

# 케이아이엔엑스 093320

Mar 27, 2013

## Not Rated

### Company Data

현재가(03/26)	15,650 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	20,750 원
52 주 최저가(보통주)	9,190 원
KOSPI (03/26)	1,983.70p
KOSDAQ (03/26)	549.90p
자본금	24 억원
시가총액	754 억원
발행주식수(보통주)	482 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	17.3 만주
평균거래대금(60 일)	25 억원
외국인지분(보통주)	0.51%
주요주주	
7비야 외 5 인	41.30%

### Price & Relative Performance



주가수익률	1개월	6개월	12개월
절대주가	10.2%	-20.1%	41.8%
상대주가	5.6%	-23.0%	35.8%



| Mid-Small Cap |

책임연구원 정유석

3771-9351

cys45@iprovest.com

## 방향성에는 의심의 여지가 없다

### 성장성 확보로 높은 밸류에이션 적용이 타당

케이아이엔엑스는 미래 성장성이 확보된 기업인 것으로 판단. 과거 6년간 평균 27%의 매출액 성장을 시현하였고, 향후 25% 이상의 성장률을 기록할 전망. 무선 기기 사용 증가, 대용량 콘텐츠의 확산 등에 의해 데이터 트래픽의 증가는 필요불가결한 현상. 동사의 기업가치는 2013년 실적 기준 PER 23.8배 수준이 타당한 것으로 평가되는데 성장성이 담보되어 2014년 기준 PER 18.2배, 2015년 기준 14.4배로 지속적으로 밸류에이션 멀티플이 낮아질 것이라는 점을 감안.

### 트래픽 증가하면 실적이 늘어나는 기업

국내 유일의 중립적 IX 시스템을 보유하고 있는 기업. 국내외 인터넷 상의 모든 콘텐츠를 이용하거나 다른 이용자와 접속하기 위해서는 모든 ISP들과 연결이 되어 있어야 하는데 회선설치비용 부담으로 IX가 필요. 동사의 과금 규모는 트래픽에 비례하기 때문에 실적이 증가하기 위해서는 고객의 수가 많아지거나 데이터 트래픽이 증가하여 함.

### 트래픽은 증가할 수 밖에 없는 구조

스마트폰의 보급 확대는 무선 인터넷 사용량을 증가시키는 주요 원인으로 작용. 무선 인터넷 활용도는 태블릿 PC 등으로 확대되며 향후에도 지속될 전망. 이대로라면 4~5년 이내에 네트워킹이 마비될 정도로 트래픽이 증가할 가능성도 존재. 2012년부터 2017년까지 국내 무선 데이터 트래픽은 11배 증가할 전망. 무선 데이터 트래픽 급증의 이유는 1) 모바일 사용자 증가, 2) 모바일 연결 기기 증가, 3) 모바일 속도 증가, 4) 모바일 동영상 증가 등.

### Forecast earnings & Valuation

12 결산 (십억원)	2010.12	2011.12	2012.12	2013.12E	2014.12E
매출액 (십억원)	15	20	27	33	41
YoY(%)	NA	29.2	36.0	20.0	25.0
영업이익 (십억원)	3	4	5	7	9
OP 마진(%)	18.6	22.0	19.2	20.5	21.1
순이익 (십억원)	3	4	4	6	7
EPS(원)	628	839	924	1,168	1,499
YoY(%)	0	55.3	11.3	26.4	28.4
PER(배)	0	8.6	13.9	13.3	10.3
PCR(배)	0	5.5	8.9	8.5	6.6
PBR(배)	0	1.1	1.8	1.9	1.6
EV/EBITDA(배)	0	3.1	5.0	4.8	3.7
ROE(%)	0	26.3	13.0	14.1	15.3

# Contents

- 3 방향성에는 의심의 여지가 없다
- 3 1. 밸류에이션: 높은 밸류에이션 적용이 타당
- 4 2. 회사 소개: 트래픽 증가하면 실적이 늘어나는 기업
- 5 3-1. 트래픽 증가 이유: 무선 데이터 트래픽 급증
- 6 3-2. 트래픽 증가 이유: 유선 데이터 트래픽 증가 지속
- 7 3-3. 트래픽 증가 이유: 전세계 트래픽 증가

