

결제산업

Apr 7, 2022

신규

리오프닝과 신사업의 콜라보

Top Picks

종목명	투자의견	목표주가(12M)
NHN한국사이버결제	Buy	36,000 원
KG이니시스	Buy	30,000 원

2021년 결제산업 결산: 카드결제 & 전자지급 서비스 성장 지속

2021년 국내 지급카드 이용규모는 전년비 +9.4%로 민간소비 회복세(+3.6%)를 상회. 카테고리별로는 전자상거래(+21.5%)와 여행(+20.5%) 등을 중심으로 증가. 결제형태별로는 비대면 결제(+16.2%)로 성장, 대면 결제의 경우에도 실물카드 대신 모바일기기 접촉하는 방식 확대. 동기간 전자지급결제대행(PG) 이용금액은 +28% 증가, 선불전자지급 서비스는 할인, 포인트 적립 등 제공에 따라 +42% 증가. 간편결제의 경우 모바일 기기 거래 확산되며 +35% 증가. 신용카드(+42.3%)와 선불충전금(+55.8%) 간편결제액 성장이 전체 시장 성장 견인

결제산업 성장동력

2022년 결제산업 성장동력은 ①해외 가맹점 결제액 증가, ②리오프닝에 따른 결제액 회복 ③O2O 부문 성장 본격화이다. ①해외 가맹점의 경우, GPM이 30~40bp로 수수료 경쟁이 치열한 10~20bp에 비해 수익성이 뛰어나며, 해외 가맹점의 국내 결제액 증가세는 지속 전망. ②해외 가맹점 중에서도 특히 여행, 콘서트 등 리오프닝 관련 가맹점 결제액 증가 효과가 클 것으로 기대되며, 국내 가맹점 중에서도 리오프닝에 따른 업사이드 유효하게 작용할 것으로 기대. ③포화상태에 가까워 수수료 경쟁이 치열한 Online PG에 비해 가맹점들이 오프라인에 산재한 O2O 부문의 경우 선제적 투자를 진행한 기업들에게 기회 요인으로 작용할 것으로 기대

커버리지 개시: NHN한국사이버결제, KG이니시스

PG시장 내 시장 지배력 공고하고, 해외 & 신사업에서의 실적 업사이드가 기대되는 NHN한국사이버결제(투자의견 BUY, 목표주가 36,000원), KG이니시스(투자의견 BUY, 목표주가 30,000원) 커버리지 개시. NHN한국사이버결제의 경우 1)해외 가맹점 거래대금 증가 지속, 2)리오프닝 관련 PG 거래액과 O2O 부문 매출 증가가 투자포인트. KG이니시스는 1)고수익 가맹점 비중 확대되는 가운데 2)하반기 리오프닝으로 거래대금 성장 예상되며, 3)암호화폐시장 진출로 중장기 성장 동력 확보되고 있다는 점이 고무적.



인터넷/게임 김동우

, 3771-9249, 20210135@iprovest.com

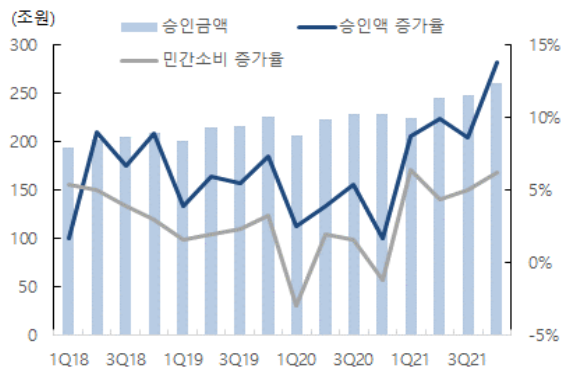
1. 결제 시장 현황

국내 카드 결제 시장 현황

한국은행에 따르면 2021년 지급카드 이용규모는 일평균 2.8조원으로, 전년비 +9.4% 증가했다. 민간소비 회복(2021년 +3.6%)으로 신용/체크 카드 이용규모 모두 성장세를 보였다. 백신 접종이 시작된 2월 이후 지급카드 이용규모는 월별로 지속적인 증가세(yoy)를 보였다. 소비유형별로는 전자상거래(yoy +21.5%)와 여행(+20.5%) 등을 중심으로 증가했다.

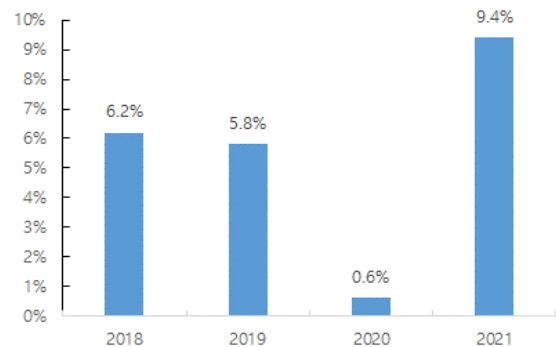
결제형태별로는 모바일기기 등을 통한 비대면결제(온라인쇼핑몰 등 뿐 아니라 모바일기기 등을 통해 거래 현장에서 단말기 접촉 없이 이루어지는 결제 포함) 이용 규모가 +16.2%로 큰 폭 증가한 반면, 대면결제는 +2.9% 증가에 그쳤다. 4Q21 전체 결제중 비대면결제 비중은 40.1%으로 전년동기비 +0.5%p 확대 되었으며, 비대면결제 뿐 아니라 대면결제 역시 결제 단말기에 실물카드 대신 모바일기기를 접촉하는 방식이 확대되었다.

[도표 1] 분기별 카드 승인금액 & 민간소비 증가율(YoY)



자료: 여신금융협회, 한국은행, 교보증권 리서치센터

[도표 2] 지급카드 연도별 결제 증감률



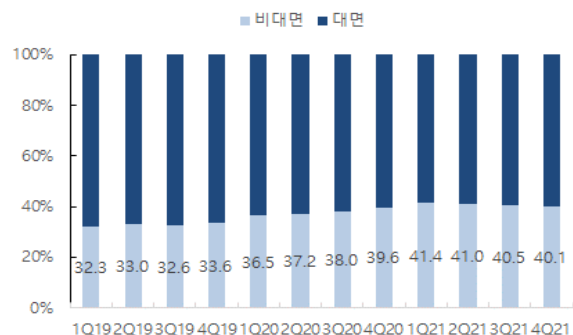
자료: 한국은행, 교보증권 리서치센터. 금액(일평균 기준)

[도표 3] 결제형태별 이용규모 및 증감률

2021년		(십억 원, %)		
		접근(Access) 기기		
방식	대면	실물 카드	모바일·PC 등 ²⁾	총계
	비대면	-	986 (16.2)	986 (16.2)
	총계	1,282 (2.2)	1,138 (15.3)	2,421 (8.0)

자료: 한국은행, 교보증권 리서치센터. 개인 및 법인 신용/체크카드 금액(일평균) 기준

[도표 4] 대면 및 비대면 분기별 결제 비중



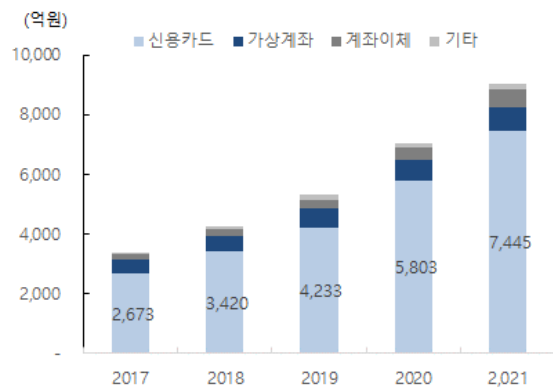
자료: 한국은행, 교보증권 리서치센터. 개인 및 법인 신용/체크카드 금액(일평균) 기준

국내 전자지급 서비스 현황

이처럼 비대면 온라인 거래 선호가 확대되면서 2021년 전자지급결제대행 서비스(Payment Gateway, 이하 PG) 일평균 이용금액은 YoY +28% 증가한 9,048억원을 기록했다. 한편 동 기간 선불전자지급 서비스 일평균 이용금액은 물품/서비스 구매대금 할인, 포인트 적립 및 경품 제공 등 핀테크 업체들이 제공하는 경제적 편익 등에 따라 YoY +42% 증가한 6,647억원을 기록했다.

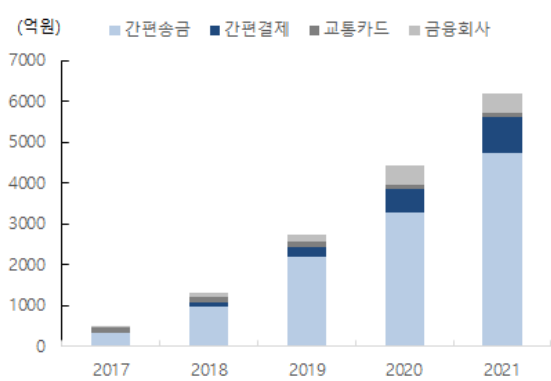
간편결제 서비스 이용금액(일평균)은 모바일 기기를 이용한 금융거래 선호가 확산되면서 핀테크 업체들의 간편결제서비스 이용이 큰 폭으로 확대, YoY +35% 증가한 6,065억원을 기록했다. 신용카드(+43.3%)와 선불충전금(+55.8%) 간편결제액 성장이 전체 간편결제 시장 성장을 견인했다.

