

SK COMPANY Analysis



Analyst

조은애

goodkid@sk.com

02-3773-8826

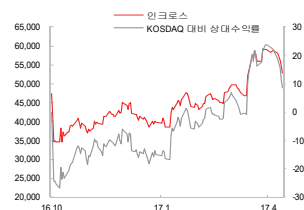
Company Data

자본금	15 억원
발행주식수	309 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	1,695 억원
주요주주	
스톤브릿지디지털애드	45.60%
사모투자합자회사(외1)	
엔에이치엔엔터테인먼트	15.63%
외국인지분율	5.50%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(17/05/16)	54,800 원
KOSDAQ	647.58 pt
52주 Beta	1.64
52주 최고가	59,100 원
52주 최저가	34,600 원
60일 평균 거래대금	13 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	16.6%	11.9%
6개월	51.2%	45.2%
12개월	%	%

인크로스 (216050/KQ | 매수(신규편입) | T.P 70,000 원(신규편입))

중장기 성장성 보유한 Ad Tech 선도기업

- 미디어렐과 AD Tech 사업 영위

- '17 년 매출액 448 억원(+42% YoY), 영업이익 120 억원(+34% YoY) 전망

- 동영상 광고 시장 선점한 광고 플랫폼(다원) 사업부 고성장 지속

- 투자의견 매수 및 목표주가 70,000 원으로 커버리지 개시

미디어렐과 AD Tech 사업 영위

동사는 '07 년 설립된 디지털 광고 전문업체이다. 주 사업영역은 ① 광고주/광고대행사와 매체 사이에서 광고상품을 유통하는 미디어렐과 ② 동영상 광고 시장 내 네트워크 역할의 AD Tech 사업이다. 동사는 미디어렐과 AD Tech 시장 내 각각 3 위와 1 위 자리를 영위하고 있다. '16 년 기준 사업부별 매출액 비중은 미디어렐(49%), 애드네트워크(27%), OMP 운영(16%), 광고용역(9%), 기타(2%) 등이다.

중장기 성장성 보유한 AD Tech 와 안정적인 캐시카우 역할의 미디어렐 사업부

① AD Tech: 동영상 시장이 급성장하면서 광고주의 온라인/모바일 광고 집행비가 급성장('13~'16 CAGR +11%)하고 있으며, 동사 AD Tech 사업부 취급고는 시장 성장률을 상회('13~'16 CAGR +34%)하고 있다. AD Tech 사업부는 동영상 광고 시장 성장에 따라 향후 동사 신규성장 동력으로 부상할 전망이다. ② 미디어렐: 미디어렐 사업부 매출액은 전사 매출액 내 절반(46%)의 비중을 차지하고 있다. 추정 OPM 은 30%~35% 수준으로 전사 OP 기여도는 80% 수준이다. 향후 AD Tech 사업부의 성장으로 OP 기여도는 축소가 예상되나 꾸준한 취급고 증가와 이익률 개선으로 캐시카우 사업부로서의 역량은 강화될 전망이다.

투자의견 매수 및 목표주가 70,000 원으로 커버리지 개시

동사에 대해 투자의견 매수, 목표주가 70,000 원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가 70,000 원은 12M FWD EPS 기준 PER 22 배를 적용해 산출하였다. '17 년 매출액 448 억원(+42% YoY), 영업이익 120 억원(+34% YoY) 달성이 가능할 전망이다. 현 주가 수준은 '17F PER 기준 18 배 수준으로 PEER 업체(20 배) 대비 밸류에이션 매력에 있다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E
매출액	억원	240	265	315	448	560
yoy	%	-33.8	10.3	18.6	42.4	25.1
영업이익	억원	52	55	90	120	168
yoy	%	236.2	5.9	62.6	33.6	39.4
EBITDA	억원	62	59	93	122	169
세전이익	억원	50	54	85	117	164
순이익(지배주주)	억원	9	-1	63	89	125
영업이익률%	%	21.7	20.9	28.6	26.8	29.9
EBITDA%	%	25.7	22.4	29.5	27.3	30.2
순이익률	%	3.6	-0.9	20.1	19.8	22.2
EPS	원	1,527	1,588	2,352	2,893	4,061
PER	배	0.0	0.0	19.2	18.3	13.1
PBR	배	0.0	0.0	2.8	3.0	2.4
EV/EBITDA	배	0.0	0.0	10.5	10.6	7.2
ROE	%	3.0	-0.7	18.6	17.4	20.2
순차입금	억원	-117	-115	-357	-351	-423
부채비율	%	141.7	147.5	93.7	113.9	117.5