# 방향성에는 의심의 여지가 없다

## 1. 밸류에이션: 높은 밸류에이션 적용이 타당

### 성장성 확보로 높은 밸류에이션 적용이 타당

케이아이엔엑스(093320)는 미래 성장성이 확보된 기업인 것으로 판단한다. 동사는 과거 6년간 평균 27%의 매출액 성장을 시현하였고, 향후 25% 이상의 성장률을 기록할 전망이다. 동사의 성장성이 확보되었다고 보는 이유는 스마트폰 등의 무선기기 사용 증가, 대용량 콘텐츠의 확산 등에 의해 데이터 트래픽의 증가는 필요불가결하게 지속될 수 밖에 없는 현상이기 때문이다.

‘도표1’은 잔여이익모델(RIM)을 이용하여 동사의 적정 기업가치 및 주가를 산정한 테이블이다. 자기자본비용 10.7%(베타 0.9, 리스크프리미엄 8.0%, 무위험수익률 3.5%)를 적용하여 산출한 결과 동사의 적정 기업가치는 1,250억원(주가 26,000원) 수준으로 판단된다. 이는 2013년 실적 기준 PER 23.8배, PBR 3.2배에 해당하는 수준으로 다소 높게 평가된 것으로 보일 수 있다. 하지만 성장성이 담보되어 2014년 기준 PER 18.2배, PBR 2.7배, 2015년 기준 PER 14.4배, PBR 2.3배로 지속적으로 밸류에이션 멀티플이 낮아질 것이라는 점도 감안할 필요가 있다는 판단이다.

동사에 대한 투자 의견을 ‘Not Rated’로 제시하는 까닭은 현재 시가총액이 작고, 정책 테마주로 분류되어 주가의 변동성이 상대적으로 클 수 있기 때문이다. 하지만 이런 부분은 이익의 규모가 확대되면서 기업가치가 상승하고, 기업의 본질적인 측면이 부각되면 해소될 수 있는 부분이라고 판단된다. 동 종목에 대한 지속적인 관심이 필요하다.

	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
1. 지배주주 순이익	5	7	9	11	14	17
2. 기초자기자본	34	39	46	55	66	79
3. 자기자본비용(2xCoE)	4	4	5	6	7	9
4. 초과이익(1-3)	2	3	4	5	7	9
5. 현가요소	1.000	0.903	0.816	0.737	0.666	0.602
6. 초과이익의 현재가치(4x5)	2	2	3	4	4	5
7. 초과이익현재가치의 합계	21					
8. 잔여가치의현재가치	71					
9. 기초자기자본	34		베타		0.9	
10. 주주지분가치(7+8+9)	125		리스크프리미엄		8.0%	
11. 보통주지분가치	125		무위험수익률		3.5%	
12. 보통주주식수(천주)	4,820		자기자본비용(COE)		10.7%	
13. 보통주주식가치(원)	25,956					

