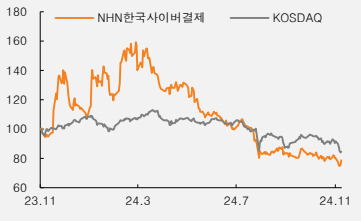
MIRAE ASSET 미래에셋증권

Equity Research
2024.11.18

투자의견(신규)	**매수**
목표주가(신규)	**10,000원**
현재주가(24/11/15)	7,070원
상승여력	41.4%

영업이익(24F,십억원)	42
Consensus 영업이익(24F,십억원)	0
EPS 성장률(24F,%)	-1.6
MKT EPS 성장률(24F,%)	72.5
P/E(24F,x)	8.2
MKT P/E(24F,x)	10.0
KOSDAQ	685.42
시가총액(십억원)	284
발행주식수(백만주)	40
유동주식비율(%)	53.2
외국인 보유비중(%)	16.1
베타(12M) 일간수익률	0.97
52주 최저가(원)	6,720
52주 최고가(원)	14,300

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-6.4	-38.6	-18.1
상대주가	5.7	-22.8	-3.3



[기타금융]
박주연
park.zuyeon@miraeasset.com

060250 · 기타금융

NHN KCP

탑라인 성장 지속

투자의견 매수, 목표주가 10,000원 제시

NHN KCP에 대해 투자의견 매수, 목표주가 10,000원을 제시한다. 목표주가는 12mf EPS 974원에 타겟 P/E 10.4배를 차용했다. 타겟 P/E는 리오프닝 이후 시장 현황을 반영하는 22-23년 평균 PER을 적용했다.

동사는 24년 상반기 C커머스 관련 성장 모멘텀 둔화로 한 차례 주가 조정을 경험한 바 있다. 또한 7월 티메프 사태 발발로 또 한 차례의 주가 하락을 경험했다. 그러나 거래대금 및 매출액은 주가 향방과 대조적으로 지속 성장하고 있다. 실적 고려 시 역사적 저점인 현 주가는 저평가된 것으로 판단한다.

생각보다 제한적인 티메프 영향, 탑라인은 지속 성장 중

3분기 티메프 사태로 인한 일회성 손실 약 14억원을 반영한 가운데 추가 조정 가능성이 완전 부재하지는 않으나, 시장 우려 대비 인식 규모 제한적일 것으로 전망한다. 오히려 중장기적으로는 산업 전반의 건전성 강화 및 정부 규제에 따른 중소 PG사 축소의 측면에서 긍정적으로도 볼 수 있다. 추가적으로 개정안 도입은 신규 시장 개화의 가능성을 내포한다.

동사는 3Q24 매출액 2,724억원(+12.1% YoY), 거래대금 12.1조원(+10.6% YoY)으로 두 자리수 성장률을 달성했다. 3Q24 전체 국내 온라인 쇼핑 거래액이 +3.0% YoY에 그쳤다는 점을 고려했을 때 해당 성장세는 더욱 고무적이다. 이는 당사가 성장세 지속되는 국내/해외 대형 가맹점들을 보유하며, 또한 신규 가맹점 유입이 지속되고 있는 점으로부터 기인한다. 향후로도 NHN KCP의 거래액 성장률은 견조할 것으로 전망한다.

실적 전망

연말 성수기 효과를 통한 온라인 거래 증가를 기대한다. 2024F 주요 고객사들(국내 이커머스, OTT, 해외 수입차, 앱스토어, 여행업종 등)의 견조한 성장에 기반한 탑라인 지속 성장을 전망한다. 총 거래대금 49조원(+13.0% YoY), 매출액 1.1조원(+13% YoY)를 전망한다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	823	972	1,099	1,214	1,356
영업이익 (십억원)	44	42	42	45	49
영업이익률 (%)	5.3	4.3	3.8	3.7	3.6
순이익 (십억원)	35	35	35	40	43
EPS (원)	870	879	865	984	1,072
ROE (%)	19.3	16.7	14.7	14.8	14.4
P/E (배)	15.4	11.7	8.2	7.2	6.6
P/B (배)	2.3	1.6	1.0	0.9	0.8
배당수익률 (%)	1.5	1.9	2.8	2.8	2.8