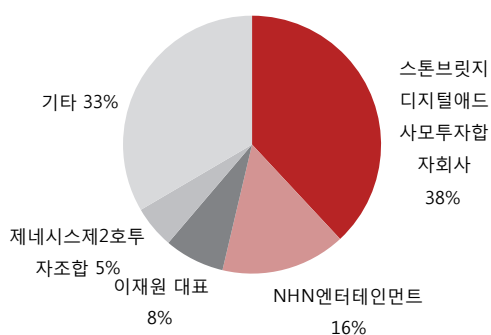
1. 기업소개

인크로스는 2007년 설립된 디지털 광고 전문업체이다. 사업영역은 미디어렙(49%), 애드네트워크(27%), OMP 운영(16%), 광고용역(9%), 기타(2%) 등이다. '16년 10월 31일 공모가 43,000 원으로 코스닥에 신규 상장했다.

동사 최대주주는 스톤브릿지디지털애드 사모투자합자회사로 지분율은 38%이다. 이재원 대표 지분 8%와 주요주주는 각각 NHN 엔터테인먼트 16%, 제네시스제2호투자조합 5%이다. '15년 12월 스톤브릿지디지털애드, NHN 엔터테인먼트, 제네시스제2호투자조합이 기존 최대주주였던 노재현 변호사 보유 지분과 경영권을 인수했다. 주당 인수가격은 32,000 원 내외로 추정된다.

'16년 기준 매출액은 315 억원(+28% YoY)으로 미디어렙(49%)과 애드네트워크(27%)가 동사 주력사업이다. 미디어렙 사업은 국내 7개 업체가 경쟁하고 있으며, 동사는 나스미디어와 메조미디어 다음으로 MS 3위 업체이다. 애드네트워크 사업은 '13년에 국내에서는 최초로 동사가 진출하여 시장 선점에 성공하여 독보적인 지위를 확보하고 있다. 해당 사업부의 다윈(Dawin)은 다수 디지털 매체를 네트워크로 묶어 광고주에게 판매하는 AD Network 사업으로 향후 동사의 주요 성장 동력으로 작용할 전망이다.

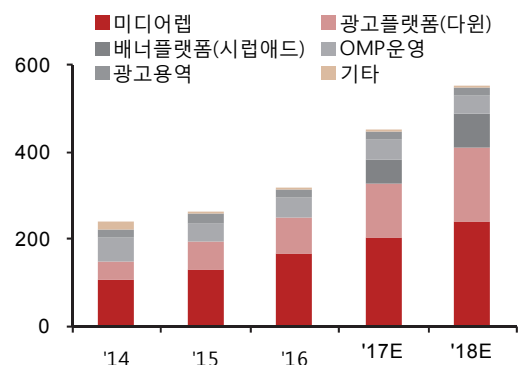
주요주주 현황



자료 : 인크로스, SK 증권

부문별 매출액 추이 및 전망

(단위: 억원)