자료: 교보증권 리서치센터

## 2. 회사 소개: 트래픽 증가하면 실적이 늘어나는 기업

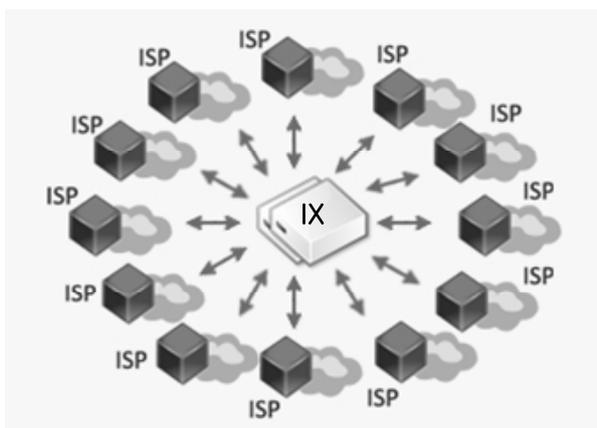
### 국내 유일의 중립적 IX 보유 기업

동사는 국내 유일의 중립적 IX를 보유하고 있는 기업이다. 동사의 사업구조를 이해하기 위해서는 IX(Internet eXchange)시스템을 먼저 이해할 필요가 있다. IX는 ISP(Internet Service Provider, 인터넷 서비스 제공 사업자) 간의 원활한 트래픽 연동을 위해 필요하다. 우리가 흔히 인터넷을 이용한다라는 것은 ISP에 접속하는 것이라고 볼 수 있는데, ISP는 또다른 이용자와의 통신이 가능하도록 하기 위해 타ISP와 접속하거나 인터넷 백본 사업자인 NSP(Network Service Provider, 네트워크 서비스 제공 사업자) 혹은 IX에 접속하여 트래픽을 소통시킬 수 있는 루트를 확보하여야 한다.

인터넷 이용자가 국내외 인터넷 상의 모든 콘텐츠를 이용하거나 다른 이용자와 접속하기 위해서는 모든 ISP들 간에 직·간접적인 상호접속이 이뤄져 있어야 한다. ISP의 수가 적다면 모든 ISP간의 직접적 상호접속이 가능하겠지만, ISP의 수가 많아질수록 상호접속을 하기 위한 회선설치비용과 설비투자비용이 급격하게 증가하기 때문에 현실적으로 중립적 망연동(IX)의 존재가 필요하게 된다.

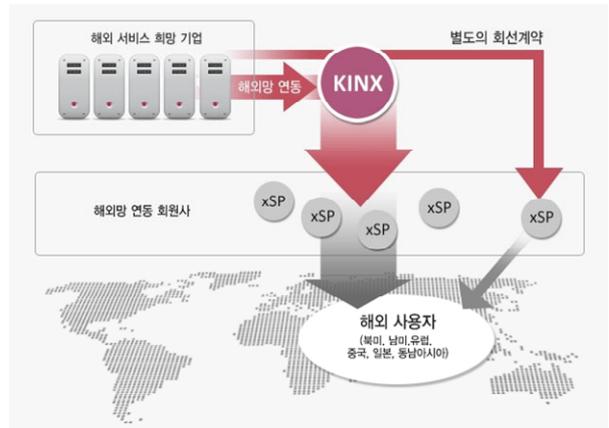
KINX에서 말하는 ‘중립적’의 의미는 트래픽에 대한 과금 방식이 이용자 간의 차등 또는 가중 없이 300만원/Gbps, 1,500만원/Gbps 고정되어 있다는 의미로 해석 가능하다. 따라서 동사의 실적이 증가하기 위해서는 동사의 IX를 이용하는 고객의 수가 많아지거나 데이터 트래픽이 증가하여 한다. 현재 SK텔레콤, 삼성SDS, CJ헬로비전, MicroSoft, NHN 등 많은 기업을 고객으로 삼고 있다.

도표 2. IX 시스템



자료: 교보증권 리서치센터

도표 3. 해외 ISP 연동



자료: 교보증권 리서치센터

### 3-1. 트래픽 증가 이유: 무선 데이터 트래픽 급증

#### 스마트폰 등장으로 무선 인터넷 사용 증가

아이폰의 등장으로 전세계 스마트폰 보급에 속도가 붙었다. 스마트폰의 보급 확대는 무선 인터넷 사용량을 증가시키는 주요 원인으로 작용하였다. 추가적으로 태블릿 PC 등의 무선 인터넷 활용도가 높은 다양한 IT기기들이 출범하면서 무선 인터넷 사용량 증가를 여전히 부추기는 중이다. 무선 인터넷 활용도가 증가하는 추세는 향후에도 지속될 가능성이 높다.

#### 무선 데이터 트래픽 폭증

스마트폰 등으로 인해 무선 인터넷 활용 빈도가 늘어났고 이는 무선 데이터 트래픽의 증가로 이어졌다. 2009년 11월 아이폰의 출시 이후 무선 데이터 트래픽이 빠르게 증가하였으며 2010년 8월 무제한 요금제가 출시되고 나서 증가 속도는 더욱 빨라졌다. WiFi 사용량도 함께 증가하여 모바일에서 발생하는 트래픽의 33%를 분산하는 수준까지 증가하였다.