주: K-IFRS 개별 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: NHN한국사이버결제, 미래에셋증권 리서치센터

I. 투자의견 및 Valuation

투자의견 매수, 목표주가 10,000원 제시

NHN KCP에 대해 투자의견 매수, 목표주가 10,000원을 제시한다. 목표주가는 12mf EPS 974원에 타겟 P/E 10.4배를 차용했다. 타겟 P/E는 리오프닝 이후 시장 현황을 반영하는 22-23년 평균 PER을 적용했다.

동사는 24년 상반기 C커머스 관련 성장 모멘텀 둔화로 한 차례 주가 조정을 경험한 바 있다. 또한 7월 티메프 사태 발발로 또 한 차례의 주가 하락을 경험했다. 그러나 거래대금 및 매출액은 주가 향방과 대조적으로 지속 성장하고 있다. 실적 고려 시 역사적 저점인 현 주가는 저평가된 것으로 판단한다.

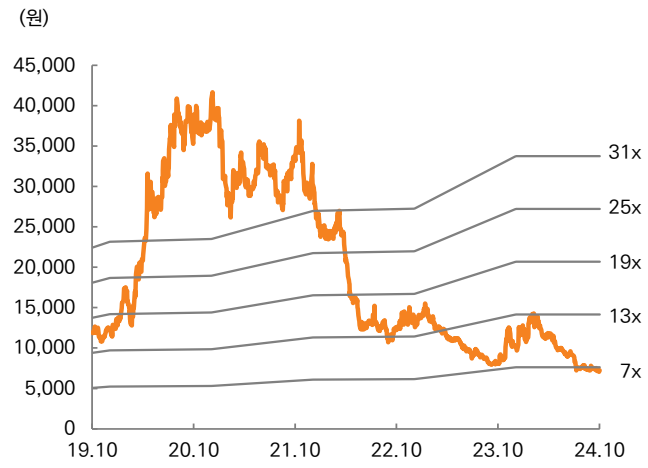
향후 주요 쟁점들로 단기적으로는 경기/금리 변화 및 티메프 사태 안정화가, 중장기적으로는 해외가맹점 확대 및 해외진출과 신사업을 통한 수익성 개선 여부에 주목한다.

표 1. 벨류에이션

구분	수치	비고
12MF EPS(원)	**974**	
Target P/E(x)	10.4	
적정주가(원)	10,117	
목표주가(원)	**10,000**	
현재주가(원)	**7,070**	
upside	**41.4%**	

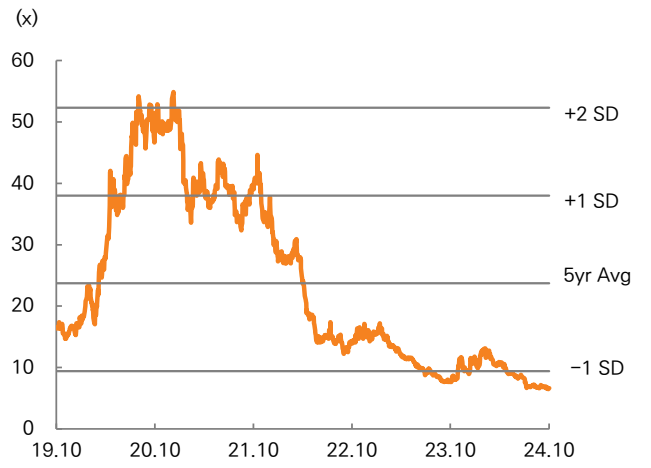
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 12M Fwd P/E 밴드차트



자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 12M Fwd P/E 표준편차 차트



자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

II. 실적전망 및 투자포인트

2024F 연간 실적 전망: 매출 1.1조원(+13% YoY), 영업이익 425억원(+1.2% YoY)

동사는 3Q24 매출액 2,724억원으로 전년동기대비 12.1%의 성장률을 기록했다. 거래대금은 12.1조원(+10.6% YoY)으로 역시나 두자리수 성장세 지속 중이다. 세부적으로 온라인 사업부/오프라인 사업부/프로젝트 및 기타 사업부문 각각 2,574억원/115억원/35억원의 매출액을 기록했다. 영업이익에는 상여금 효과 반영되며 88억원(-8.9% YoY)을 기록했다. 이에 지배주주순이익은 80억원(-8.5% YoY)을 달성했다.