[도표 5] 전자지급결제대행 서비스(PG) 이용 현황



자료: 한국은행, 교보증권 리서치센터. 일평균 기준

[도표 6] 선불전자지급 서비스 이용 현황



자료: 한국은행, 교보증권 리서치센터. 일평균 기준

[도표 7] 국내 간편결제 서비스 이용현황 (일평균)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
이용금액(합계)	645	1,322	2,228	3,172	4,492	6,065
전자금융업자	171	403	779	1,199	2,052	3,014
yoy		135.1%	93.2%	54.0%	71.2%	46.8%
(신용카드)	147	332	608	855	1,353	1,940
yoy		125.5%	83.0%	40.8%	58.2%	43.3%
(선불)	13	33	102	245	568	885
yoy		158.6%	209.4%	139.0%	132.1%	55.8%
(계좌)	11	38	69	99	131	189
휴대폰제조사	109	326	609	899	1,070	1,376
금융회사	365	593	841	1,074	1,369	1,676
신용카드+휴대폰제조사	256	658	1,217	1,754	2,424	3,316

자료: 한국은행, 교보증권 리서치센터

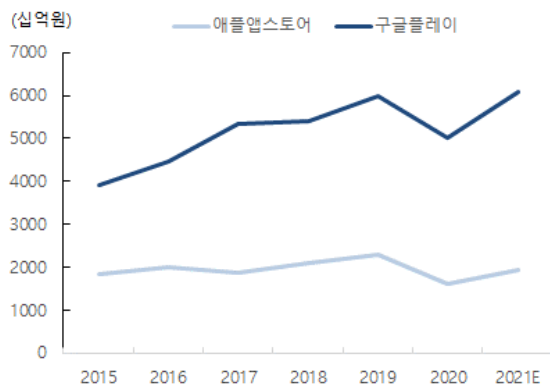
2. 결제산업 성장동력

결제산업 성장동력 ① 해외 가맹점 결제액 증가

국내 온라인 쇼핑의 꾸준한 성장에도 불구하고, PG 시장은 국내 가맹점 향 수수료 경쟁이 치열한 상황(NHN 한국사이버결제 기준 GPM 10~20bp)으로, 특히 대형 가맹점 대상으로는 일정 이상의 마진을 확보하기 힘든 상황이다. 반면 해외 가맹점의 경우, 결제서비스 역시 브랜드와 직결되는 부분으로 낮은 수수료율을 제공하는 업체보다는 안정적인 PG 서비스를 제공할 수 있는 기술과 노하우를 가진 업체를 선정하는 경향이 있다. 이 때문에 (NHN 한국사이버결제 기준) 해외가맹점 PG 서비스는 GPM이 30~40bp로 국내 가맹점보다 높은 수준이다.

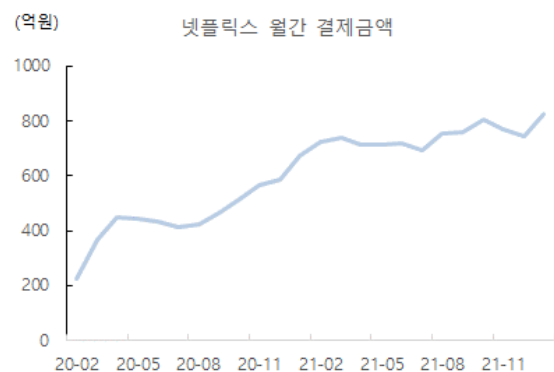
PG 사들의 해외 가맹점 확보는 지속되고 있는 상황이며, 구글, 애플, 넷플릭스, 디즈니플러스, 나이키, 테슬라, 도요타, 포르쉐, 알리익스프레스, 타오바오 등 해외 가맹점의 국내 결제액 증가세는 지속될 것으로 전망한다. 앱스토어와 OTT 등 플랫폼 업체에 대한 결제액이 지속 증가할 뿐 아니라, 코로나 19로 결제가 이루어지지 않는 여행, 콘서트 등 리오프닝 관련 가맹점의 결제액 증가 효과가 클 것으로 기대한다.

[도표 8] 애플 앱스토어, 구글 플레이 국내 결제 금액 추이



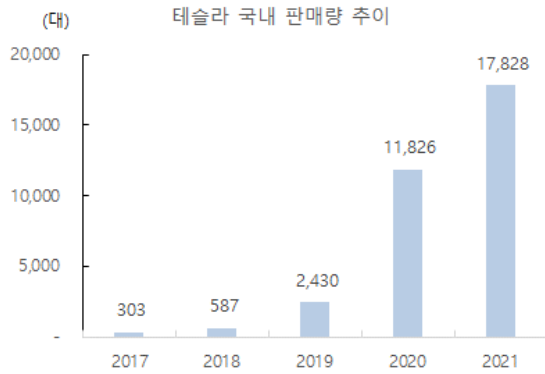
자료: 한국모바일산업연합회, 교보증권 리서치센터. 2021년은 모바일산업협회 예상치

[도표 9] 넷플릭스 월간 국내 결제금액 추이



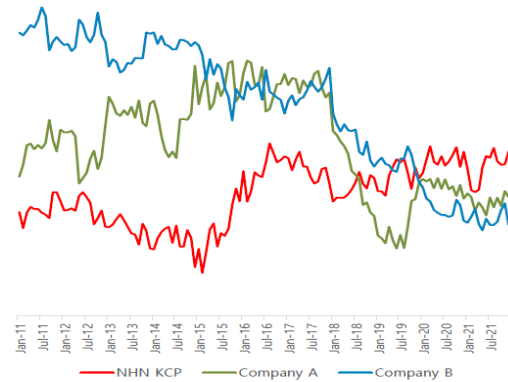
자료: 와이즈앱, 교보증권 리서치센터

[도표 10] 테슬라 국내 판매량 추이



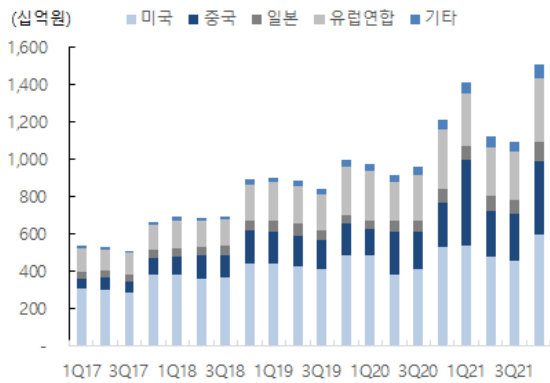
자료: 언론기사 취합, 교보증권 리서치센터

[도표 11] 국내 PG 시장 점유율 추이



자료: NHN KCP, 교보증권 리서치센터. 주: A사는 토스페이먼츠, B사는 KG이니시스

[도표 12] 온라인쇼핑 해외직접구매액 추이



자료: 통계청, 교보증권 리서치센터

[도표 13] SK 텔레콤 - 아마존 협업 구독 상품 '우주패스'



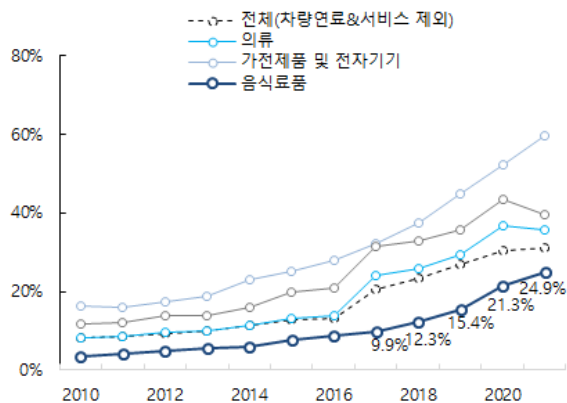
자료: SK텔레콤, 교보증권 리서치센터

결제산업 성장동력 ② 온라인 쇼핑 성장 지속 + 리오프닝

2022년 국내 온라인 쇼핑 시장 성장은 전년비 다소 둔화되나 성장을 지속할 것으로 전망한다. 2021년 기준 31.0%(차량연료 및 서비스 제외)를 기록한 국내 소매시장의 온라인 침투율 증가 추세가 중장기적으로 지속될 것이기 때문이다. 특히 소매시장 규모는 크지만 온라인 침투가 덜 이루어진 의류 및 음식료 부문에서 큰 성장이 이루어질 것으로 예상된다. 또한, 지난 2년간 고성장이 이루어진 음식배달 서비스 시장 규모는 그 편리성으로 인해 유지될 것으로 기대한다.

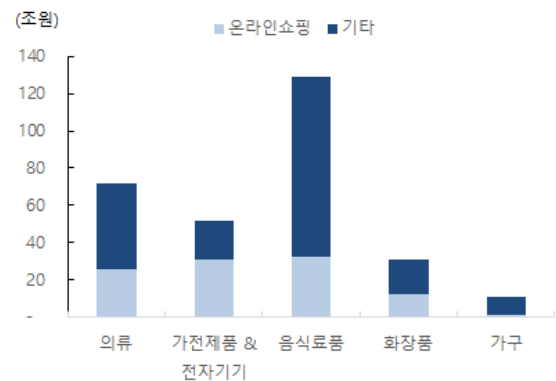
한편 2022년에는 팬데믹으로 침체되었던 여행/항공/티켓 등 리오프닝 거래액 회복이 나타날 것으로 전망한다. KG이니시스의 경우 여행/항공/티켓 부문의 거래액은 2019년 2.9조원에서 2020년 0.6조원, 2021년 0.7조원 수준으로 회복되지 못하고 있는 상황이다. NHN한국사이버 결제의 경우에도 계약을 맺고 있는 Expedia, Hotels.com, trip.com 등(잠재 결제액 약 2조원) 글로벌 관련 업체들의 국내 거래액이 회복되지 못하고 있다. 위드코로나 전환에 따른 여행 수요 회복과 보복소비 고려시, 결제액과 매출 업사이드로 작용할 수 있을 것으로 전망한다.