#### 향후 4~5년내 네트워크 마비 우려 수준까지 트래픽 증가

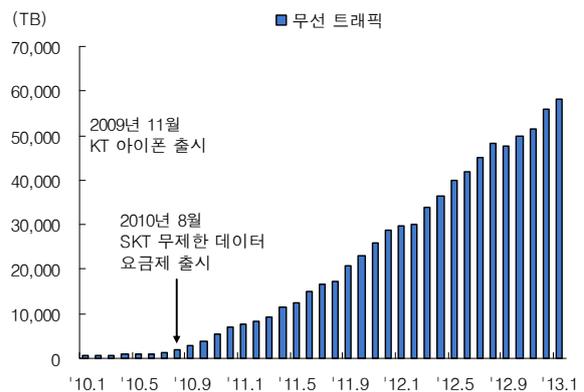
인터넷 활용도 증가뿐만 아니라 대용량 서비스, 고화질 동영상 등으로의 소비자 선호도가 몰리고 있어 데이터 트래픽의 급증은 둔화될 기미를 보이지 않고 있다. 일부 조사기관 또는 언론보도에서 향후 4~5년 이내에 데이터 트래픽은 10배 이상으로 증가할 가능성이 높아 네트워크 마비에 대비해야 한다는 전망도 조금씩 모습을 드러내고 있다. 트래픽 증가와 네트워크 혼잡에 대응하기 위해 통신사업자들은 콘텐츠 차단, 우선순위 부여, 품질 저하 등의 트래픽 관리 방식을 검토하고 있는 실정이다.

도표 4. 국내 스마트폰 가입자



자료: 교보증권 리서치센터

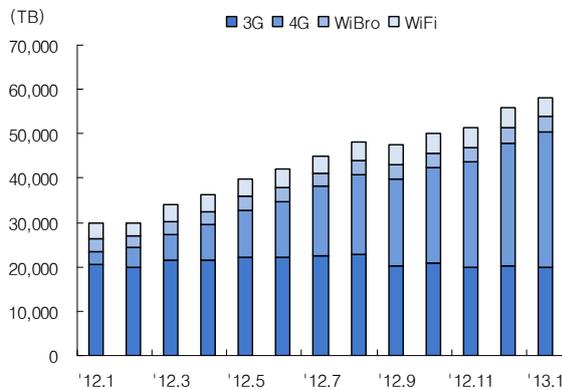
도표 5. 무선 트래픽 폭증



자료: 교보증권 리서치센터

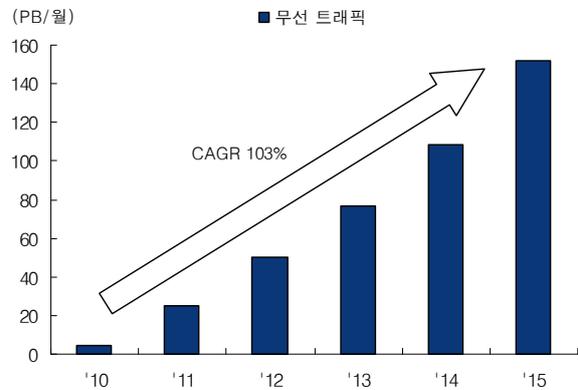
국내 스마트폰 가입자 수는 2009년 80만명, 2010년 725만명에서 현재 3,300만명 수준까지 증가하였다. 전체 통신서비스 가입자 중 스마트폰 이용자의 비중도 2010년 14%에서 2012년 61%까지 함께 증가하는 모습을 보였다. 방송통신위원회 조사 결과에 따르면 2015년 국내 무선 데이터 트래픽은 2010년 대비 35배 증가(연평균 103% 증가)한 152PB/월 수준까지 증가한다고 한다. 무선 데이터 트래픽은 앞으로 남은 3년 동안 연평균 45%씩 증가할 것으로 전망된다.

도표 6. 무선통신 기술별 트래픽 현황



자료: 교보증권 리서치센터

도표 7. 무선 트래픽 증가 전망



자료: 교보증권 리서치센터

### 3-2. 트래픽 증가 이유: 유선 데이터 트래픽 증가 지속

인터넷 가입자 수 증가  
둔화에도 데이터 트래픽은  
증가

우리나라 초고속 인터넷 서비스는 1998년 개시되었다. 초고속 인터넷 가입자 수는 2001년 781만명에서 2012년 1,826만명으로 134% 증가하였다. 2010년 말 기준으로 가구당 보급률은 98.6%로 포화 상태에 접어들었으나 가입자 수 증가 둔화에도 유선 데이터 트래픽은 지속적으로 증가하고 있다.