4Q24 연말 성수기 효과를 통한 온라인 거래 증가를 기대한다. 2024F 누적으로 주요 고객사들(국내 이커머스, OTT, 해외 수입차, 앱스토어, 여행업종 등)의 견조한 성장에 기반한 탑라인 지속 성장을 전망한다. 총 거래대금 49조원(+13.0% YoY), 매출액 1.1조원(+13% YoY)를 전망한다.

표 2. 실적 전망

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
거래액 (조원, %)	**36.8**	**43.0**	**48.6**	**53.7**	**60.0**
(%YoY)	*16.5*	*16.8*	*13.0*	*10.6*	*11.7*
매출액 (십억원, %)	**823**	**972**	**1,099**	**1,214**	**1,356**
(%YoY)	*10.4*	*18.1*	*13.0*	*10.5*	*11.7*
온라인 결제	763	909	1,038	1,151	1,290
오프라인 결제	44	45	45	47	48
프로젝트 외	16	18	16	16	17
매출총이익	**90**	**92**	**95**	**103**	**112**
(%YoY)	*7.0*	*2.1*	*3.4*	*7.4*	*9.1*
GPM	*11.0*	*9.5*	*8.7*	*8.4*	*8.2*
판관비	**46**	**50**	**53**	**57**	**63**
판관비율	5.6	5.2	4.8	4.7	4.6
영업이익	**44**	**42**	**42**	**45**	**49**
(%YoY)	*2.4*	*-5.1*	*1.2*	*6.8*	*8.2*
OPM	*5.4*	*4.3*	*3.9*	*3.7*	*3.6*
지배주주순이익	**35**	**35**	**35**	**40**	**43**
(%YoY)	*14.8*	*1.0*	*-1.6*	*13.8*	*9.0*
순이익률	*4.2*	*3.6*	*3.2*	*3.3*	*3.2*

자료: NHN KCP, 미래에셋증권 리서치센터

생각보다 제한적인 티메프 손실, 탑라인은 지속 성장 중

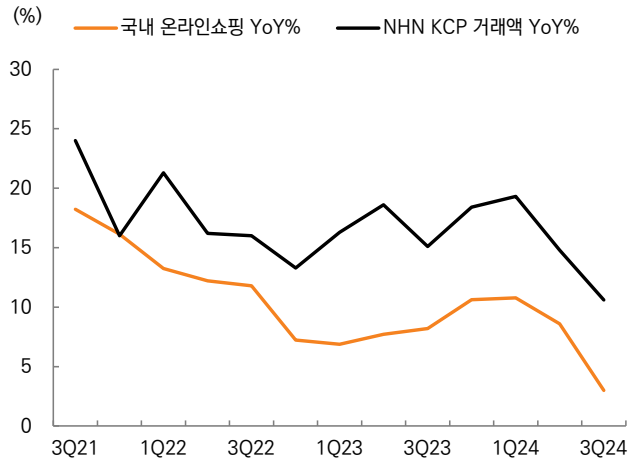
3분기 티메프 사태로 인한 일회성 손실 약 14억원을 반영했다. 추가 조정 가능성이 완전 부재하지는 않으나, 시장 우려 대비 인식 규모 제한적일 것으로 전망한다. 금번 티메프 사태는 직접적인 손실액보다도 산업 전반에 대한 과도한 우려 확산의 측면에서 더욱 영향을 끼쳤다 판단한다. 센티멘트 개선을 위해서는 이커머스 신뢰도 회복이 필요할 것으로 보인다.