자료 : 인크로스, SK 증권

2. 투자포인트

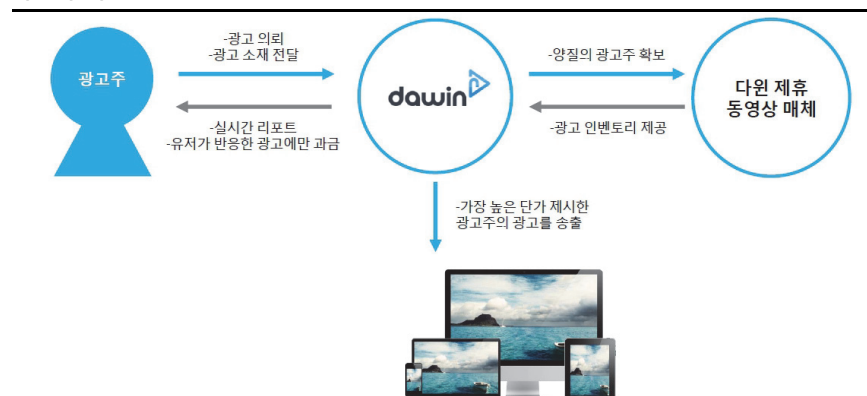
(1) Ad Tech 메가트렌드 선도 기업

모바일 동영상 콘텐츠 소비 증가에 따라 동영상 광고 시장의 성장이 지속 중이다. 현재 동영상 플랫폼 사업자(네이버, 아프리카TV, Youtube 등)들이 콘텐츠 확보에 주력하는 이유 역시 양질의 콘텐츠를 통해 트래픽을 확대하고 이에 따른 광고 수익 확대를 얻기 위함이다. '16년 지상파TV의 광고매출은 1.8조원(-14% YoY)으로 큰 폭 감소한 반면, 모바일 광고 매출은 1.8조원(+31% YoY)으로 큰 폭 증가한 것으로 나타났다.

동사는 다수의 동영상 매체(네이버 TV, 아프리카, Daum, Youtube, Facebook 등)를 하나의 네트워크로 묶어서 광고주(또는 대행사)에게 판매하는 다윈(Dawin) 사업을 전개하고 있다. '13년 국내 업계 처음으로 Ad Tech 사업을 시작하였으며 MS 기준 1위를 유지하고 있다. 제휴 매체 수는 '13년 기준 12개에서 현재 기준 28개로 증가했다.

다윈의 경쟁력은 '16년 초에 출시한 D2(Dwin+Display AD)로 기존 다윈과 모바일 광고를 연계한 리타게팅(Re-Targeting) 상품이다. D2는 다윈을 통해 송출되는 특정 광고를 15초 이상 보거나 클릭한 유저들을 타겟 대상으로 분류하고, 이들이 페이스북/인스타그램 등에 접속했을 때 해당 광고를 2차로 노출시킬 수 있도록 만들어진 광고 상품이다. '17년 1월에는 동사 2대 주주인 NHN과 데이터 활용 제휴를 맺어 타겟팅 능력을 더욱 향상시켰다.

다윈 사업구조



자료 : 인크로스, SK 증권

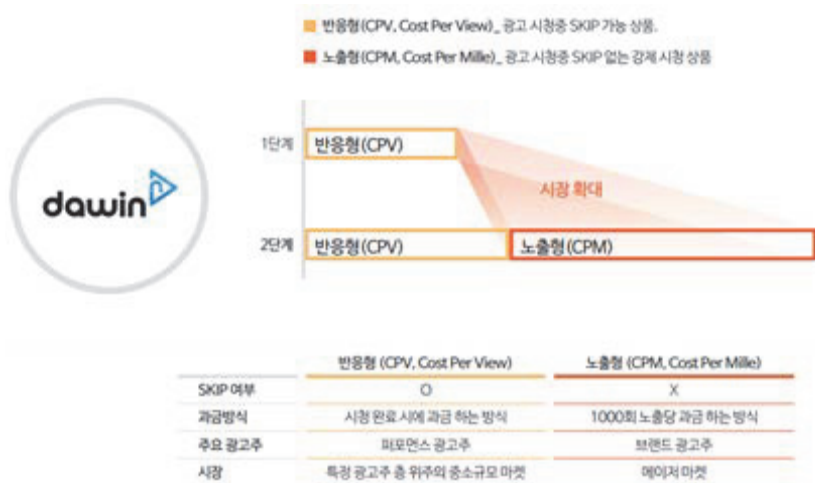
‘17 년 1 분기에 신규 출시한 다윈 노출형 상품(CPM, Cost Per Mile)은 광고 시청중 SKIP 버튼이 없는 강제 시청 상품이다. 이는 기존 반응형(CPV, Cost Per View) 시장과는 달리 주요 브랜드 광고주들이 포진되어 있는 메이저 마켓이다. 향후 메이저 브랜드 광고주 유입으로 신규 매출 증대가 가능할 전망이다.