[도표 14] 국내 소매시장 품목별 온라인쇼핑 침투율 추이



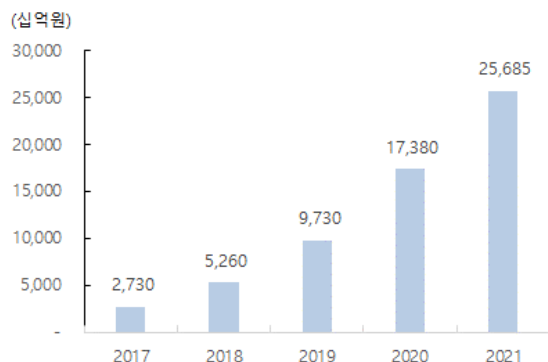
자료: 통계청, 교보증권 리서치센터

[도표 15] 국내 소매시장 규모 & 온라인쇼핑 거래액 규모



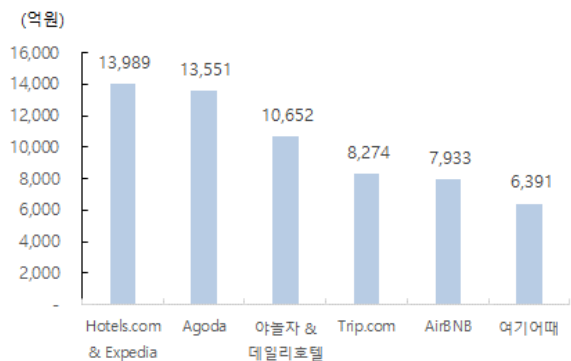
자료: 통계청, 교보증권 리서치센터

[도표 16] 온라인 음식 배달 거래액 추이



자료: 통계청, 교보증권 리서치센터

[도표 17] 2019년 한국인이 가장 많이 결제한 온라인 여행사



자료: 와이즈앱, 교보증권 리서치센터

결제산업 성장동력 ③ O2O

리오프닝시 O2O에 우위가 있는 결제업체의 경우 실적 업사이드가 더욱 크게 나타날 것으로 기대한다. O2O의 경우 상대적으로 플레이어 수가 적고 포화상태에 가까워 수수료율 경쟁이 심한 국내형 온라인 PG시장에 비해 가맹점들이 오프라인상에 산재해 있다. 이처럼 가맹점 확보의 진입장벽이 높기 때문에 선제적인 투자를 진행한 기업의 경우 유의미한 결제액과 매출 상향 요인이 될 것으로 전망한다.

NHN한국사이버결제의 경우 배달, 픽업 오더 서비스를 제공하는 ‘페이코 오더’의 배달 가맹점을 지속 확대중이며, 현재 계약 가맹점의 70% 이상이 런칭 완료된 상황이다. 페이코오더와 연계된 식권(4Q21 기준 사용 기업 942개), 캠퍼스존(4Q21 기준 제공 대학 259개) 서비스는 사무실로의 복귀, 정상적인 등교 환경이 조성되었을 때 O2O 부문의 거래금액 업사이드로 작용할 수 있을 것으로 전망한다. 사내, 대학 캠퍼스 내 단말기 등에 대해서는 상당 부분 투자가 이미 진행된 상황이다. 기존 오프라인 가맹점에 대해 POS, 모듈 적용이 이루어졌을 때 빠르게 O2O 서비스를 적용 가능하기 때문에 빠른 가맹점 확보가 가능했다.

KG이니시스는 계열사인 할리스에프앤비와의 연계를 통해 O2O 사업을 진행하고 있다. 자체 어플 개발해 딜리버리 기능, 사이렌오더와 유사한 기능을 적용하고 키오스크와 드라이브스루 확대 등 비대면 수요를 흡수했다. 할리스에프앤비는 2Q21~4Q21 흑자전환을 시현, 건조한 성과를 보이고 있으며 2022년 말까지 할리스커피 매장 수를 600개로 확대할 계획이다.(2021년 말 기준 500개 중반 수준). 또한 계열사 뿐 아니라 영리/비영리 부문에서 키오스크 설치 사업 등을 진행하고 있다.

[도표 18] 페이코오더



자료: NHN한국사이버결제, 교보증권 리서치센터

[도표 19] KG 이니시스 O2O VAN 서비스



자료: KG이니시스, 교보증권 리서치센터

Company Analysis

NHN한국사이버결제 060250

Apr 7, 2022

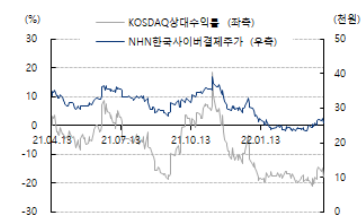
해외가맹점 거래액 지속 확대될 리오프닝 수혜주

Buy 신규
TP 36,000 원 신규

Company Data

현재가(04/06)	25,800 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	39,190 원
52 주 최저가(보통주)	23,450 원
KOSPI (04/06)	2,735.03p
KOSDAQ (04/06)	943.13p
자본금	180 억원
시가총액	9,292 억원
발행주식수(보통주)	4,016 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	13.3 만주
평균거래대금(60 일)	34 억원
외국인지분(보통주)	32.95%
주요주주	
엔에이치엔페이코 외 3 인	42.58%
Lazard Asset Management LLC	6.48%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	7.3	-19.0	-18.2
상대주가	2.5	-20.8	-16.0

2022년 전망

2022년 NHN한국사이버결제의 연결 기준 매출액은 전년비 +15.3% 증가한 8,593억원, 영업이익은 +26.2% 증가한 545억원을 기록할 것으로 전망. 1) PG 부문 매출은 해외 가맹점 추가 확보와 리오프닝 관련 해외가맹점 거래대금 성장, 전년비 다소 둔화되나 온라인 쇼핑의 성장 지속되며 +15.2% 증가 예상. 2) 온라인 VAN 매출은 자사 PG 성장과 네이버페이, 11번가, 이베이, SSG 등 가맹사 거래액 성장에 힘입어 +18.2% 성장 전망. 3) O2O 매출은 하반기 외부활동 정상화에 따른 페이코오더 연계 식권 및 캠퍼스존 결제 증가로 +31% 증가 기대. 개발자 충원에 따른 인건비 증가(+10%)에 따른 판관비 상승(+11.4%)에도 불구하고, 마진율이 높은 PG 부문 내 해외 가맹점 비중 증가와 Online VAN 성장 지속으로 영업이익은 +26.2% 증가, 영업이익률은 6.3% 달성 전망.

해외가맹점 거래액 지속 증가 예상

NHN한국사이버결제의 해외가맹점은 2019년 100개 이상 확보, 4Q19부터 거래대금은 본격적 증가세를 보여 2021년에도 전년비 +58% 증가한 3.8조원을 기록하였음. 2022년 하반기에도 신규 해외가맹점 거래가 반영되어 커버리지 확장 효과 예상되며, 기존 확보했던 Expedia, Hotels.com, Trip.com(2019년 3사 거래액 2조원) 등 리오프닝 관련 해외가맹점 거래대금 회복 기대.

투자의견 Buy, 목표주가 36,000원으로 커버리지 개시

2022년 목표주가 36,000원은 2022년 예상 지배지분순이익인 421.5억원에 target PER 31배를 적용하여 산출. target PER은 이익 회복 기대감으로 주가 호조를 보였던 2015년, 2021년 PER 중간값. 1)해외 가맹점 확보 꾸준히 이루어지며 하반기부터 신규 가맹점 추가 론칭 예정, 2)리오프닝 거래대금 성장 기대, 3)마진율이 높은 Online VAN 성장 지속 예상되며 4)리오프닝으로 O2O거래액 성장 역시 추가적 실적 업사이드로 작용 기대.



인터넷/게임 김동우

, 3771-9249, 20210135@iprovest.com

Forecast earnings & Valuation

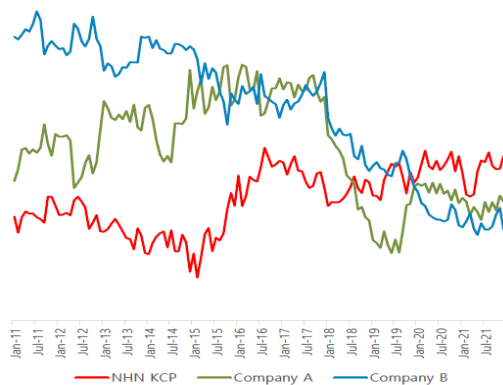
12 결산(십억원)	2020.12	2021.12	2022.12E	2023.12E	2024.12E
매출액(십억원)	625	745	859	977	1,085
YoY(%)	33.0	19.3	15.3	13.7	11.0
영업이익(십억원)	40	43	55	59	64
OP 마진(%)	6.4	5.8	6.4	6.0	5.9
순이익(십억원)	30	30	42	46	49
EPS(원)	1,307	845	1,049	1,137	1,232
YoY(%)	22.3	-35.3	24.2	8.4	8.4
PER(배)	52.4	35.9	25.7	23.7	21.9
PCR(배)	53.9	22.3	17.3	16.4	15.4
PBR(배)	10.2	6.7	5.3	4.4	3.7
EV/EBITDA(배)	30.0	17.9	12.1	10.9	9.8
ROE(%)	21.3	19.2	22.9	20.2	18.2

1. 국내 1위 PG & Online VAN 사업자

NHN한국사이버결제는 국내 가맹점 확보와 2019년부터 이루어진 해외가맹점 결제액 고성장을 통해 2021년 기준 국내 PG 시장 점유율 약 25%를 확보하였다. 국내 온라인 쇼핑 시장 성장과 함께 성장은 지속될 것으로 전망되지만, 국내 대형 가맹점들의 경우 KG이니시스, 토스페이먼츠 등 여타 PG사들과의 경쟁이 심해 높은 마진을 확보할 수 없는 상황이다.

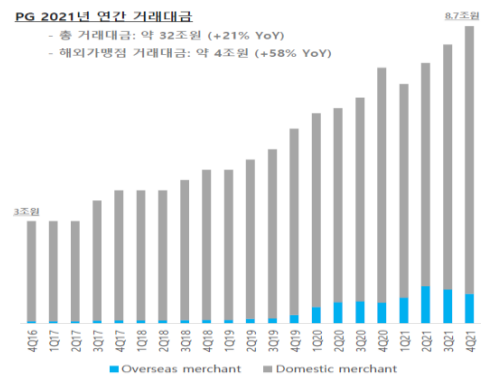
반면 Online VAN 시장의 경우, NHN한국사이버결제가 국내 시장 점유율 약 50%를 확보하고 있는 것으로 추정된다. 마진 측면에서도 Online VAN은 추가적인 영업인력이나 대규모 물적 투자, 유지보수가 발생하지 않아 2021년 연간으로 Online VAN 부문의 영업이익률은 95.6%에 달한다. 반면 PG부문의 OPM은 대형 가맹점 위주의 결제액 성장이 이루어지면서 2019년 3.9% → 2020년 3.2% → 2021년 2.5%로 감소 추세를 보이고 있다.