연평균 31.5% 증가 전망

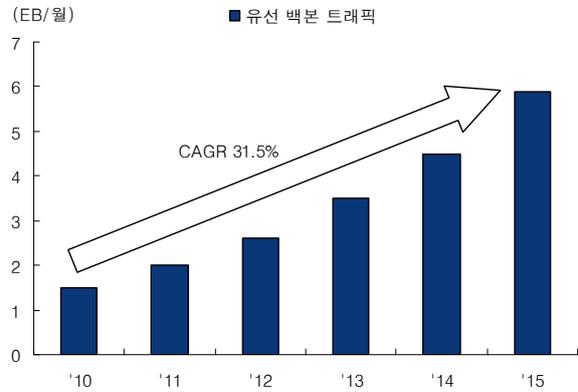
국내 유선통신사업자의 유선 백본 트래픽을 조사해 본 결과 인터넷 트래픽은 2년마다 2~3배씩 증가하고 있는 것으로 나타났다. 유선 인터넷 백본 트래픽은 2010년 1.5EB/월 수준에서 2015년 5.9EB/월 수준까지 연평균 31.5% 증가할 전망이다. 이러한 전망의 배경에는 디지털 영상기기의 사용 확대에 따라 디지털 콘텐츠의 증가 및 멀티미디어 데이터의 급증이 원인으로 자리잡고 있다. 통신사업자 입장에서는 데이터 망의 품질을 유지하기 위해 증설 부담이 늘어나고 있는 상황이다.

도표 8. 초고속 인터넷 가입자 수



자료: 교보증권 리서치센터

도표 9. 유선 백본 트래픽 증가 전망



자료: 교보증권 리서치센터

### 3-3. 트래픽 증가 이유: 전세계 트래픽 증가

2017년까지  
전세계 13배 증가,  
한국 11배 증가

전세계 유·무선 데이터 트래픽은 인터넷 서비스 시작과 함께 지속적으로 증가해 왔다. 최근에는 모바일 기기 사용 증가에 따라 무선 데이터 트래픽이 급증하고 있으며 증가 속도는 가속화될 전망이다. CISCO에 따르면 글로벌 데이터 트래픽은 2010~2015년간 연평균 32%씩 성장하여 2015년에는 약 1ZB에 이를 것으로 예측되었다. 지난 2012년 기준으로는 2017년까지 전세계 모바일 데이터 트래픽이 13배 증가할 것이라고 밝혔으며, 이미 데이터 트래픽이 급증한 한국의 경우에는 전세계 평균보다 다소 낮은 11배 성장을 전망하였다.

#### 모바일 트래픽 급증 이유

- 1) 사용자 증가
- 2) 연결 기기 증가
- 3) 속도 증가
- 4) 동영상 증가

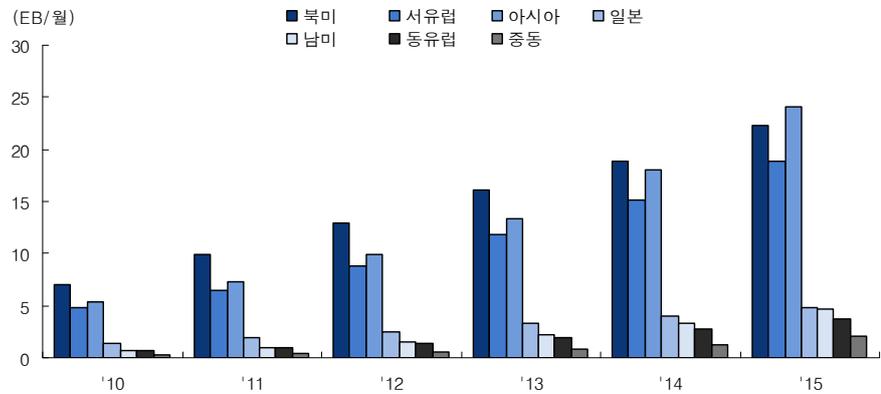
2012년부터 2017년까지 전세계 모바일 데이터 트래픽은 유선 데이터 트래픽보다 3배 이상으로 많아질 것으로 전망된다. 모바일 데이터 트래픽 급증의 이유는 1) 사용자 증가, 2) 연결 기기 증가, 3) 속도 증가, 4) 동영상 증가 등이 있다. 글로벌 모바일 사용자는 2012년 43억명에서 2017년 52억명으로 증가할 전망이다. 전세계 M2M(Machine to Machine, 자동차용 GPS, 의료용 앱 등)을 포함한 전체 모바일 기기는 2012년 70억 개에서 2017년 100억개로 늘어날 전망이다. 모바일 네트워크 평균 속도는 2012년 0.5Mbps에서 2017년 3.9Mbps로 증가할 전망이다. 전세계 모바일 데이터 트래픽에서 모바일 동영상이 차지하는 비중은 2012년 51%에서 2017년 66%로 증가할 것으로 전망된다.