그 가운데 시장 우려와 달리 선방하고 있는 당사의 실적에 주목한다. NHN KCP는 3Q24 총 거래액 및 매출액 각각 12.1조원(+12.1% YoY), 2,724억원(+10.6% YoY)을 기록하며 두 자리수 성장률을 달성했다. 3Q24 전체 국내 온라인 쇼핑 거래액이 +3.0% YoY에 그쳤다는 점을 고려했을 때 해당 성장세는 더욱 고무적이다. 이는 당사가 성장세 지속되는 국내/해외 대형 가맹점들을 보유하며, 또한 지속적인 신규 가맹점 계약을 성사시키고 있는 점으로부터 기인한다. 향후로도 NHN KCP의 거래액 성장률은 견조할 것으로 전망한다.

중장기적으로는 오히려 티메프 사태로 인한 수혜 가능성도 존재할 것으로 판단한다. 이는 정부의 산업 규제를 통한 PG시장 과점화 강화 가능성과, 신규 시장 개화 가능성에 의거한다. 정부는 9월 전금법 개정안의 주요 논의 사안을 발표한 가운데 PG사들에 대한 관리감독이 강화됨에 따라 중소PG사들의 축소를 예상한다. 추가로 금번 사태로 인한 에스크로 서비스 시장 개화 가능성이 제시된다.

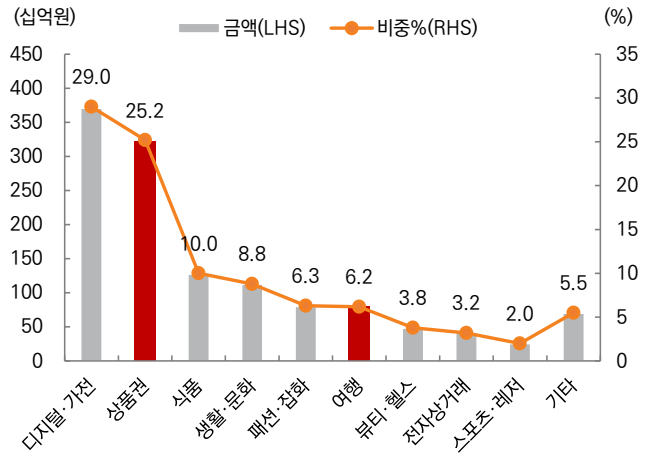
이와 별개로 9/15 시행된 전자금융거래법 개정안(21년 머지사태 배경)으로 선불전자지급수단을 이용한 거래 대행 신청 또한 증가할 수 있다. 이 중 동사는 경쟁사들과 달리 선불업 라이선스가 부재한 상황이나, 해당 라이선스 취득을 준비중으로 파악된다. 개정안 적용에 있어 유예기간이 부여된 가운데 이변이 없는 한 기간 내 신규 서비스 개시가 가능할 것으로 전망한다. 대형 사태를 겪은 이후 시장 참여자들의 수요는 풍부한 레퍼런스 및 역량을 보유하며 신뢰도 높은 상위 업체들로 몰릴 것으로 전망한다.

그림 3. 국내 총 온라인 쇼핑 vs NHN KCP 거래액 성장률



자료: KOSIS, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 티메프 사태 업종별 미정산금액 분포



주: 8/25 보도시점 기준
자료: 기획재정부, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 9/23 티메프 사태 재발 방지_대규모유통업법 & 전자금융거래법 개정안 합동 공청회 내용 中

구분	내용
[대규모 유통업법]	
1. 규율대상	
2. 정산기한	
3. 판매대금 별도관리	수수료 등을 제외한 판매대금의 별도관리(예치, 지급보증 등) 하도록 의무 부과 (1안) 100% * 판매대금 관리의 안정성 측면을 고려, 다만 이 경우 경과규정을 통해 별도관리 비율을 60%부터 매년 단계적(60%→80%→100%) 상향 (2안) 50% * 영업을 위해 어느 정도의 유동성 보유가 필요한 유통업체의 특성 고려
[전자금융거래법]	
1. 정산자금 보호장치 마련	
2. 전자지급결제대행업자(PG사) 관리감독 강화	1) 진입규제 강화 : PG사의 거래규모에 비례하여 자본금 규모 상향 2) 감독 실효성 확보 : 별도관리의무 미준수시 ①시정요구→②영업정지→③등록취소 등 단계적 조치근거 마련 3) 자금유용, 대금 미지급시 제재.처벌 : 별도관리 자산의 정산목적 외 사용 및 계약 등으로 정한 정산기한 내 대금 미지급시 제재.처벌근거 마련