다윈 D2 운영 방식



자료 : 인크로스 SK 증권

다윈 사업 성장 전략



자료 : 인크로스 SK 증권

국내 주요 매체별 광고비 집행 추이

대분류	중분류	소분류	세부유형	14	15	16	17E
방송	지상파TV	지상파TV	프로그램 광고	14,345	13,310	11,239	11,173
			토막광고(SB)	2,006	2,412	2,023	2,079
			자막광고	186	228	198	203
			시보광고	235	238	243	228
			가상광고	89	52	60	76
			간접광고	401	400	326	335
			협찬	3,354	2,683	2,540	2,571
			지상파TV 계	20,616	19,324	16,628	16,664
	지상파 DMB	지상파 DMB	지상파 DMB 계	109	103	97	93
	케이블	PP SO	PP 계	16,902	20,049	19,459	19,282
			동영상 광고		220	231	233
			채널광고(SB)		1,197	1,289	1,289
			기타		35	44	44
			SO 계	1,347	1,452	1,564	1,566
			위성방송	위성방송	위성방송 계	188	240
	IPTV	IPTV	동영상 광고	421	686	620	622
			채널광고(SB)	59	110	115	116
			기타	34	74	95	102
			IPTV 계	514	870	830	840
	라디오	라디오	라디오 계	2,604	2,568	2,497	2,465
			방송 계	42,280	44,607	41,326	41,181
	인쇄	신문	신문	신문	15,569	15,613	15,395
잡지		잡지	잡지	5,071	4,741	4,564	4,427
			인쇄 계	20,640	20,354	19,959	19,515
온라인	인터넷	인터넷	DA 광고	8,324	7,752	7,932	7,844
			검색광고	15,149	12,782	11,501	11,723
			인터넷 계	23,473	20,534	19,433	19,567
	모바일	모바일	DA 광고	3,515	5,660	7,072	8,662
			(동영상 광고)	500	1,324	3,000	-
			검색광고	4,947	6,223	9,348	10,167
			리워드 앱	637	1,861	1,621	1,631
			모바일 계	7,250	13,744	18,042	20,460
	온라인 계	30,723	34,278	37,474	40,027		
옥외광고	빌보드	빌보드	빌보드	950	1,899	1,871	1,794
	교통	교통	교통	4,914	4,073	3,924	3,900
	엔터테인먼트	엔터테인먼트	엔터테인먼트	2,394	3,332	3,259	3,214
	기타	기타	기타	515	1,835	1,858	2,032
		옥외 계	8,772	11,140	10,912	10,941	
		기타 광고 계		3,367	3,290	3,295	
		스마트 광고 합계	32,938	37,540	40,661	43,202	
총계			109,722	113,745	112,960	114,958	

자료 : KOBACO, SK 증권

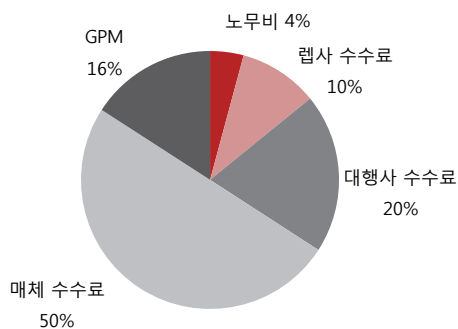
(2) 다윈, 영업레버리지 효과에 의한 이익률 개선

다윈 매출액(RTB, Real Time Bidding)은 '13 년 상품 출시 이후 '16 년까지 연평균 +93% 증가했다. 영업이익은 출시 이후 '14 년 까지 적자를 기록했으나 '15 년에 흑자 전환에 성공했다. 다윈은 애드테크 시장 내 1 위 사업자로 '16 년 이후 본격적으로 시작된 뉴미디어 광고시장 성장에 기인해 시장 내 MS 가 지속 확대되고 있으며, 플랫폼 사업의 특성상 향후 높은 영업레버리지 효과가 가능할 전망이다.

중장기적으로 다윈사업부 영업이익률은 25% 달성이 가능할 것으로 전망한다. 다윈의 사업구조는 매출액(RTB)-매체수수료(50%)-대행사수수료(20%)-미디어렙사 수수료(10%)-노무비-기타 경비=영업이익으로 구성되어 있다. 이 중 ① 미디어렙사 수수료는 인크로스 내부 미디어렙 사업을 통한 매출의 확대에 비용 비중이 축소 추세에 있으며, ② 플랫폼 사업 특성상 노무비와 기타 서버비용과 같은 부분의 비중 축소로 영업레버리지 효과가 가능할 전망이다.