한국의 경우 사용자 수는 4,400만명에서 4,700만명 수준으로 증가할 전망이다. 모바일 기기 수는 6,400만개에서 8,600만개로 늘어날 전망이다. 모바일 네트워크 평균 속도는 2Mbps에서 17.4Mbps로 증가할 전망이다. 모바일 데이터 트래픽 중 모바일 동영상이 차지하는 비중은 74%까지 늘어날 것으로 전망된다.

신흥국, 선진국  
4G 도입 중

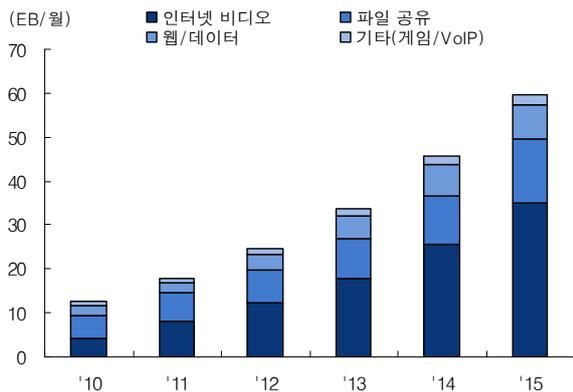
모바일 트래픽의 생성량은 아시아, 북미, 서유럽 순으로 많다. 데이터 트래픽의 연평균 증가율은 중동 77%, 아시아 76%, 남미 67% 순이다. 글로벌 통신업체들은 고객의 무선 서비스에 대한 수요를 충족시키기 위해 4G 기술을 도입하고 있는 상황이다. 여러 업체들은 신흥 시장에서 새로운 네트워크 망을 구축하고 있고 선진 시장에서는 기존의 2G, 3G 방식을 4G로 대체하는 중이다. 기술의 진화는 대용량 데이터 전송을 용이하게 하여 트래픽을 증가시킬 것으로 전망된다.