[도표 20] 국내 PG 시장 점유율 추이



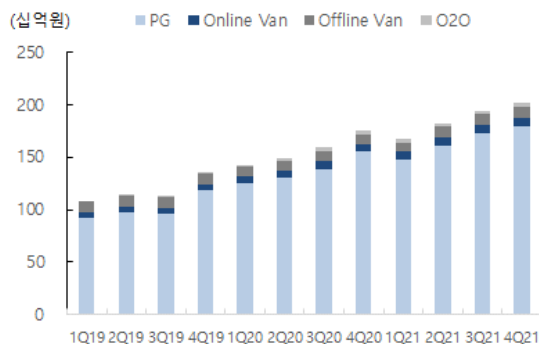
자료: NHN KCP, 교보증권 리서치센터. 주: A사는 토스페이먼츠, B사는 KG이니시스

[도표 21] NHN 한국사이버결제 거래대금 추이



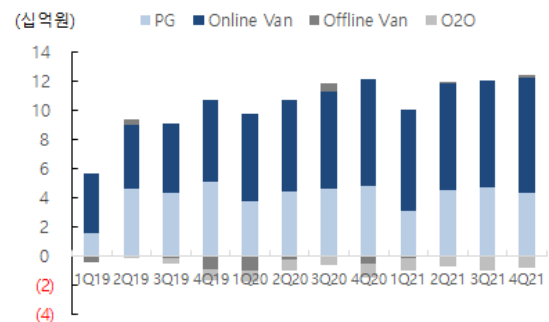
자료: NHN한국사이버결제, 교보증권 리서치센터

[도표 22] NHN 한국사이버결제 부문별 매출 추이



자료: NHN한국사이버결제, 교보증권 리서치센터

[도표 23] NHN 한국사이버결제 부문별 영업이익 추이



자료: NHN한국사이버결제, 교보증권 리서치센터

2. 해외 가맹점 거래액 지속 증가 예상

NHN한국사이버결제 해외가맹점은 2016년 26개에서 2019년 100개 이상 확보, 2019년 4분기부터 거래대금이 본격적 증가세를 보였다. 특히 기술경쟁력을 바탕으로 테슬라, 애플 앱스토어, Spotify, Amazon, Disney+를 비롯한 해외 대형 가맹점들을 확보하고 있으며, 이와 같은 가맹점 확장은 지속되고 있다. 2021년 해외가맹점 거래대금은 전년비 +58% 증가한 3.8조원을 기록, 전년도에 이어 고성장세를 이어갔다.

1) 신규 런칭되는 해외 가맹점이 2022년 하반기부터 반영될 것으로 전망되며, 2) 기존 확보했던 Expedia, Hotel.com, Trip.com(2019년 3사 거래액 합산 2조 수준) 등 리오프닝 관련 해외 가맹점들의 거래대금이 위드코로나 전환으로 회복되는 시기에 PG 거래대금 및 매출액 고성장이 시현될 것으로 전망한다.

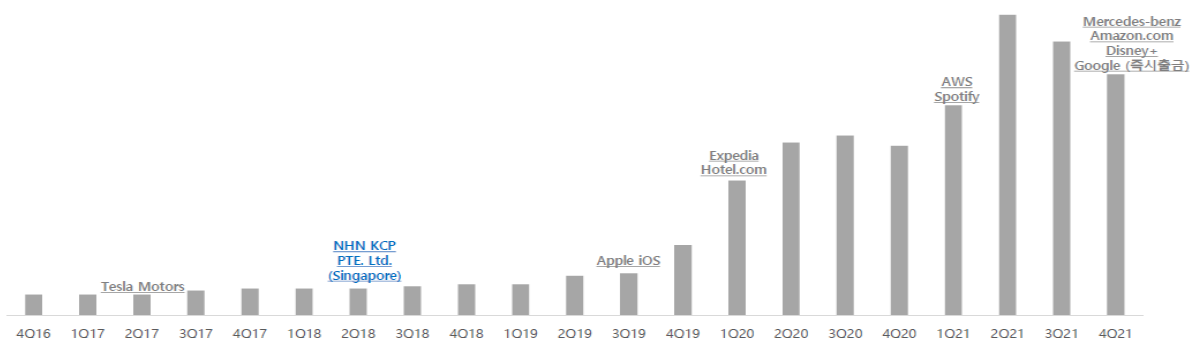
마진 차원에서 해외가맹점 관련 PG 서비스는 30~40bp로 국내의 10~20bp 대비 높은 수준이기 때문에 해외가맹점 비중 증가시 우호적 요인으로 작용될 것으로 기대한다.

[도표 24] NHN 한국사이버결제 해외 가맹점



자료: NHN한국사이버결제, 교보증권 리서치센터

[도표 25] NHN 한국사이버결제 해외 가맹점 거래대금 추이



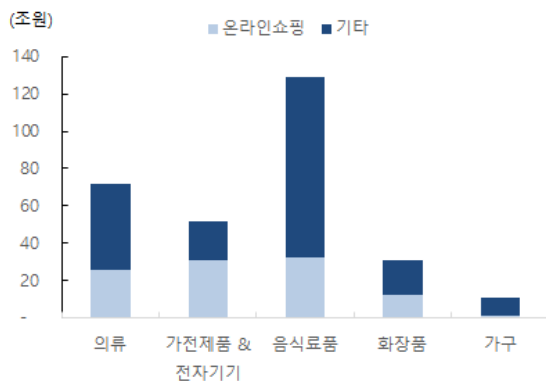
자료: NHN한국사이버결제, 교보증권 리서치센터

3. 리오프닝시 업사이드로 작용할 요소들

1) 리오프닝 관련 해외 가맹점의 거래액 회복은 가장 주요한 실적 업사이드 요인 중 하나이다. 뿐만 아니라, 2) 사무실로의 복귀와 정상 등교가 이루어질 시 페이코오더와 연동한 식권, 캠퍼스존 등 O2O 서비스 매출 고성장이 시현될 것으로 기대한다. 식권 서비스의 경우 인천공항, 넷마블, 엔씨소프트, SK하이닉스 등 942개 기업에서 사용되고 있으며 캠퍼스존 역시 259개 대학의 학식, 교내카페 등을 중심으로 제공되고 있다. 이처럼 이미 선제적인 투자가 진행된 상태로, 정상적인 외부활동 회복시 거래액 고성장을 견인할 것으로 전망한다.

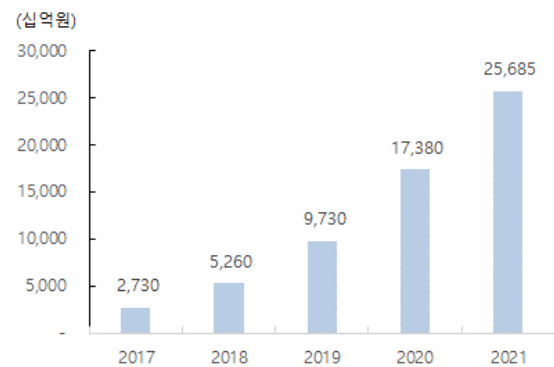
또한 3) 화장품, 의류 등 팬데믹 환경 하에서 소비를 줄였던 항목들의 수요 회복에 따라 온라인 쇼핑 시장 성장 둔화는 우려 대비 크지 않을 것으로 예상한다. 의류와 화장품의 온라인쇼핑 침투율은 각각 35.7%, 39.6%로, 수요 회복과 더불어 디지털 전환에 따른 결제액 증가 추이는 지속될 것으로 기대한다. 동시에 장보기, 음식료, 음식 배달 등 팬데믹 중 디지털 전환이 크게 이루어졌던 카테고리의 경우 그 편리성에 따라 시장규모는 최소한 작년 수준으로 유지될 것으로 전망한다.

[도표 26] 국내 소매시장 규모 & 온라인쇼핑 거래액 규모



자료: 통계청, 교보증권 리서치센터

[도표 27] 온라인 음식 배달 거래액 추이



자료: 통계청, 교보증권 리서치센터

4. 2022 Preview

NHN한국사이버결제의 2022년 K-IFRS 연결 기준 매출액은 전년비 15.3% 증가한 8,593억원, 영업이익은 +26.2% 증가한 545억원을 기록할 것으로 전망한다. PG 부문 매출은 1) 해외 가맹점 추가 확보와 리오프닝 관련 해외가맹점 거래대금 성장이 예상되고, 2) 온라인 쇼핑 성장세 전년비 다소 둔화에도 성장 지속되며 +15.2% 증가할 것으로 추정한다. 온라인 VAN 매출은 자사 PG 부문의 성장과 네이버페이, 11번가, 이베이, SSG 등 가맹사 거래액 성장에 힘입어 +18.2% 성장할 것으로 전망한다. O2O 매출은 하반기 외부활동 정상화에 따른 페이코오더 연계 식권 및 캠퍼스존 결제 증가로 +31% 증가할 것으로 기대한다.

개발자 충원에 따른 인건비 증가(+10%)에 따른 판관비 상승(+11.4%)에도 불구하고, 마진율이 높은 PG 부문 내 해외 가맹점 비중 증가와 Online Van 성장 지속에 따라 영업이익은 +26.2% 증가, 영업이익률은 6.3%를 달성할 것으로 추정한다.