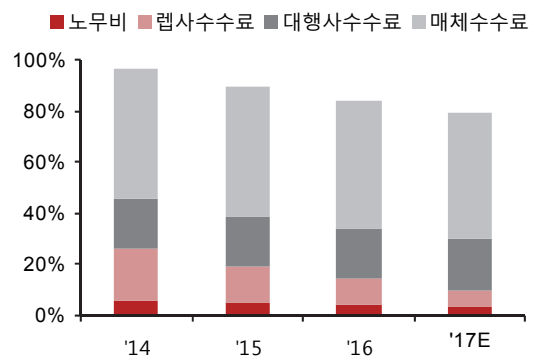
실제로 다윈 사업부 매출원가율은 상품 출시 초기인 '14 년 96%에서 흑자전환에 성공한 '15 년 이후에는 85% 수준으로 낮아졌다. 동기간 노무비 비중은 '14 년 6% → '16 년 4%, 서버비용 등 경비 비중은 '14 년 20% → '16 년 10%로 하락했다. '17 년 예상 다윈 매출액은 126 억원(+47% YoY), 인건비 및 경비 증가를 감안한 예상 매출원가율은 79%(-5%p YoY)이다.

다윈 비용구조



자료 : 인크로스, SK 증권

다윈 매출원가율 추이



자료 : 인크로스, SK 증권

다원 사업부 비용구조 및 실적추정

(단위: 억원)

	'14	'15	'16	'17E	'18E
매출액	41	63	85	126	170
% YoY	193%	54%	35%	48%	35%
% Sales	8%	5%	4%	4%	4%
매출원가	39	56	72	100	131
노무비	2	3	4	4	5
경비	16	21	26	33	42
대행사 수수료	8	13	17	25	34
그 외 경비	8	9	8	8	8
기타(재료비)	21	32	43	62	84
매출원가(% Sales)	96%	90%	84%	79%	77%
노무비	6%	5%	4%	3%	3%
경비	40%	34%	30%	26%	25%
대행사 수수료	20%	20%	20%	20%	20%
그 외 경비	20%	14%	10%	6%	5%
기타(재료비)	50%	51%	50%	50%	50%
매출총이익	2	7	13	26	39
% YoY		294%	100%	97%	50%
GPM(%)	4%	10%	16%	21%	23%
SK증권 추정 영업이익	-	4	10	22	35
% YoY		흑전	156%	126%	58%
OPM	적자	6%	11%	17%	20%

자료 : 인크로스, SK 증권

(3) 미디어렙, 안정적인 캐시카우 사업부

미디어렙(MediaRep)은 미디어(Media)와 레프리젠티티브(Representative)의 합성어이다. 사업구조는 미디어렙 회사가 각종 매체 기업을 대신하여 광고시간이나 지면 등 매체광고를 전문적으로 위탁판매하고 판매 대행 수수료(11%~12%)를 받는 것이다. 미디어렙 사업부는 전체 매출액 내 절반('16년 기준 46%) 수준의 비중을 차지하고 있다.

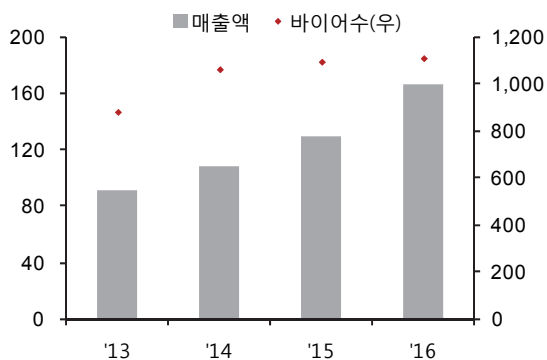
향후 미디어렙 사업부는 ① 전체 시장 성장을 상회하는 취급고 증가와 ② 이익률 개선으로 캐시카우 사업부로서의 역량 강화가 지속될 전망이다.

미디어렙 사업부의 거래 대행사&광고주 수는 '13~'16년 CAGR +8%로 매년 안정적으로 신규 바이어를 확보하고 있다. 같은 기간 매출액은 CAGR +23%로 신규 바이어 수 증가율을 상회하는 성장을 기록 중이다. 동사는 매체 커버리지 확대의 일환으로 중국 매체와의 계약을 추진 중이며, 중국통 마케팅 헤드가 사업부를 지휘하고 있다. 향후 중국향 취급고 증가도 가능할 전망이다.

