0	40.0
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	33.3	33.4	35.9	37.3	38.9
비유동자산	7.1	9.6	11.0	11.3	11.6
관계기업투자등	2.7	3.7	3.2	3.3	3.5
유형자산	0.3	0.9	1.7	1.8	1.9
무형자산	1.5	3.7	3.5	3.4	3.3
자산총계	90.5	124.9	145.0	162.4	180.1
유동부채	43.5	62.6	78.2	86.2	93.9
매입채무 및 기타채무	39.1	60.0	75.7	83.6	91.1
단기금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동부채	4.4	2.6	2.5	2.6	2.7
비유동부채	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
장기금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
부채총계	43.8	63.0	78.4	86.5	94.1
지배주주지분	46.7	61.9	66.6	75.9	86.0
자본금	1.5	3.9	4.0	4.0	4.0
자본잉여금	36.0	40.2	40.8	40.8	40.8
이익잉여금	9.1	17.4	27.0	36.3	46.4
비지배주주지분(연결)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	46.7	61.9	66.6	75.9	86.0

현금흐름표

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	3.0	3.9	49.4	20.0	19.4
당기순이익(손실)	6.3	8.3	9.1	9.3	10.1
비현금수익비용가감	3.0	3.1	2.7	0.8	0.9
유형자산감가상각비	0.2	0.2	0.3	0.6	0.7
무형자산상각비	0.1	0.2	0.3	0.2	0.2
기타현금수익비용	0.3	0.0	2.2	0.0	0.0
영업활동 자산부채변동	-6.3	-3.9	39.5	9.9	8.4
매출채권 감소(증가)	-14.5	-24.3	25.0	2.0	1.0
재고자산 감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 증가(감소)	8.6	21.0	15.9	7.9	7.5
기타자산, 부채변동	-0.4	-0.6	-1.5	-0.1	-0.1
투자활동 현금	-22.6	-2.9	-0.3	-2.3	-2.5
유형자산처분(취득)	0.0	-0.6	-1.0	-0.7	-0.8
무형자산 감소(증가)	0.0	-0.6	-0.1	-0.1	-0.1
투자자산 감소(증가)	-23.5	-1.0	-2.6	-1.4	-1.5
기타투자활동	0.9	-0.7	3.4	-0.1	-0.1
재무활동 현금	20.4	6.6	-4.4	0.0	0.0
차입금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	20.4	6.0	0.0	0.0	0.0
배당금의 지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.0	0.6	-4.4	0.0	0.0
현금의 증가	0.7	7.6	44.7	17.6	16.9
기초현금	2.1	2.9	10.4	55.1	72.7
기말현금	2.9	10.4	55.1	72.7	89.7

자료: 인크로스, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	31.5	36.8	37.9	42.2	45.9
매출원가	18.7	22.2	21.7	25.5	27.8
매출총이익	12.8	14.5	16.2	16.7	18.2
판매비 및 관리비	3.8	4.3	4.8	4.6	5.0
영업이익	9.0	10.2	11.4	12.1	13.1
(EBITDA)	9.3	10.7	12.0	12.9	14.0
금융손익	0.4	0.7	0.6	0.7	0.7
이자비용	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.9	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	8.5	10.9	12.0	12.7	13.8
계속사업법인세비용	2.2	2.6	3.0	3.4	3.7
계속사업이익	6.3	8.3	9.1	9.3	10.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	6.3	8.3	9.1	9.3	10.1
지배주주	6.3	8.3	9.1	9.3	10.1
총포괄이익	6.3	8.4	8.6	9.3	10.1
매출총이익률 (%)	40.6	39.5	42.7	39.5	39.5
영업이익률 (%)	28.6	27.9	30.2	28.6	28.6
EBITDA 마진률 (%)	29.5	29.1	31.7	30.6	30.5
당기순이익률 (%)	20.1	22.6	23.9	22.0	22.0
ROA (%)	8.8	7.7	6.7	6.0	5.9
ROE (%)	18.6	15.3	14.1	13.0	12.5
ROIC (%)	88.0	67.9	n/a	n/a	n/a

주요 투자지표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
투자지표 (x)					
P/E	21.0	21.3	13.7	13.4	12.3
P/B	2.8	2.9	1.9	1.6	1.4
EV/EBITDA	10.4	12.9	3.2	1.5	0.1
P/CF	14.2	15.6	10.5	12.3	11.3
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	18.6	16.8	3.2	11.2	9.0
영업이익	62.6	13.9	11.7	5.4	9.0
세전이익	56.8	28.1	10.6	5.6	8.7
당기순이익	흑전	31.1	9.4	2.3	8.7
EPS	n/a	24.9	5.5	2.1	8.7
안정성 (%)					
부채비율	93.7	101.7	117.7	113.9	109.4
유동비율	191.8	184.1	171.4	175.2	179.6
순차입금/자기자본(x)	-76.4	-70.3	-129.6	-138.6	-143.6
영업이익/금융비용(x)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
총차입금 (십억원)	0	0	0	0	0
순차입금 (십억원)	-36	-44	-86	-105	-123
주당지표(원)					
EPS	861	1,076	1,135	1,159	1,260
BPS	6,365	7,850	8,314	9,473	10,734
CFPS	1,268	1,473	1,475	1,264	1,370
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

인크로스 목표주가 추이

(원)

주가

목표주가

35,000

30,000

25,000

20,000

15,000

10,000

5,000

0

16/12

17/06

17/12

18/06

18/12

투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	과락율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과락율(%)		
			최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
2017.07.10	변경	김현용									
2017.07.10	Buy	26,000	+26.2		+3.3						
2018.12.24	Buy	19,000									

Compliance Notice

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

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 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 당사에 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 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	94.4% 5.6%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 ±20%에서 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자 의견 비율은 2017. 10. 1 ~ 2018. 9. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)