[도표 28] NHN 한국사이버결제 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E
매출액	142.0	148.7	159.2	174.9	167.3	182.5	194.3	201.4	189.0	205.1	220.7	244.5	624.8	745.4	859.3
성장률(YoY %)	31.2%	30.4%	41.5%	29.4%	17.8%	22.7%	22.0%	15.1%	13.0%	12.4%	13.6%	21.4%	33.0%	19.3%	15.3%
온라인결제	132.1	136.6	145.9	162.9	155.3	168.7	180.3	187.1	175.6	190.1	204.7	227.4	577.4	691.4	797.7
PG	125.9	130.0	138.9	155.1	148.1	161.0	172.6	178.9	167.3	181.3	195.5	217.2	549.9	660.6	761.3
온라인 VAN	6.3	6.5	7.0	7.7	7.3	7.6	7.7	8.2	8.3	8.8	9.1	10.2	27.5	30.8	36.4
오프라인 VAN	9.0	10.4	10.2	9.0	8.8	10.2	10.5	10.8	9.9	10.9	11.2	11.6	38.6	40.2	43.5
O2O	0.8	1.8	3.2	3.0	3.2	3.7	3.5	3.4	3.6	4.1	4.8	5.5	8.8	13.8	18.1
매출원가	123.8	130.1	138.6	154.1	147.5	161.5	172.2	179.6	167.4	182.0	194.6	214.6	546.5	660.9	758.6
매출총이익	18.2	18.6	20.6	20.8	19.7	21.0	22.1	21.7	21.7	23.1	26.0	29.8	78.3	84.6	100.6
성장률(YoY %)	22.9%	11.6%	21.3%	8.3%	8.2%	12.7%	7.2%	4.5%	9.9%	10.1%	17.7%	37.3%	15.6%	8.0%	19.0%
GPM(%)	12.8%	12.5%	13.0%	11.9%	11.8%	11.5%	11.4%	10.8%	11.5%	11.3%	11.8%	12.2%	12.5%	11.3%	11.7%
판매관리비	10.3	8.8	9.4	10.0	10.6	9.8	11.0	10.1	10.8	10.7	11.6	13.1	38.5	41.4	46.1
인건비	6.3	5.3	5.5	6.0	6.6	5.9	6.8	5.9	6.7	6.3	6.9	7.9	23.0	25.2	27.7
기타	4.0	3.6	3.9	4.0	4.0	3.8	4.2	4.2	4.1	4.4	4.7	5.2	15.5	16.2	18.4
영업이익	8.0	9.8	11.2	10.8	9.1	11.2	11.2	11.7	10.9	12.4	14.4	16.8	39.8	43.2	54.5
성장률(YoY %)	51.7%	5.9%	31.5%	19.1%	14.4%	14.8%	-0.7%	8.1%	19.3%	10.4%	29.3%	43.9%	23.9%	8.5%	26.2%
OPM(%)	5.6%	6.6%	7.1%	6.2%	5.5%	6.2%	5.7%	5.8%	5.8%	6.0%	6.5%	6.9%	6.4%	5.8%	6.3%
영업외손익	-1.9	0.1	-0.5	5.9	-1.2	-0.5	-1.5	2.5	-1.2	-0.5	-1.5	2.5	3.6	0.8	0.8
법인세차감전순이익	9.9	9.7	11.7	4.9	10.3	11.8	12.6	9.2	12.1	12.9	15.9	14.3	36.2	43.9	55.3
법인세비용	2.7	3.1	3.4	-2.8	2.7	3.0	3.3	4.7	3.0	3.2	4.0	3.6	6.4	13.6	13.8
법인세율	26.9%	32.0%	29.0%	-57.0%	25.8%	25.5%	25.7%	50.9%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	17.6%	31.0%	25.0%
당기순이익	7.2	6.6	8.3	7.8	7.7	8.8	9.4	4.5	9.1	9.7	11.9	10.7	29.9	30.3	41.4
NPM(%)	5.1%	4.4%	5.2%	4.4%	4.6%	4.8%	4.8%	2.2%	4.8%	4.7%	5.4%	4.4%	4.8%	4.1%	4.8%

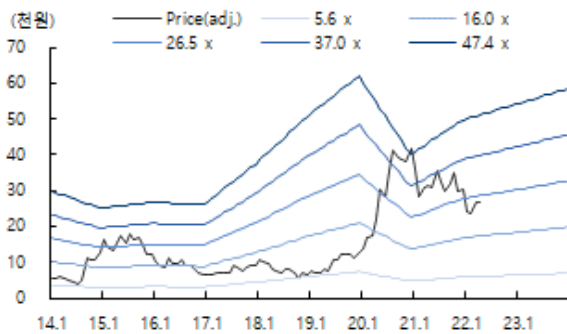
자료: NHN한국사이버결제, 교보증권 리서치센터

5. Valuation

NHN한국사이버결제에 대해 투자 의견 BUY 및 목표주가 36,000원으로 커버리지 개시한다. Target PER은 이익 성장에 따라 주가 호조를 보였던 2015년, 2021년의 PER 중간치인 31 배를 적용한다.

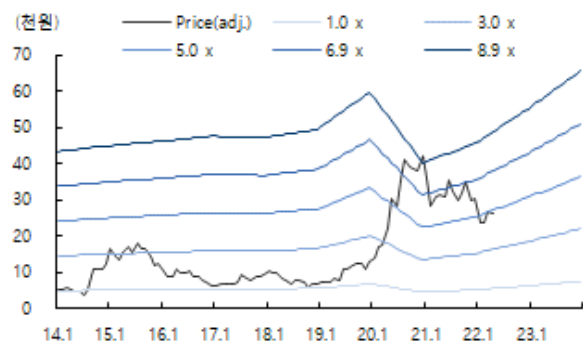
1) 해외가맹점 확보가 꾸준히 이루어지고 있으며, 2)거리두기 완화에 따른 여행, 항공 등 리오프닝 거래대금 성장이 이루어질 것으로 전망된다. 3)뿐만 아니라, 마진율이 높은 Online Van 부문의 성장이 지속될 것으로 예상되며 4)하반기 외부활동 정상화에 따라 O2O 거래액 성장이 이루어질 시 추가적인 실적 업사이드로 작용할 것으로 기대한다. 현재 주가는 2022년 추정 EPS 기준 25.7배로, 주가 상승 여력이 충분한 것으로 판단한다.

[도표 29] NHN 한국사이버결제 12M Forward PER 밴드차트



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 30] NHN 한국사이버결제 12M Forward PBR 밴드차트



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 31] NHN 한국사이버결제 Valuation

(억원, 주)

항목	가치산정	비고
2022 추정 지배지분순이익	421.5	
target PER	31.0	15, 21년 PER 중간값
적정 시가총액	13,067	
발행주식수	36,016,415	
적정주가	36,279	
목표주가	36,000	
현재주가	25,800	
상승여력	39.5%	

자료: 교보증권 리서치센터

[NHN한국사이버결제 060250]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	625	745	859	977	1,085
매출원가	547	661	759	865	961
매출총이익	78	85	101	113	123
매출총이익률 (%)	12.5	11.3	11.7	11.5	11.4
판매비와관리비	39	41	46	53	59
영업이익	40	43	55	59	64
영업이익률 (%)	6.4	5.8	6.4	6.1	5.9
EBITDA	46	48	59	63	67
EBITDA Margin (%)	7.4	6.5	6.8	6.4	6.2
영업외손익	-4	1	1	1	2
관계기업손익	0	1	1	1	1
금융수익	16	6	6	6	6
금융비용	-18	-5	-5	-5	-5
기타	-1	0	-1	-1	-1
법인세비용차감전순이익	36	44	56	61	66
법인세비용	6	14	14	15	16
계속사업순이익	30	30	42	46	49
종단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	30	30	42	46	49
당기순이익률 (%)	4.8	4.1	4.9	4.7	4.5
비배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	30	30	42	46	49
지배순이익률 (%)	4.8	4.1	4.9	4.7	4.6
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	30	31	42	46	50
비배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	30	31	42	46	50

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

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	59	68	72	75	78
당기순이익	30	30	42	46	49
비현금항목의 가감	21	24	20	20	20
감가상각비	5	4	3	3	2
외환손익	1	0	-3	-3	-3
지분법평가손익	0	-1	-1	-1	-1
기타	14	20	20	21	22
자산부채의 증감	20	25	23	23	23
기타현금흐름	-11	-11	-13	-14	-15
투자활동 현금흐름	-10	-21	-3	-3	-3
투자자산	2	-19	-1	-1	-1
유형자산	-3	-2	0	0	0
기타	-9	0	-2	-2	-2
재무활동 현금흐름	-3	-27	-3	-5	-5
단기차입금	0	-5	-5	-5	-5
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	2	0	0
현금배당	-5	0	0	0	0
기타	2	-22	0	0	0
현금의 증감	45	21	28	25	22
기초 현금	127	172	192	220	245
기말 현금	172	192	220	245	267
NOPLAT	33	30	41	44	48
FCF	56	58	68	71	74

자료: NHN 한국사이버결제, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	297	327	368	409	454
현금및현금성자산	172	192	220	245	267
매출채권 및 기타채권	31	39	51	67	89
재고자산	2	4	4	5	6
기타유동자산	93	92	92	92	92
비유동자산	77	84	80	78	76
유형자산	28	26	22	19	17
관계기업투자금	4	15	16	17	18
기타금융자산	11	10	10	10	10
기타비유동자산	35	32	32	31	30
자산총계	375	411	448	487	530
유동부채	216	244	240	236	232
매입채무 및 기타채무	195	224	225	226	227
차입금	15	10	5	0	-5
유동상채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	6	10	10	10	10
비유동부채	5	4	3	3	2
차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	5	4	3	3	2
부채총계	221	248	243	239	234
지배지분	154	163	205	248	295
자본금	11	18	20	20	20
자본잉여금	46	40	40	40	40
이익잉여금	119	149	189	232	280
기타자본변동	-23	-44	-44	-44	-44
비배지분	0	0	0	0	0
자본총계	154	163	205	248	296
총차입금	15	10	5	0	-5

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
EPS	1,307	845	1,049	1,137	1,232
PER	52.4	35.9	25.7	23.7	21.9
BPS	6,705	4,516	5,099	6,179	7,354
PBR	10.2	6.7	5.3	4.4	3.7
EBITDAPS	2,002	1,346	1,465	1,562	1,667
EV/EBITDA	30.0	17.9	12.1	10.9	9.8
SPS	15,559	18,561	21,397	24,337	27,013
PSR	4.4	1.6	1.3	1.1	1.0
CFPS	2,428	1,598	1,704	1,771	1,849
DPS	0	0	0	0	0

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
성장성					
매출액 증가율	33.0	19.3	15.3	13.7	11.0
영업이익 증가율	23.9	8.5	26.5	8.6	8.2
순이익 증가율	22.1	1.5	38.5	8.4	8.4
수익성					
ROIC	-49.4	-32.1	-38.9	-46.8	-60.5
ROA	8.7	7.7	9.8	9.8	9.7
ROE	21.3	19.2	22.9	20.2	18.2
안정성					
부채비율	143.1	152.4	118.7	96.1	79.3
순차입금비율	4.0	2.4	1.1	0.0	-0.9
이자보상배율	139.2	191.6	484.8	0.0	-569.5