자료: 금융위원회, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 선불전자지급 관련 전자금융거래법 시행령 개정안(9/15시행) 요약

구분	내용
① 선불충전금 전액에 대한 별도관리 및 안전한 자산운용 방법 구체화	
② 선불업 등록대상 구체화	(1) 구입가능한 재화/용역이 2개 업종 이상이어야 선불수단 해당 → 업종 기준 삭제 (2) 발행인 및 특수관계인(모/자회사)을 제외한 제3자에게 사용되어야 선불수단 해당 → 특수관계인 삭제: 모자회사 사용 포함 (3) 가맹점 수 10개 이하 시 등록 면제 → 가맹점 1개일 경우 등록 면제 (4) 발행잔액 30억원 이하 경우 등록 면제 → 발행잔액 30억원 이하, 연간 총발행액 500억원 미만
③ 소액후불결제업(BNPL)에 대해 신용카드업 수준으로 감독	
④ 선불전자지급수단을 이용한 거래 대행자 전자금융거래법 상 가맹점으로 신규 포섭	* 상기 가맹점에는 전자지급결제대행업(PG)로 등록한 자만 해당 가능

자료: 금융위원회, 미래에셋증권 리서치센터

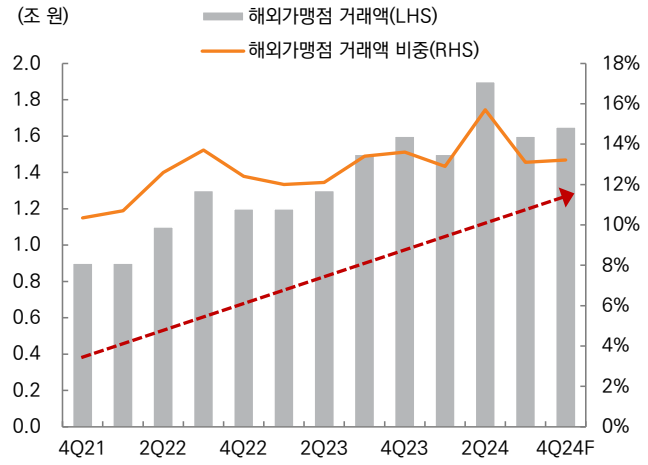
3Q24 동사의 해외가맹점 거래액은 1.6조원으로 전년동기대비 +8.3% 성장했다. 2Q24 괄목할만한 해외가맹점 거래액을 기록한 기저효과로 QoQ 기준으로는 감소했으나, 가맹점들의 성장에 비례하는 당사의 해외가맹점 거래액 지속 증가를 전망한다.

특히 해외가맹점은 시스템 구축에 있어 맞춤 고도화가 필요하며, 한번 구축 시 단기간 내 계약 변경이 쉽지 않다(락인효과). 동사의 성공적인 해외가맹점 연동 현황은 향후로도 추가적인 해외사들의 국내 진출에 있어 레퍼런스로서 작용할 수 있다. 동사는 2024F 해외가맹점 거래대금 6.7조원(YoY +21%) 규모를 달성할 것으로 전망한다.

싱가포르 법인을 통한 해외진출 역시 무난히 진행 중인 것으로 파악된다. 동사의 해외진출의 경우 18년 싱가포르 법인 설립, 21년 쇼피(동남아 최대 이커머스플랫폼)와의 MOU 체결 등 수년 전부터 단계적으로 진행되어 왔다. 싱가포르를 필두로 한 동남아 진출은 타겟 시장 확대를 의미한다.

