

KG이니시스 (035600/Not Rated)

바겐세일 종료 임박!

국내 신용카드 PG(Payment Gateway) 1위업체

KG이니시스는 국내 신용카드 PG시장 점유율 1위(35.7%)의 전자지급결제대행업체이다. 동사는 신용카드 PG시장 선도업체로 카드사와의 관계에서 온라인쇼핑몰들의 대표 가맹점 역할을 하고 있다.

KG이니시스의 경우 대규모 가맹점 보유로 카드사를 상대로 수수료협상력이 증대되고 있어, 매출원가율이 감소하는 추세이다. 또한, 매출액 증가율과 비교해 판관비 등 고정비 지출 증가율이 낮아 영업레버리지 효과가 발생하면서 최근 규모의 경제가 이뤄지고 있다.

온라인결제(PC기반 인터넷+모바일) 시장 성장 지속되면서 실적 성장

신용카드PG시장은 향후에도 성장세가 지속될 것으로 판단된다. 1) PC기반의 인터넷결제 시장의 안정적인 성장이 지속될 것으로 보이고, 2) 스마트폰 기반의 모바일 결제시장이 향후 급속히 커질 것으로 예상되기 때문이다. 모바일 결제시장의 경우 구매자들의 보안에 대한 우려가 존재하지만 과거 PC기반의 인터넷결제시장에서 보안 신뢰가 쌓인 후 거래대금의 증가가 나타났던 것과 같은 순서로 시장이 성장할 것으로 판단된다.

정산과정에서 발생하는 예수금 이자수익 + 관계회사 지분법이익 발생

KG이니시스는 예수금을 단기금융상품에 투자해 안정적인 이자수익을 발생시키고 있다. 과거 영업외수익으로 집계되던 예수금 이자수익은 K-IFRS로 회계기준이 바뀌면서 기타수익으로 계상되어 영업이익에 포함되고 있다. KG이니시스는 KG모빌리언스, 이데미리, 브이피(VAN업체) 등의 관계회사 지분을 보유하고 있으며, 이들 회사를 통해 유입되는 지분법이익 규모는 2012년 66억원 수준으로 전망된다.

동종업체 대비 저평가된 밸류에이션 매력

KG이니시스의 2012년 매출액은 2,271억원(YoY 26.1%), 영업이익 234억원(YoY 55.9%), 순이익 235억원(YoY 94.2%)을 기록할 것으로 전망된다.

2012년 실적기준으로 KG이니시스의 P/E는 7.6배 수준이다. 동종업체인 한국사이버결제(시장 M/S 3위)가 2012년 실적 컨센서스 기준으로 P/E 11배 수준에서 거래되고 있는 것과 비교해 상당히 저평가되어 있는 것으로 판단되며 PG시장 1위업체의 프리미엄까지 감안한다면 향후 주가 상승이 기대된다.

Earnings & Valuation Metrics

결산기	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	영업이익률 (%)	순이익 (억원)	EPS (원)	EBITDA (억원)	FCF (억원)	ROE (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)
12/10	1,599	128	8.0	72	562	110	79	11.7	14.2	1.6	-0.4
12/11	1,801	150	8.3	121	773	142	133	13.5	9.4	1.6	4.3
12/12F	2,271	234	10.3	235	924	234	174	18.5	7.6	1.3	1.9
12/13F	2,864	309	10.8	312	1,228	324	242	20.3	5.7	1.1	0.5
12/14F	3,611	425	11.8	413	1,623	444	333	22.0	4.3	0.9	-0.5

주: K-IFRS 개별 기준, 순이익은 지배주주 귀속순이익

자료: KG이니시스, KDB대우증권

추연환

02-768-3002

yeonhwan.choo@dwsec.com

Trading Data & Share Price

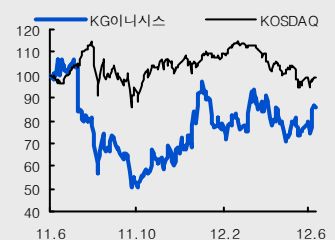
현재주가(12/06/13, 원)	6,990
EPS 성장률(12F, %)	19.6
MKT EPS 성장률(12F, %)	19.4
P/E(12F, x)	7.6
MKT P/E(12F, x)	9.3
KOSDAQ	471.97
시가총액(십억원)	178
발행주식수(백만주)	25
60D 일평균 거래량(천주)	289
60D 일평균 거래대금(십억원)	2
배당수익률(12F, %)	1.5
유동주식비율(%)	52.6
52주 최저가(원)	3,930
52주 최고가(원)	9,000
베타(12M, 일간수익률)	1.1
주가변동성(12M daily, %, SD)	3.8
외국인 보유비중(%)	15.3