Company Analysis

KG이니시스 035600

Apr 7, 2022

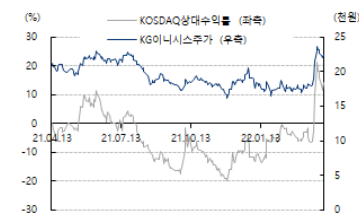
거래액 믹스 개선 지속 + 암호화폐 시장 진출

Buy 신규
TP 30,000 원 신규

Company Data

현재가(04/06)	22,400 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	23,650 원
52 주 최저가(보통주)	16,100 원
KOSPI (04/06)	2,735.03p
KOSDAQ (04/06)	943.13p
자본금	140 억원
시가총액	6,251 억원
발행주식수(보통주)	2,790 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	92.9 만주
평균거래대금(60 일)	204 억원
외국인지분(보통주)	16.08%
주요주주	
KG 케미칼 외 6 인	41.04%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	27.3	18.5	13.7
상대주가	21.6	15.9	16.8

2022년 전망

2022년 KG이니시스의 연결 기준 매출액은 전년비 +9.6% 증가한 1조 1,089억원, 연결 영업이익은 +9.8% 증가한 1,171억원을 기록할 것으로 전망. PG부문 매출은 1) 간편결제 시장 성장에 따른 동반 성장과 인테리어, 리조트, 자동차 등 커버리지 영역 확대 이루어지는 가운데, 2) 리오프닝 관련 거래액 회복과 3) 고수익 카테고리인 중소형/호스팅과 글로벌 거래액 비중이 늘며 +7.6% 증가 예상. F&B 부문 매출은 KG할리스에프앤비의 1) 자체 어플 개발 및 딜리버리 가능 적용, 키오스크 도입, 드라이브 스루 매장 확대와 2) 다양한 MD 판매 증가, 3) 2022년 2월 커피 판매가 인상으로 +18.5% 증가 전망.

암호화폐 시장 진출

KG이니시스는 2022년 2월 암호화폐 사업 추진을 위한 특수목적법인을 설립하고, 3월 25일 장래사업·경영계획 공시를 통해 암호화폐 사업에 대한 계획을 밝힘. 1)신규 사업의 첫 단계로 자체 암호화폐를 발행하여 하나의 결제수단으로 제공할 계획으로, 기존 17만 개의 가맹점을 보유하고 있는 기존 PG사업 경쟁력이 점유율 확보에 있어 유리하게 작용할 전망. 2)중장기적으로는 NFT 위수탁, 암호화폐 거래소 등 디지털 자산과 관련된 다양한 사업 확장 검토중. 암호화폐 결제 서비스를 시작으로 실생활에서 활용될 수 있는 자체 생태계 구축 기대.

투자의견 Buy, 목표주가 30,000원으로 커버리지 개시

2022년 목표주가 30,000원은 2022년 추정 지배지분순이익 636억원에 2020년 PER 상단인 13.3배를 적용하여 산출. 1)온라인 쇼핑 성장 지속되는 가운데, 2)중소형/호스팅과 글로벌 가맹점 거래액 비중 확대로 거래액 믹스 개선 예상. 또한 3)사회적 거리두기 완화에 따른 리오프닝 수혜 전망되며 4)자체 암호화폐 발행을 시작으로 블록체인 시장 본격 진출하는 시기로 2022년 예상 EPS 대비 9.7배인 현재 대비 멀티플 상향 요인 충분한 것으로 파악.

Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2020.12	2021.12	2022.12E	2023.12E	2024.12E
매출액(십억원)	810	1,012	1,109	1,205	1,288
YoY(%)	8.4	24.9	9.6	8.6	6.9
영업이익(십억원)	98	107	117	133	147
OP 마진(%)	12.1	10.6	10.6	11.0	11.4
순이익(십억원)	53	62	82	94	106
EPS(원)	1,521	1,725	2,280	2,618	2,932
YoY(%)	-15.1	13.4	32.2	14.8	12.0
PER(배)	13.2	11.0	9.7	8.4	7.5
PCR(배)	4.3	3.8	4.6	4.5	4.4
PBR(배)	1.8	1.5	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA(배)	6.3	4.7	5.0	4.3	3.6
ROE(%)	15.2	14.4	16.5	16.5	16.1



인터넷/게임 김동우

, 3771-9249, 20210135@iprovest.com

1. 고수익 가맹점 비율이 높은 PG 기업

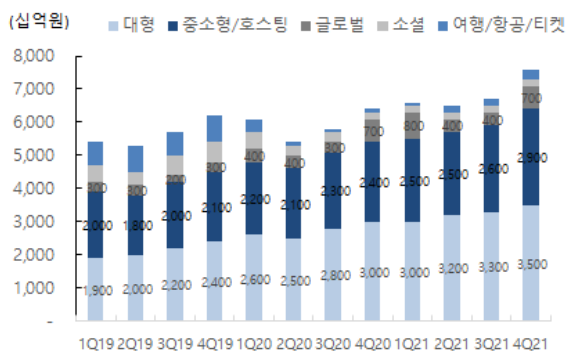
KG이니시스는 고수익 가맹점인 중소형/호스팅과 글로벌 가맹점에서 창출된 거래액 비중이 높아, 대형 가맹점 위주의 경쟁사 대비 수익성이 높다. 2021년 동사 거래액 27.4조원 중 고수익 가맹점인 글로벌, 중소형/호스팅 부문 비중은 46.9%, 연결기준 OPM은 10.5%이다. 호스팅은 카페24, 고도몰 등 호스팅사를 통해 유입되는 거래액, 중소형의 경우 게임, 원서, 교육 등 일반 카테고리 외의 가맹점이 포진되어 있다.

영세/중소 가맹점의 경우 PG사 입장에서는 대손에 대한 리스크를 관리해야 하는 부담이 있기 때문에, 리스크 관리 역량과 17만 개 이상의 가맹점을 확보한 동사는 중소형 카테고리에서 리딩 PG사로 자리잡고 있다.

2022년 거래액은 전년비 14.2%의 성장세를 보일 것으로 추정하는 가운데, KG이니시스는 중소형/호스팅과 글로벌 거래액 20% 중반대 성장을 목표치로 잡고 있어, 거래액 믹스가 개선될 것으로 전망한다.

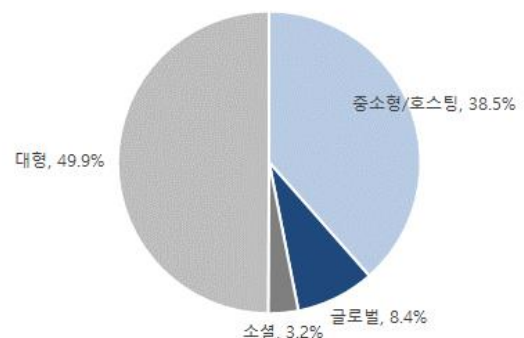
한편 전체 거래액 증가 측면에서 1)간편결제 연동을 통해 유입되는 소비자가 많을수록 KG이니시스의 거래액도 함께 증가하며, GS페이, 요기요페이 등 가맹점 니즈에 따라 간편결제시스템을 구축하는 SI사업 역시 성장 벡터로 작용하고 있다. 또한 2)인테리어(한샘), 리조트(한화리조트), 자동차(도요타, 포르쉐), 글로벌 오픈마켓(알리익스프레스, 타오바오) 등 커버리지 영역도 확대되고 있어 추가적인 거래액 증대를 예상한다.

[도표 32] KG 이니시스 카테고리별 거래액 추이



자료: KG이니시스, 교보증권 리서치센터

[도표 33] KG 이니시스 2021년 거래액 카테고리별 비중



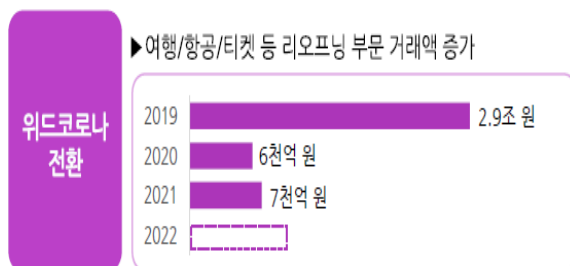
자료: KG이니시스, 교보증권 리서치센터

2. 리오프닝 수혜 예상 + VAN 사업 확장 기대

KG이니시스 역시 리오프닝시 유의미한 거래액 성장을 보일 것으로 전망한다. 2019년 여행/항공/티켓 등 리오프닝 부문 거래액은 2.9조원으로 연간 거래액의 12.8% 비중을 차지했으나, 2020년 코로나19 팬데믹으로 6천억원 수준(비중 2.5%)으로 감소했다. 2021년 7천억원(비중 2.6%)으로 소폭 회복하였으나 여전히 2019년의 24% 수준으로 리오프닝시 해당 부문의 수혜가 예상된다. 한편 팬데믹으로 크게 성장한 온라인 배달 부문은 그 편리성으로 인해 경제 활동 정상화시에도 수요가 유지될 것으로 예상된다.

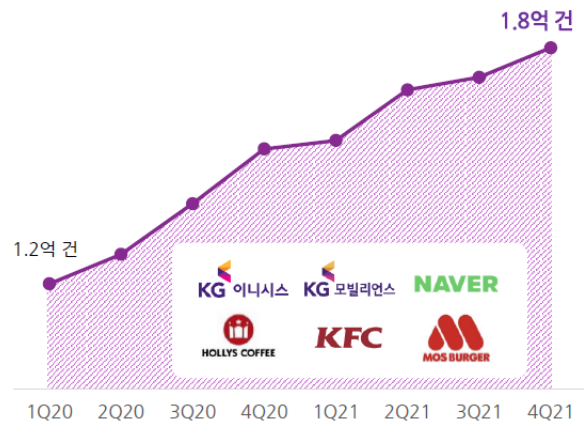
VAN 부문은 규모는 경쟁사 대비 작지만, 2021년 온/오프라인 VAN 발생 건수는 6.8억 건으로 YoY +23.1% 성장세를 보였다. 2022년도 PG가맹점 및 계열사 거래액 성장 지속되며 VAN 사업 확대가 지속될 것으로 예상된다. O2O(온, 오프라인 연계) VAN 부문에서는 할리스 커피, KFC 등 계열사 프랜차이즈를 캡티브 마켓 삼아 거래액을 다각적으로 확대할 것으로 기대한다.