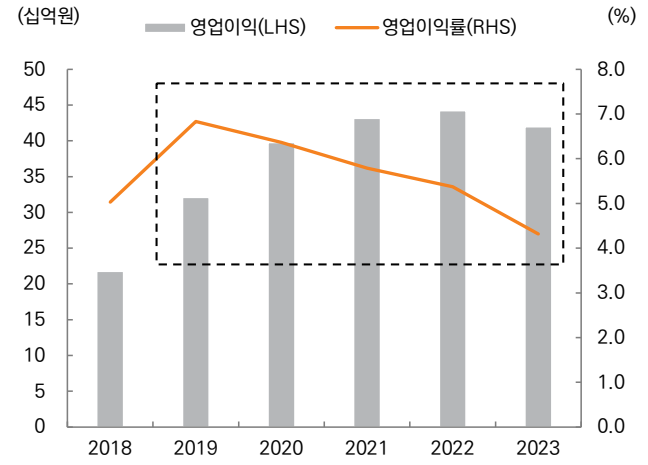
다만 수익성 개성에는 다소의 시간 걸릴 수 있을 것으로 예상한다. 국내 이커머스 시장이 대형가맹점들을 중심으로 재편됨에 따라 온라인 가맹점들의 협상력은 강화되고 있다. 또한 참여자들 간 상호 연계성이 높은 결제 구조 특성 상, 정부가 산정하는 카드사 가맹점 적격비용에 PG사 수수료 또한 연동된다. 3년 주기로 도래하는 적격비용 재산정이 금년 말 예정된 가운데 수수료 추세 지속해서 감소되어 온 점을 확인한다.

그림 5. 해외가맹점 거래액 현황 추이 및 전망



자료: NHN KCP, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. NHN KCP 영업이익 및 OPM 추이



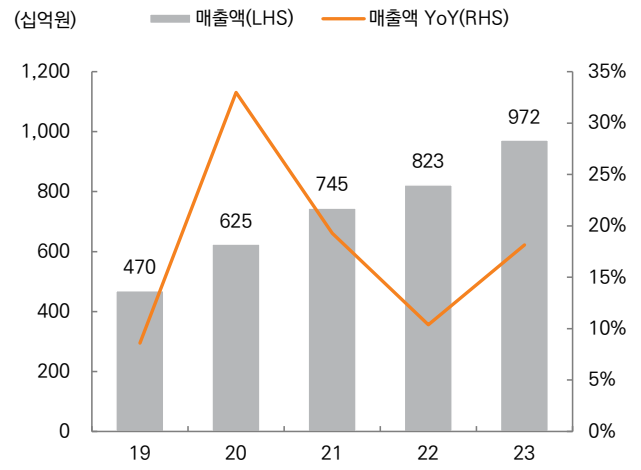
자료: NHN KCP, 미래에셋증권 리서치센터

III. 기업 소개

NHN KCP는 국내 시장점유율 1위의 전자지급결제(PG; Payment Gateway)사다. 1994년에 설립되어 에스크로(Escrow), 현금영수증 사업, 오프라인VAN등 다양한 사업에 진출했으며, 2006년 코스닥 시장에 우회상장했다. 2016년 'NHN 한국사이버결제'로 상호 변경에 이어 2023년 'NHN KCP'로 재변경했다.

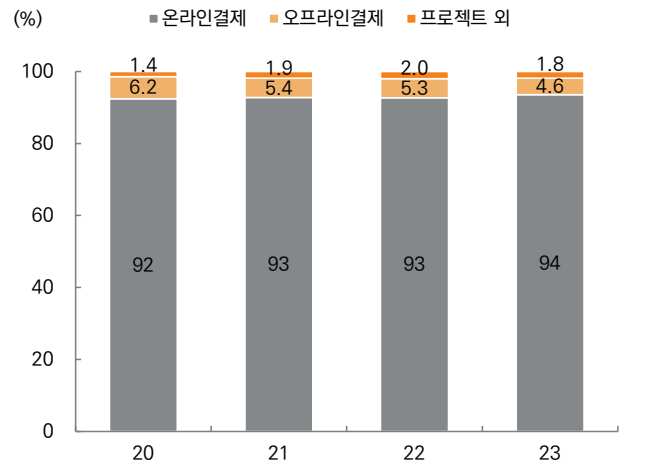
주요 사업 부문은 온라인 결제, 오프라인 결제(오프라인 VAN), 프로젝트 사업이다. 2023년 기준 매출 비중 각각 94%, 5%, 2%로 현재까지 온라인 결제 부문이 절대적 비중 차지한다.

