



## ▲ 스몰캡

Analyst 구성진  
02-6098-6662  
sungjin.goo@meritz.co.kr

# 인크로스 216050

## 페이코와 디지털 광고의 결합

- ✓ NHN 엔터테인먼트가 최대주주로 등극
- ✓ 1주당 1.5 주 비율의 무상증자와 50 억원 규모의 자사주 매입 시행
- ✓ NHN 페이코와 디지털 광고 사업을 결합해 '18년 신규 광고 사업 예정
- ✓ NHN 엔터테인먼트의 광고비를 신규 Captive 광고 취급고로 확보
- ✓ 하반기 실적 호조 예상, 투자의견 Buy 와 적정주가 61,000 원 유지

### Buy

적정주가 (12개월)	61,000 원
현재주가 (10.31)	50,700 원
상승여력	20.3%
KOSDAQ	694.20pt
시가총액	1,599억원
발행주식수	315만주
유동주식비율	52.35%
외국인비중	6.22%
52주 최고/최저가	59,100원/34,600원
평균거래대금	5.3억원
주요주주(%)	
스톤브릿지디지털애드사모투자합자회사	44.73
엔에이치엔엔터테인먼트	15.34
Matthews International Capital	5.01
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	12.5 -14.1 7.0
상대주가	5.8 -22.2 -3.7

## 주가그래프



### NHN 엔터테인먼트 최대주주로 등극

2 대주주였던 NHN 엔터테인먼트가 인크로스의 최대주주로 올라섰다. 종전 최대주주였던 스톤브릿지 PEF 지분 22.5%(709,709 주)를 주당 48,500 원에 NHN 엔터테인먼트 20.0%, 이준호 NHN 엔터테인먼트 회장에 2.5% 양도했다. 이로써 NHN 엔터테인먼트는 인크로스 지분 35.34%를 보유한다. 스톤브릿지 PEF 의 남은 지분 14.82%는 '18년 1월 31일까지 매도 금지 약정을 맺었다. 동시에 무상증자도 시행해 소유주식 1주당 1.5 주 비율로 신주를 배정키로 했으며, 50 억원 규모의 자사주 매입도 '18년 4월까지 진행한다.

### 페이코와 디지털 광고 협업

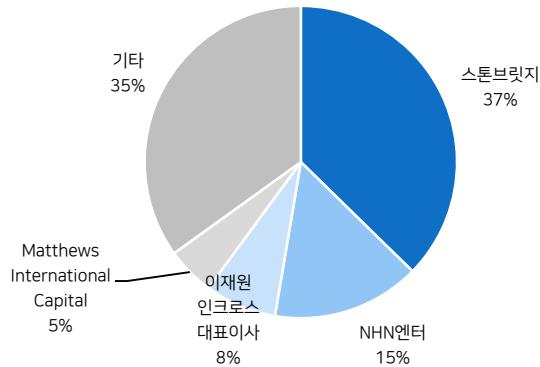
가장 큰 시너지는 NHN 페이코와 협업이다. 페이코는 인크로스의 디지털 광고 사업을 결합해 '18년부터 신규 광고사업을 펼친다. 디지털마케팅 전문사 NHN AD 와 빅데이터 기반 디지털 광고 플랫폼 사업자 NHN ACE 와 협업도 기대된다. 또한 NHN 엔터테인먼트와 기타 계열사가 쓰고 있는 광고비를 캡티브(Captive) 광고 취급고로 확보할 예정이다. 이는 연 700~1,000 억원 규모에 달한다.

### 주가 할인 요인의 해소

주가의 할인 요인이었던 PEF 최대주주와 낮은 주식 유동성 요인이 해소되었다. 3Q17 실적도 좋다. 3Q17 매출은 99 억원, 영업이익 25 억원 달성을 전망한다. 미디어렙 매출 53 억원(+25% YoY), 애드네트워크 33 억원(+96.5% YoY)으로 성장했다. 4Q17 에도 성수기와 평창올림픽 효과로 실적 호조세를 이어간다. 투자의견 Buy, 적정주가 61,000 원(11/15 권리락일 기준가 24,400 원)을 유지한다.