[도표 34] KG 이니시스 여행/항공/티켓 등 리오프닝 부문 거래액



자료: KG이니시스, 교보증권 리서치센터

[도표 35] KG 이니시스 분기별 온/오프라인 VAN 거래 건수



자료: KG이니시스, 교보증권 리서치센터

3. 암호화폐 시장 & 해외 진출

KG이니시스는 2022년 2월 암호화폐 사업 추진을 위한 특수목적법인(SPC)를 설립(KG이니시스 지분율 100%)하고, 3월 25일 장래사업·경영계획 공시를 통해 암호화폐 사업에 대한 계획을 밝혔다. 그동안 카드, 현금 등을 통한 결제를 중개하는 PG사업에 집중해왔으나, 블록체인 기술을 활용한 결제사업 및 예치·수탁 사업 등을 전개해나갈 예정이다.

1) 신규 사업의 첫 단계로 자체 암호화폐를 발행하여 하나의 결제수단으로 제공할 계획이다. 의류, 여행, IT기기 등 여러 분야의 누적 17만개 가맹점을 보유하고 있다는 기존 PG 사업 부문의 경쟁력이 초기 시장 점유율 확보에 있어 유의미한 시너지를 낼 것으로 기대한다. 2) 암호화폐의 발행, 유통 뿐 아니라 중기적으로는 NFT 위·수탁, 암호화폐 거래소 등 디지털자산과 관련된 다양한 방향의 사업 확장을 검토하고 있다.

암호화폐가 ‘투기의 대상’으로 받아들여졌다면, KG이니시스는 결제 시장 장악력을 바탕으로 암호화폐 결제 서비스를 시작으로 실생활에서 활용될 수 있는 자체 생태계를 구축하겠다는 전략이다. 연내 핵심 기술 개발을 완료하고 암호화폐 관련 서비스를 런칭할 것으로 전망된다.

한편, 일본 1위 GMO PG와의 파트너 계약을 통한 일본으로의 확장도 중장기적 거래액 업사이드로 작용할 수 있을 것으로 기대된다. 일본 소비자들이 한국 쇼핑몰에서 의류 등을 구매하고자 할 때, 한국(신용카드 위주)과 일본(편의점결제, 간편결제 위주)의 결제수단 차이로 인한 불편을 해소해주는 서비스를 2분기중 런칭 예정이다. 1) 가맹점의 해외법인 유무 여부에 관계없이 현지의 주요 결제수단을 지원하고, 2) 가맹점 니즈에 따라 원화, 엔화 중 어떤 화폐로 정산받는지 선택이 가능해 국내 가맹점들의 해외 확장을 도와 동반성장이 가능할 것으로 기대된다.

[도표 36] KG 이니시스 장래사업·경영 계획 공정공시(2022.03.25)

구분		내용
1. 장래계획 사항		가상자산 신사업 진출
2. 주요내용 및 추진일정	목적	가상화폐 등 가상자산 부문까지 사업영역을 확대
	세부내용	KG이니시스 지분 100%로 설립된 특수목적법인이 자회사 신설 후 가상자산사업 본격화 예정
	추진일정	- 2022.02월 특수목적법인 설립 완료 - 연내 특수목적법인이 자회사 신설 및 가상자산 사업자 인가 확보 예정
	예상투자금액(원)	-
	기대효과	대중적인 가상자산 서비스 제공을 통해 가상자산 시장으로 사업영역 확대 및 당사 수익에 기여

자료: DART, KG이니시스, 교보증권 리서치센터

4. 2022 Preview

KG이니시스의 2022년 K-IFRS 연결 기준 매출액은 전년비 9.6% 증가한 1조 1,089억원, 영업이익은 +9.8% 증가한 1,171억원을 기록할 것으로 전망한다. 전년대비 온라인쇼핑 및 결제시장 성장세 둔화에도 불구하고, PG 부문 매출은 1) 간편결제 시장 성장에 따른 동반 성장과 인테리어, 리조트, 자동차, 글로벌 오픈마켓 등 커버리지 영역의 확대가 이루어지는 가운데 2) 여행, 항공 등 리오프닝 관련 수요 유입, 3) 고수익 카테고리인 중소형/호스팅과 글로벌 가맹점 거래액 비중이 늘며 +7.6% 증가할 것으로 추정한다. F&B 부문 매출은 계열사인 KG할리스에 프랜차이즈 1) 자체 어플 개발 및 딜리버리 기능 적용, 키오스크 도입, 드라이브 스루 매장 확대와 2) 베이커리와 화장품/조명 등 다양한 MD 판매 증가, 3) 2022년 2월 커피 판매가 인상에 따라 매출 성장(18.5%)이 지속될 것으로 예상한다.

비용 측면에서 매출원가는 YoY +8.6% 증가한 8,232억원, 판매관리비는 1) 렌탈페이, 일본 소비자향 PG 사업, 가상자산 사업 투자와 2) 인건비 증가에 따라 YoY +15.5% 증가한 1,686억원을 기록할 것으로 전망한다.

[도표 37] KG 이니시스 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E
매출액	192.3	190.3	197.9	229.6	241.9	249.6	250.7	269.8	261.8	270.8	278.0	298.4	810.2	1,012.0	1,108.9
성장률(YoY %)	-15.7%	-16.6%	-18.8%	-10.2%	25.8%	31.1%	26.7%	17.5%	8.2%	8.5%	10.9%	10.6%	-15.3%	24.9%	9.6%
PG	179.7	176.9	183.0	200.4	202.9	203.6	207.2	228.7	213.8	220.8	225.3	246.1	740.1	842.4	906.1
Education	14.7	15.1	15.8	14.8	14.8	16.7	17.7	13.1	12.9	13.5	14.4	12.4	60.4	62.3	53.1
F&B	-	6.7	3.7	6.8	25.9	31.2	28.5	30.3	31.9	33.5	35.1	36.9	17.2	115.9	137.3
기타	- 2.2 -	8.4 -	4.5	7.5 -	1.7 -	2.0 -	2.7 -	2.3	3.1	3.1	3.1	3.0 -	7.6 -	8.7	12.3
매출원가	141.2	136.3	141.1	169.9	180.4	185.3	187.7	204.5	195.0	198.8	204.5	225.0	588.3	757.9	823.2
매출총이익	51.1	54.1	56.9	59.7	61.5	64.3	63.0	65.3	66.8	72.0	73.5	73.5	221.8	254.1	285.7
성장률(YoY %)	-40.9%	-37.9%	-37.6%	-35.4%	20.3%	18.8%	10.8%	9.4%	8.6%	12.0%	16.6%	12.4%	-37.9%	14.6%	12.4%
GPM(%)	26.6%	28.4%	28.7%	26.0%	25.4%	25.8%	25.1%	24.2%	25.5%	26.6%	26.4%	24.6%	27.4%	25.1%	25.8%
판매관리비	27.7	29.1	30.1	33.8	35.5	36.7	36.4	37.3	39.8	41.2	42.2	45.4	120.7	145.9	168.6
영업이익	23.4	25.0	26.8	22.8	26.0	27.6	26.6	28.0	27.0	30.8	31.2	28.1	98.0	106.6	117.1
성장률(YoY %)	11.3%	28.8%	18.3%	-1.1%	11.2%	10.3%	-0.7%	16.0%	3.7%	11.9%	17.3%	6.2%	13.8%	8.8%	9.8%
OPM(%)	12.2%	13.1%	13.5%	9.9%	10.8%	11.0%	10.6%	10.4%	10.3%	11.4%	11.2%	9.4%	12.1%	10.5%	10.6%
세전이익	20.9	26.4	27.0	17.3	28.2	28.9	26.7	2.9	29.2	29.4	31.3	19.6	91.6	86.7	109.5
법인세	5.3	13.2	11.7	8.5	7.8	6.2	2.1	8.6	7.3	7.4	7.8	4.9	38.7	24.6	27.4
당기순이익	15.7	13.2	15.3	8.8	20.4	22.8	24.6 -	5.7	21.9	22.1	23.5	14.7	53.0	62.1	82.1

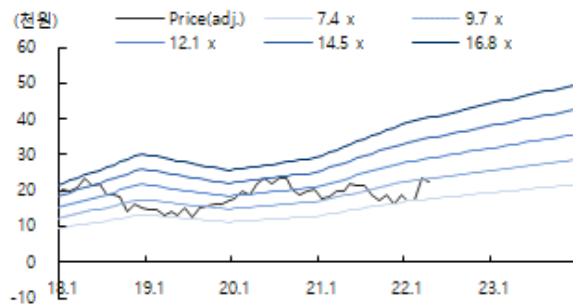
자료: KG이니시스, 교보증권 리서치센터

5. Valuation

KG이니시스에 대해 투자의견 BUY 및 목표주가 30,000원으로 커버리지를 개시한다. 코로나 19 팬데믹에 따른 온라인 쇼핑 성장에 따른 결제액 상승 기대로 주가 성장이 컸던 2020년 PER 상단인 13.3배를 target PER로 적용한다.

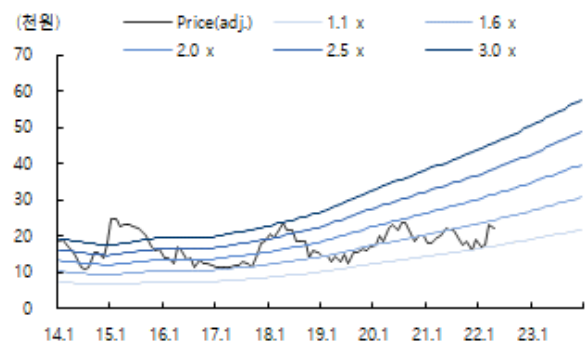
1)전년비 다소 둔화될 것으로 전망되나 온라인 쇼핑 성장이 지속되는 가운데, 2)수익성이 좋은 중소형/호스팅과 글로벌 가맹점 비중 증대에 따라 거래액 믹스가 개선될 것으로 예상된다. 또한 3)사회적 거리두기 완화에 따른 리오프닝에 따른 수혜가 예상되며, 4)자체 암호화폐 발행을 시작으로 가상자산 시장에 본격 진출하는 시기로 2022년 예상 EPS 대비 9.7배인 현재 대비 멀티플 상향 요인이 충분한 것으로 파악된다.