그림 7. 매출액 및 YoY 성장률



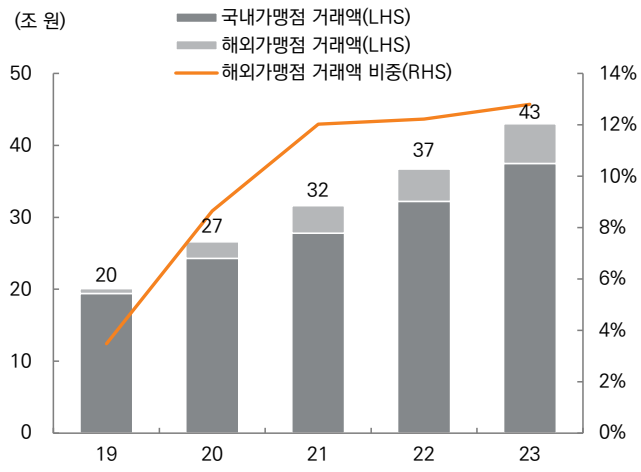
자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 매출액 사업부문별 비중



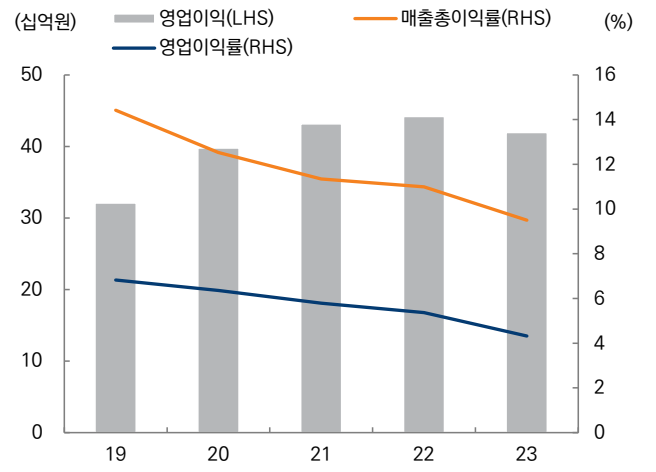
자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 가맹점별 거래대금 규모 및 비중



자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 매출총이익률 및 영업이익률



자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

NHN한국사이버결제 (060250)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	**972**	**1,099**	**1,214**	**1,356**
매출원가	**880**	**1,003**	**1,111**	**1,244**
매출총이익	**92**	**96**	**103**	**112**
판매비와관리비	**50**	**53**	**57**	**63**
조정영업이익	**42**	**42**	**45**	**49**
영업이익	**42**	**42**	**45**	**49**
비영업손익	**4**	**5**	**7**	**8**
금융손익	4	5	6	7
관계기업등 투자손익	1	0	0	0
세전계속사업손익	46	47	52	57
계속사업법인세비용	10	12	13	14
계속사업이익	35	35	39	43
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**35**	**35**	**39**	**43**
지배주주	35	35	40	43
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	**33**	**35**	**39**	**43**
지배주주	33	35	40	43
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	47	47	49	52
FCF	63	97	70	77
EBITDA 마진율 (%)	4.8	4.3	4.0	3.8
영업이익률 (%)	4.3	3.8	3.7	3.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	3.6	3.2	3.3	3.2