동사업부는 매출총이익률이 꾸준히 상승 중이다. '14년 44%의 매출총이익률은 '16년 기준 61%까지 상승했다. '16년 미디어렙 매출액은 +28% YoY 증가했는데, 같은기간 노무비는 +1% YoY 증가에 그쳤다. SK 증권 추정 '17~'18년 추정 노무비 증가율은 +14% YoY로 다소 높게 책정했으며 이를 감안하더라도 영업레버리지에 의한 이익률 개선('16년 61% → '17년 63%)은 지속될 것으로 전망한다.

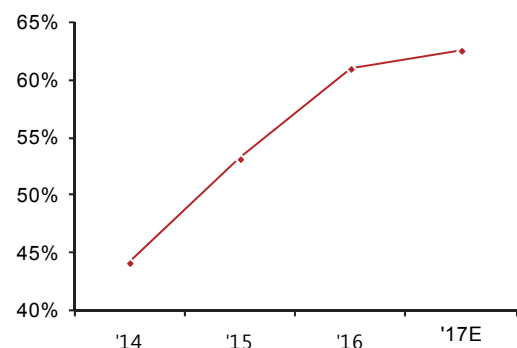
미디어렙 사업부 매출액 추이 및 바이어 수

(단위: 억원, 개)



자료: 인크로스, SK 증권

미디어렙 사업부 매출총이익률 추이



자료: 인크로스, SK 증권

3. 예상실적 및 밸류에이션

인크로스에 대해 투자 의견 매수와 목표주가 70,000 원으로 커버리지를 개시한다. 목표 주가는 12M FWD EPS 에 PER 22 배를 적용해 산출하였다. 현재 주가 수준은 12FWD PER 기준 18 배로 국내 비교기업 나스미디어(20 배) 대비 밸류에이션 매력을 보유하고 있다.

동사 중장기 성장사업부 다윈의 매출액은 '17~'18 년 CAGR +41%의 증가를 전망한다. 다윈은 플랫폼 사업으로 매출액 증가율 대비 비용 증가가 크지 않아 영업 레버리지 효과(OPM '16 년 11% → '17F 17%)가 크다. 향후 중장기 성장산업 내 1 위 사업자로서의 밸류에이션 프리미엄도 가능할 것으로 판단한다.

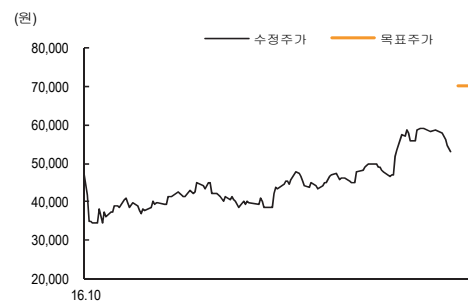
인크로스 실적추정 및 밸류에이션

	2014	2015	2016	2017E	2018E
매출액	240	265	315	448	560
미디어렙	109	130	167	204	239
애드네트워크	41	63	85	182	250
OMP운영	55	43	43	43	43
광고용역	18	24	17	17	17
기타	18	6	2	2	2
매출액(% YoY)		10.3%	18.6%	42.4%	25.1%
미디어렙	20.6%	19.1%	28.2%	22.0%	17.2%
애드네트워크	188.2%	54.0%	35.9%	113.0%	37.6%
OMP운영		-22.6%	1.6%	-0.6%	0.0%
광고용역		35.4%	-27.6%	-1.6%	0.0%
기타		-68.3%	-72.6%	31.0%	0.0%
매출총이익	75	94	128	170	227
y-y		25.6%	36.3%	33.2%	33.1%
GPM	31.1%	35.4%	40.6%	38.0%	40.4%
영업이익	52	55	90	120	168
y-y	-1%	6%	127%	34%	39%
OPM(%)	22%	21%	29%	27%	30%
당기순이익	9	-2	63	89	125
주식수	3,094	3,094	3,094	3,094	3,094
EPS(원)	1,527	1,588	2,352	2,893	4,061
적용PER (배)				22	22
적정주가(원)				63,655	89,332

자료 : 인크로스, SK 증권

투자의견변경

일시	투자의견	목표주가
2017.05.17	매수	70,000원



Compliance Notice

- 작성자(조은애)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 5월 16일 기준)