[도표 38] KG 이니시스 12M Forward PER 밴드차트



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 39] KG 이니시스 12M Forward PBR 밴드차트



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 40] KG 이니시스 Valuation

항목	가치산정	비고
2022 추정 지배지분순이익	636.3	
target PER	13.3	2020년 PER 상단
적정 시가총액	8,463	
발행주식수	27,904,434	
적정주가	30,328	
목표주가	30,000	
현재주가	22,400	
상승여력	33.9%	

자료: 교보증권 리서치센터

[KG이니시스 035600]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	810	1,012	1,109	1,205	1,288
매출원가	588	758	823	898	964
매출총이익	222	254	286	306	324
매출총이익률 (%)	27.4	25.1	25.8	25.4	25.2
판매비와관리비	124	147	169	173	177
영업이익	98	107	117	133	147
영업이익률 (%)	12.1	10.5	10.6	11.1	11.4
EBITDA	135	152	144	149	156
EBITDA Margin (%)	16.6	15.0	12.9	12.4	12.1
영업외손익	-6	-20	-8	-8	-7
관계기업손익	4	5	5	5	5
금융수익	5	4	4	4	5
금융비용	-8	-15	-12	-12	-11
기타	-7	-14	-5	-5	-5
법인세비용차감전순이익	92	87	109	126	141
법인세비용	30	25	27	31	35
계속사업순이익	62	62	82	94	106
종단사업순이익	-9	0	0	0	0
당기순이익	53	62	82	94	106
당기순이익률 (%)	6.5	6.1	7.4	7.8	8.2
비배지분순이익	11	14	18	21	24
지배지분순이익	42	48	64	73	82
지배순이익률 (%)	5.2	4.8	5.7	6.1	6.4
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	27	12	12	12	12
포괄순이익	80	74	94	106	117
비배지분포괄이익	11	14	18	20	22
지배지분포괄이익	70	60	76	86	95

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

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	127	135	134	135	141
당기순이익	53	62	82	94	106
비현금항목의 가감	87	93	74	66	63
감가상각비	37	45	26	16	9
외환손익	0	0	0	0	0
지분법평가손익	-4	-5	-5	-5	-5
기타	54	53	53	56	59
자산부채의 증감	18	11	10	10	10
기타현금흐름	-32	-31	-32	-35	-38
투자활동 현금흐름	-176	-27	-24	-32	-43
투자자산	-8	7	7	7	7
유형자산	-9	-9	0	0	0
기타	-159	-26	-31	-39	-50
재무활동 현금흐름	0	-41	-108	-39	-39
단기차입금	-10	-18	-18	-18	-18
사채	-110	0	0	0	0
장기차입금	136	3	3	3	3
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-12	-13	-11	-11	-11
기타	-5	-13	-82	-13	-13
현금의 증감	-49	67	-8	53	48
기초 현금	255	206	273	264	317
기말 현금	206	273	264	317	365
NOPLAT	66	76	88	100	110
FCF	112	123	124	125	130

자료: KG 이니시스, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	566	623	631	713	803
현금및현금성자산	206	273	264	317	365
매출채권 및 기타채권	68	60	57	57	58
재고자산	6	6	7	8	8
기타유동자산	286	284	303	332	372
비유동자산	835	807	781	767	759
유형자산	149	143	116	101	92
관계기업투자금	73	70	68	66	64
기타금융자산	111	119	119	119	119
기타비유동자산	501	475	478	481	484
자산총계	1,401	1,430	1,412	1,480	1,562
유동부채	589	621	533	515	497
매입채무 및 기타채무	472	462	462	462	463
차입금	47	35	16	-2	-21
유동상채무	20	69	0	0	0
기타유동부채	49	55	55	55	55
비유동부채	359	296	290	287	285
차입금	269	216	220	223	227
사채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	90	80	71	64	58
부채총계	948	917	823	802	782
지배지분	308	359	412	474	545
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	68	68	68	68	68
이익잉여금	217	257	309	372	443
기타자본변동	-24	-24	-24	-24	-24
비배지분	144	155	177	204	235
자본총계	452	513	589	678	780
총차입금	383	355	261	239	219

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

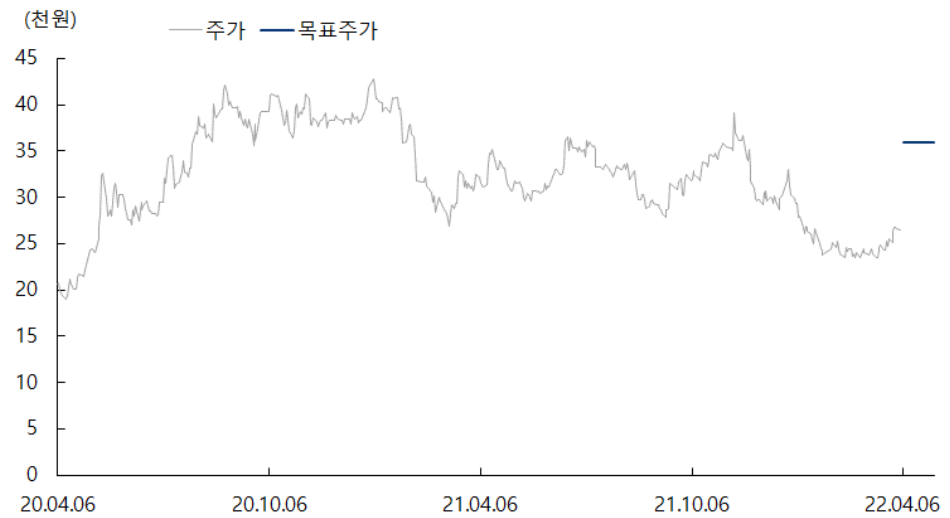
12 결산(십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
EPS	1,521	1,725	2,280	2,618	2,932
PER	13.2	11.0	9.7	8.4	7.5
BPS	11,032	12,849	14,747	16,984	19,534
PBR	1.8	1.5	1.5	1.3	1.1
EBITDAPS	4,833	5,431	5,143	5,334	5,606
EV/EBITDA	6.3	4.7	5.0	4.3	3.6
SPS	29,033	36,266	39,739	43,169	46,149
PSR	0.7	0.5	0.6	0.5	0.5
CFPS	4,025	4,416	4,448	4,495	4,662
DPS	350	400	400	400	400

재무비율

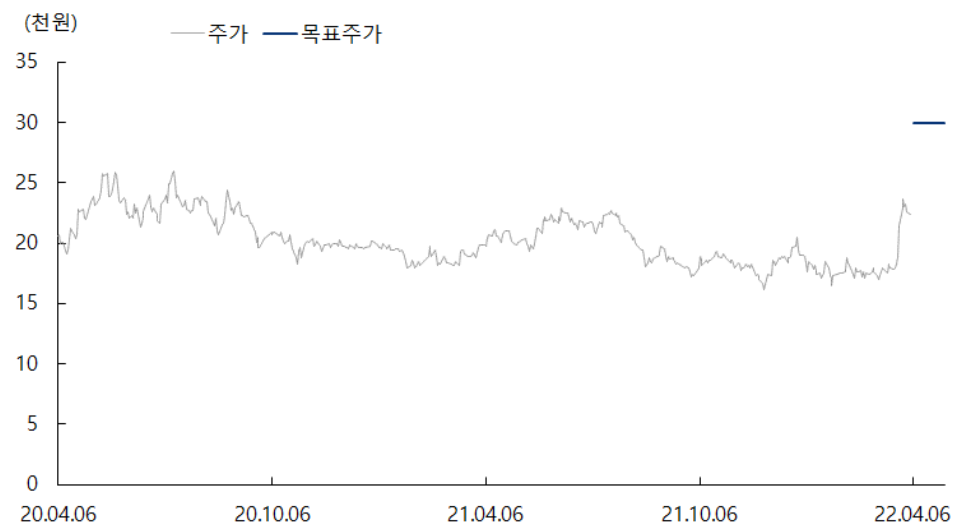
단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
성장성					
매출액 증가율	8.4	24.9	9.6	8.6	6.9
영업이익 증가율	19.2	8.8	9.8	13.8	10.5
순이익 증가율	-11.7	17.2	32.2	14.8	12.0
수익성					
ROIC	123.4	80.9	139.6	247.2	381.8
ROA	3.2	3.4	4.5	5.1	5.4
ROE	15.2	14.4	16.5	16.5	16.1
안정성					
부채비율	209.7	178.7	139.8	118.2	100.2
순차입금비용	27.4	24.8	18.5	16.2	14.0
이자보상배율	11.6	9.4	13.5	16.3	19.1

NHN 한국사이버결제 최근 2년간 목표주가 변동추이



KG 이니시스 최근 2년간 목표주가 변동추이



결제산업

리오프닝과 신사업의 콜라보

NHN 한국사이버결제 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2021.06.07	매수	62,000							
	담당자 변경								
2022.04.07	매수	36,000							

자료: 교보증권 리서치센터

KG 이니시스 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2022.04.07	매수	30,000							

자료: 교보증권 리서치센터

■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 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 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

당사 리서치부 연구원은 고객에게 카카오톡 메신저 등으로 개별 접촉하지 않습니다. 당사 연구원 사칭 사기 등에 주의하시기 바랍니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 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.

■ 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자_2022.03.31

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	98.8%	0.0%	1.2%	0.0%

[업종 투자의견]

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
Underweight(비중축소): 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

Neutral(중립): 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

[기업 투자기간 및 투자등급] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)

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

Trading Buy: KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우
Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하