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	**430**	**496**	**564**	**641**
현금 및 현금성자산	255	336	391	452
매출채권 및 기타채권	20	33	36	40
재고자산	5	6	6	7
기타유동자산	150	121	131	142
비유동자산	**92**	**91**	**91**	**92**
관계기업투자등	21	24	27	30
유형자산	28	25	22	20
무형자산	6	6	5	5
자산총계	**522**	**588**	**655**	**733**
유동부채	**294**	**332**	**367**	**410**
매입채무 및 기타채무	283	320	353	395
단기금융부채	1	1	1	1
기타유동부채	10	11	13	14
비유동부채	**4**	**5**	**5**	**5**
장기금융부채	1	1	1	1
기타비유동부채	3	4	4	4
부채총계	**298**	**337**	**372**	**416**
지배주주지분	**224**	**251**	**282**	**317**
자본금	20	20	20	20
자본잉여금	40	40	40	40
이익잉여금	208	235	267	302
비지배주주지분	**0**	**0**	**0**	**0**
자본총계	**224**	**251**	**282**	**317**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	**63**	**97**	**70**	**77**
당기순이익	35	35	39	43
비현금수익비용가감	16	11	10	10
유형자산감가상각비	4	4	3	2
무형자산상각비	1	1	0	0
기타	11	6	7	8
영업활동으로인한자산및부채의변동	20	58	27	32
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	0	-2	-2	-2
재고자산 감소(증가)	3	-1	-1	-1
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	1	1	1
법인세납부	-11	-12	-13	-14
투자활동으로 인한 현금흐름	**-12**	**-5**	**-5**	**-6**
유형자산처분(취득)	-1	0	0	0
무형자산감소(증가)	1	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	2	-5	-5	-6
기타투자활동	-14	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	**-8**	**-8**	**-8**	**-8**
장단기금융부채의 증가(감소)	2	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-8	-8	-8	-8
기타재무활동	-2	0	0	0
현금의 증가	**44**	**81**	**55**	**61**
기초현금	211	255	336	391
기말현금	255	336	391	452

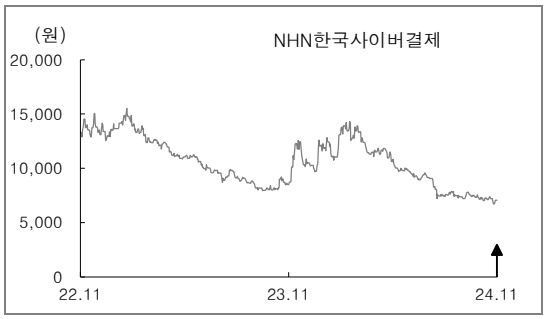
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	11.7	8.2	7.2	6.6
P/CF (x)	8.1	6.2	5.7	5.4
P/B (x)	1.6	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA (x)	2.7	-	-	-
EPS (원)	879	865	984	1,072
CFPS (원)	1,265	1,148	1,236	1,313
BPS (원)	6,578	7,251	8,042	8,921
DPS (원)	200	200	200	200
배당성향 (%)	22.0	22.3	19.6	18.0
배당수익률 (%)	1.9	2.8	2.8	2.8
매출액증가율 (%)	18.1	13.0	10.5	11.7
EBITDA증가율 (%)	-4.5	-0.9	4.6	6.4
조정영업이익증가율 (%)	-5.1	1.2	6.8	8.2
EPS증가율 (%)	1.0	-1.6	13.8	9.0
매출채권 회전율 (회)	73.0	77.9	77.1	77.5
재고자산 회전율 (회)	169.4	210.3	208.1	209.2
매입채무 회전율 (회)	134.6	139.3	138.2	139.2
ROA (%)	7.1	6.2	6.3	6.2
ROE (%)	16.7	14.7	14.8	14.4
ROIC (%)	-29.3	-20.8	-17.4	-16.2
부채비율 (%)	133.4	134.5	131.9	131.0
유동비율 (%)	146.2	149.3	153.4	156.3
순차입금/자기자본 (%)	-128.6	-153.2	-156.9	-160.2
조정영업이익/금융비용 (x)	593.3	301.7	308.9	320.0

자료: NHN KCP, 미래에셋증권 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
NHN한국사이버결제 (060250)				
2024.11.18	매수	10,000	-	-



* 괴리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업		산업	
매수	: 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy	: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립	: 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도	: 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상		

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(━), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
82.38%	10.23%	7.39%	0%

* 2024년 09월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.