매수	93.71%	중립	6.29%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E
유동자산	443	834	1,030	1,294
현금및현금성자산	21	29	23	95
매출채권및기타채권	327	473	673	863
재고자산	0	0	0	0
비유동자산	88	71	157	182
장기금융자산	33	30	30	30
유형자산	5	3	2	1
무형자산	15	15	14	14
자산총계	530	905	1,187	1,476
유동부채	315	435	619	775
단기금융부채	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무	305	391	556	696
단기충당부채	0	0	0	0
비유동부채	1	3	13	23
장기금융부채	0	0	0	0
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0
부채총계	316	438	632	798
지배주주지분	214	467	555	679
자본금	13	15	15	15
자본잉여금	183	360	360	360
기타자본구성요소	-11	2	2	2
자기주식	-12	0	0	0
이익잉여금	29	91	180	304
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	214	467	555	679
부채외자본총계	530	905	1,187	1,476

현금흐름표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E
영업활동현금흐름	-14	27	-11	66
당기순이익(손실)	-2	63	89	125
비현금성항목등	27	30	34	44
유형자산감가상각비	3	2	2	1
무형자산감가상각비	1	1	1	1
기타	37	9	9	9
운전자본감소(증가)	-30	-63	-105	-63
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-59	-145	-200	-190
재고자산감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	36	86	166	140
기타	-7	-4	-71	-12
법인세납부	-8	-3	-28	-40
투자활동현금흐름	17	-224	6	6
금융자산감소(증가)	6	-235	0	0
유형자산감소(증가)	-2	0	0	0
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
기타	14	12	6	6
재무활동현금흐름	-16	204	0	0
단기금융부채증가(감소)	0	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	0	0	0
자본의증가(감소)	-3	204	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타	-2	0	0	0
현금의 증가(감소)	-13	7	-6	72
기초현금	34	21	29	23
기말현금	21	29	23	95
FCF	48	50	-12	65

자료 : 인크로스, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E
매출액	265	315	448	560
매출원가	171	187	278	334
매출총이익	94	128	170	227
매출총이익률 (%)	35.4	40.6	38.0	40.4
판매비와관리비	38	38	50	59
영업이익	55	90	120	168
영업이익률 (%)	20.9	28.6	26.8	29.9
비영업손익	-1	-5	-3	-3
순금융비용	-3	-4	-6	-6
외환관련손익	0	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0
세전계속사업이익	54	85	117	164
세전계속사업이익률 (%)	20.5	27.0	26.1	29.3
계속사업법인세	13	22	28	40
계속사업이익	41	63	89	125
중단사업이익	-43	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0
당기순이익	-2	63	89	125
순이익률 (%)	-0.9	20.1	19.8	22.2
지배주주	-1	63	89	125
지배주주귀속 순이익률(%)	-0.55	20.11	19.81	22.22
비지배주주	-1	0	0	0
총포괄이익	3	62	88	123
지배주주	4	62	88	123
비지배주주	-1	0	0	0
EBITDA	59	93	122	169

주요투자지표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E
성장성 (%)				
매출액	103	18.6	42.4	25.1
영업이익	5.9	62.6	33.6	39.4
세전계속사업이익	8.5	56.8	37.6	40.3
EBITDA	-3.9	56.7	31.8	38.1
EPS(계속사업)	적전	흑전	23.0	40.3
수익성 (%)				
ROE	-0.7	18.6	17.4	20.2
ROA	-0.4	8.8	8.5	9.4
EBITDA마진	22.4	29.5	27.3	30.2
안정성 (%)				
유동비율	140.7	191.8	166.4	167.1
부채비율	147.5	93.7	113.9	117.5
순차입금/자기자본	-53.6	-76.4	-63.3	-62.4
EBITDA/이자비용(배)	603.8	0.0	0.0	0.0
주당지표 (원)				
EPS(계속사업)	1,588	2,352	2,893	4,061
BPS	8,143	15,906	17,943	21,931
CFPS	93	2,459	2,963	4,107
주당 현금배당금	0	0	0	0
Valuation지표 (배)				
PER(최고)	0.0	20.2	20.4	14.6
PER(최저)	0.0	14.7	13.3	9.5
PBR(최고)	0.0	3.0	3.3	2.7
PBR(최저)	0.0	2.2	2.1	1.8
PCR	0.0	18.3	17.9	12.9
EV/EBITDA(최고)	0.0	11.2	12.1	8.3
EV/EBITDA(최저)	0.0	7.1	-2.9	-2.5