도표 10. 지역별 IP 트래픽 증가 전망



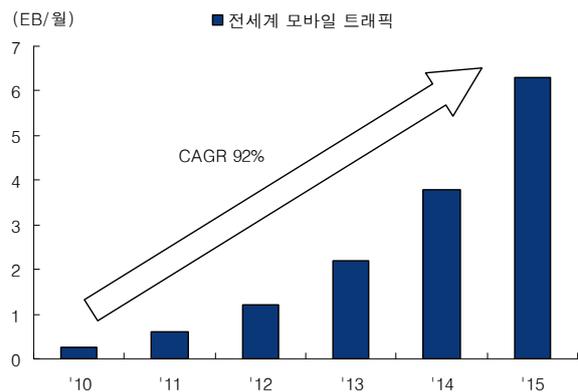
자료: 교보증권 리서치센터

도표 11. 전세계 인터넷 트래픽



자료: 교보증권 리서치센터

도표 12. 전세계 모바일 트래픽 증가



자료: 교보증권 리서치센터

[케이아이엔엑스 093320]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2007A	2008A	2009A	2010A	2011A
매출액	0	0	0	0	20
매출원가	0	0	0	0	11
매출총이익	0	0	0	0	9
매출총이익률 (%)	na	na	na	na	44.9
판매비	0	0	0	0	5
영업이익	0	0	0	0	4
영업이익률 (%)	na	na	na	na	22.0
EBITDA	0	0	0	0	6
EBITDA Margin (%)	na	na	na	na	31.0
영업외손익	0	0	0	0	1
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	0	0	0	0	1
금융비용	0	0	0	0	0
기타	0	0	0	0	0
법인세비용차감전순이익	0	0	0	0	5
법인세비용	0	0	0	0	1
계속사업순이익	0	0	0	0	4
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	0	0	0	0	4
당기순이익률 (%)	na	na	na	na	20.2
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	0	0	0	0	4
지배순이익률 (%)	na	na	na	na	19.8
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	0	0	0	0	4
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	0	0	0	0	4

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2007A	2008A	2009A	2010A	2011A
영업활동 현금흐름	0	0	0	0	5
당기순이익	0	0	0	0	4
비현금항목의 가감	0	0	0	0	2
감가상각비	0	0	0	0	2
외환손익	0	0	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	0	0	0	0	1
자산부채의 증감	0	0	0	0	-1
기타현금흐름	0	0	0	0	0
투자활동 현금흐름	0	0	0	0	-7
투자자산	0	0	0	0	2
유형자산	0	0	0	0	2
기타	0	0	0	0	-11
재무활동 현금흐름	0	0	0	0	5
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	0	0	0	0	5
현금의 증감	0	0	0	0	3
기초 현금	0	0	0	0	6
기말 현금	0	0	0	0	9
NOPLAT	0	0	0	0	4
FCF	0	0	0	0	7

자료: 케이아이엔엑스, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2007A	2008A	2009A	2010A	2011A
유동자산	0	0	0	0	19
현금및현금성자산	0	0	0	0	9
매출채권 및 기타채권	0	0	0	0	3
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	0	0	0	0	7
비유동자산	0	0	0	0	14
유형자산	0	0	0	0	10
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타금융자산	0	0	0	0	0
기타비유동자산	0	0	0	0	3
자산총계	0	0	0	0	33
유동부채	0	0	0	0	2
매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	1
차입금	0	0	0	0	0
유동상채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	0	0	0	0	1
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	0	0	0	0	2
지배지분	0	0	0	0	30
자본금	0	0	0	0	2
자본잉여금	0	0	0	0	11
이익잉여금	0	0	0	0	18
기타자본변동	0	0	0	0	0
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	0	0	0	0	30
총차입금	0	0	0	0	0

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산 (십억원)	2007A	2008A	2009A	2010A	2011A
EPS	0	0	0	0	839
PER	0.0	0.0	0.0	0.0	8.6
BPS	0	0	0	0	6,307
PBR	0.0	0.0	0.0	0.0	1.1
EBITDAPS	0	0	0	0	936
EV/EBITDA	0.0	0.0	0.0	0.0	3.1
SPS	0	0	0	0	4,246
PSR	0.0	0.0	0.0	0.0	1.7
CFPS	0	0	0	0	1,436
DPS	0	0	0	0	0

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산 (십억원)	2007A	2008A	2009A	2010A	2011A
성장성					
매출액 증가율	NA	NA	NA	NA	NA
영업이익 증가율	NA	NA	NA	NA	NA
순이익 증가율	NA	NA	NA	NA	NA
수익성					
ROIC	0.0	0.0	0.0	0.0	32.6
ROA	0.0	0.0	0.0	0.0	24.5
ROE	0.0	0.0	0.0	0.0	26.3
안정성					
부채비율	0.0	0.0	0.0	0.0	7.1
순차입금비용	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

■ Compliance Notice

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사자료는 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사자료는 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

▶ **투자기간 및 투자등급** : 향후 6개월 기준, 2008.7.1일 Trading Buy 등급 추가  
 적극매수(Strong Buy): KOSPI 대비 기대수익률 30% 이상  
 Trading Buy: KOSPI 대비 10% 이상 초과수익 예상되거나 불확실성 높은 경우  
 매도(Sell): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하

매수(Buy): KOSPI 대비 기대수익률 10~30% 이내  
 보유(Hold): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%