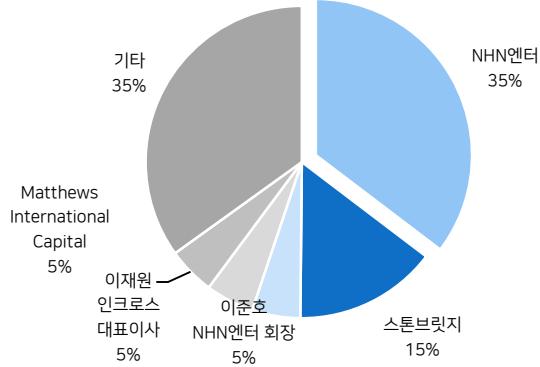
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	0.0	0.0	0.0	0		0				0.0	
2016	31.5	9.0	6.3	2,351		15,401	19.2	2.9	10.4	27.1	93.7
2017E	45.1	12.3	10.4	3,354	42.7	19,554	15.1	2.6	8.9	18.9	99.3
2018E	56.0	15.7	13.3	4,226	26.0	23,781	12.0	2.1	6.3	19.1	102.0
2019E	63.0	17.6	14.7	4,666	10.4	28,446	10.9	1.8	4.9	17.6	96.1

그림1 최대주주 변경 전 주요 주주 현황



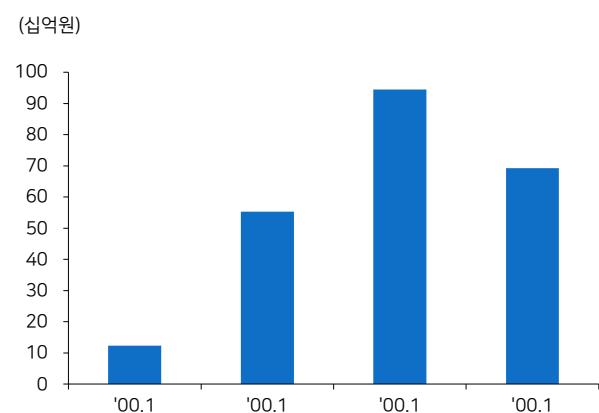
자료: 인크로스, 메리츠증권 리서치센터

그림2 최대주주 변경 후 주요 주주 현황



자료: 인크로스, 메리츠증권 리서치센터

그림3 NHN엔터테인먼트의 연간 광고선전비 추이



자료: NHN엔터테인먼트, 메리츠증권 리서치센터

그림4 디지털 광고 시장에 뛰어드는 대기업 자본



자료: 메리츠증권 리서치센터

## 인크로스 (216050)

## Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>매출액</b>	<b>0.0</b>	<b>31.5</b>	<b>45.1</b>	<b>56.0</b>	<b>63.0</b>
매출액증가율 (%)	-100.0		43.3	24.3	12.4
매출원가	0.0	18.7	27.8	34.4	38.7
매출총이익	0.0	12.8	17.3	21.7	24.3
판매관리비	0.0	3.8	5.0	5.9	6.7
<b>영업이익</b>	<b>0.0</b>	<b>9.0</b>	<b>12.3</b>	<b>15.7</b>	<b>17.6</b>
영업이익률		28.6	27.4	28.1	28.0
금융손익	0.0	0.4	0.9	1.1	1.4
증속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.0	-0.9	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	0.0	8.5	13.2	16.9	19.0
법인세비용	0.0	2.2	2.8	3.5	4.3
<b>당기순이익</b>	<b>0.0</b>	<b>6.3</b>	<b>10.4</b>	<b>13.3</b>	<b>14.7</b>
지배주주지분 순이익	0.0	6.3	10.4	13.3	14.7

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>0.0</b>	<b>3.0</b>	<b>8.8</b>	<b>12.1</b>	<b>13.9</b>
당기순이익(손실)	0.0	6.3	10.4	13.3	14.7
유형자산상각비	0.0	0.2	0.1	0.1	0.0
무형자산상각비	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	0.0	-6.3	-1.7	-1.4	-0.9
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>0.0</b>	<b>-22.6</b>	<b>-15.5</b>	<b>-12.5</b>	<b>-7.9</b>
유형자산의증가(CAPEX)	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	6.3	-3.0	-1.3	-1.1	-0.7
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>0.0</b>	<b>20.4</b>	<b>6.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
차입금의 증감	-1.8	0.0	0.0	0.0	0.0
자본의 증가	-18.1	37.4	6.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	0.0	0.7	-0.7	-0.4	6.0
기초현금	0.0	2.1	2.9	2.2	1.7
기말현금	0.0	2.9	2.2	1.7	7.7

## Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>유동자산</b>	<b>0.0</b>	<b>83.4</b>	<b>117.5</b>	<b>145.2</b>	<b>169.0</b>
현금및현금성자산	0.0	2.9	2.1	1.7	7.7
매출채권	0.0	5.1	7.3	9.1	10.2
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>비유동자산</b>	<b>0.0</b>	<b>7.2</b>	<b>8.3</b>	<b>9.3</b>	<b>10.0</b>
유형자산	0.0	0.4	0.2	0.2	0.1
무형자산	0.0	1.5	1.5	1.5	1.5
투자자산	0.0	3.0	4.3	5.4	6.1
<b>자산총계</b>	<b>0.0</b>	<b>90.5</b>	<b>125.8</b>	<b>154.5</b>	<b>178.9</b>
<b>유동부채</b>	<b>0.0</b>	<b>43.5</b>	<b>62.3</b>	<b>77.5</b>	<b>87.1</b>
매입채무	0.0	2.9	4.2	5.2	5.9
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>비유동부채</b>	<b>0.0</b>	<b>0.3</b>	<b>0.4</b>	<b>0.5</b>	<b>0.6</b>
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>0.0</b>	<b>43.8</b>	<b>62.8</b>	<b>78.0</b>	<b>87.7</b>
자본금	0.0	1.5	1.6	1.6	1.6
자본잉여금	0.0	36.0	41.9	41.9	41.9
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	0.0	9.1	19.5	32.8	47.6
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>0.0</b>	<b>46.8</b>	<b>63.2</b>	<b>76.5</b>	<b>91.2</b>

## Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	0	11,692	14,559	17,766	19,973
EPS(지배주주)	0	2,351	3,354	4,226	4,666
CFPS	0	3,461	4,024	5,011	5,605
EBITDAPS	0	3,452	4,024	5,011	5,605
BPS	0	15,401	19,554	23,781	28,446
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER		19.2	15.1	12.0	10.9
PCR		13.0	12.6	10.1	9.0
PSR		3.9	3.5	2.9	2.5
PBR		2.9	2.6	2.1	1.8
EBITDA	0.0	9.3	12.5	15.8	17.7
EV/EBITDA		10.4	8.9	6.3	4.9
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	0.0	27.1	18.9	19.1	17.6
EBITDA 이익률		29.5	27.6	28.2	28.1
부채비율		93.7	99.3	102.0	96.1
금융비용부담률		0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(X)		4,499,131			
매출채권회전율(X)	0.0	12.3	7.3	6.8	6.5
재고자산회전율(X)	0.0				

## Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 11월 01일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 11월 01일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 11월 01일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:구성진)

동 자료는 금융투자회사 영업 및 업무에 관한 규정 중 제 2장 조사분석자료의 작성과 공표에 관한 규정을 준수하고 있음을 알려드립니다. 동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

## 투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	<p><b>Buy</b> 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상</p> <p><b>Trading Buy</b> 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만</p> <p><b>Hold</b> 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만</p> <p><b>Sell</b> 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만</p>
<b>산업</b>	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	<p><b>Overweight</b> (비중확대)</p> <p><b>Neutral</b> (중립)</p> <p><b>Underweight</b> (비중축소)</p>

## 투자의견 비율

투자의견	비율
매수	94.0%
중립	6.0%
매도	0.0%

2017년 9월 30일 기준으로  
최근 1년간 금융투자상품에 대하여  
공표한 최근일 투자등급의 비율

## 인크로스 (216050) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.02.06	산업분석	Buy	55,000	구성진	-23.0	-17.3	
2017.02.15	산업분석	Buy	55,000	구성진	-18.8	-13.4	
2017.03.15	산업분석	Buy	55,000	구성진	-17.3	-9.5	
2017.04.03	산업분석	Buy	61,000	구성진	-19.8	-12.5	
2017.04.17	산업분석	Buy	61,000	구성진	-11.2	-3.1	
2017.05.15	산업분석	Buy	61,000	구성진	-13.1	-3.1	
2017.06.15	산업분석	Buy	61,000	구성진	-15.4	-3.1	
2017.07.17	산업분석	Buy	61,000	구성진	-16.5	-3.1	
2017.08.16	산업브리프	Buy	61,000	구성진	-19.4	-3.1	
2017.11.01	기업브리프	Buy	61,000	구성진	-	-	