주요주주

KG케미칼 외 5인(44.77%)

엔브이에퀴티펀드1 호사모투자전문회사(20.97%)

주식상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	9.3	23.6	-14.2
상대주가	12.5	25.9	-4.8



■ 국내 신용카드 PG(Payment Gateway) 1위업체

가맹점과 금융기관의
가교역할

KG이니스는 신용카드 PG시장 점유율 1위(35.7%)의 전자지급결제대행업체이다. PG(Payment Gateway)란 인터넷쇼핑몰 등의 전자상거래에서 구매자로부터 대금을 받아 가맹점(판매자)에게 최종적으로 지급될 수 있도록 지급결제정보를 송수신하고 정산업무를 대행하는 것을 의미한다. 동사는 신용카드 PG시장 선도업체로 카드사와의 관계에서 온라인쇼핑몰들의 대표 가맹점 역할을 하고 있다.

현재 KG이니스의 등록 가맹점 수는 80,000여 업체로 NBP, 오버추어, 구글, 야후, 넥슨, 엔씨소프트 등을 주요 고객사로 보유하고 있다.

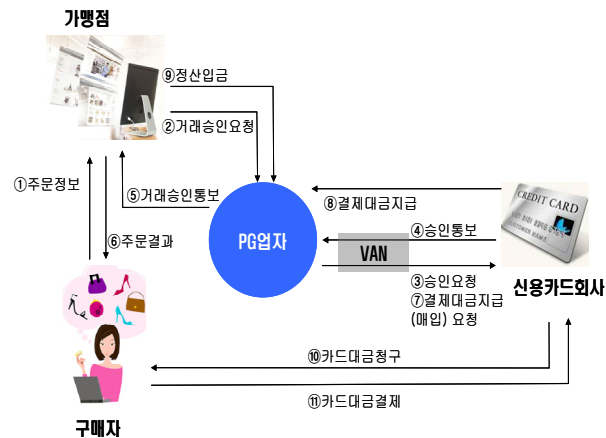
매출액 =
카드사수수료+PG수수료

PG업체의 매출액은 카드사 수수료와 PG수수료의 합이며 매출원가는 카드사 수수료, 매출총이익은 PG수수료로 구성된다. 신용카드사가 거래금액에서 카드사 수수료를 제한 금액을 PG사로 보내면 PG사에서 PG수수료를 제한 나머지 거래금액을 온라인쇼핑몰에 지급하는 구조이다.

대규모 가맹점 보유로
수수료협상력 증대

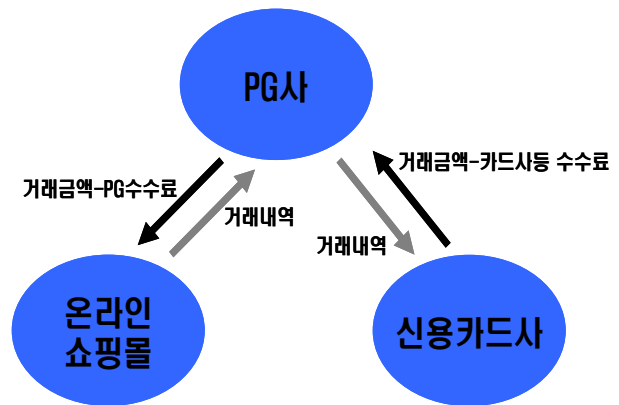
KG이니스의 경우 대규모 가맹점 보유로 카드사를 상대로 수수료협상력이 증대되고 있어, 매출원가율이 감소(2007년 82.0%, 2009년 80.2%, 2011년 76.9%)하는 추세이다. 또한, 매출액 증가율과 비교해 판관비 등 고정비 지출 증가율이 낮아 영업레버리지 효과가 발생하면서 최근 규모의 경제가 이뤄지고 있다.

그림 1. 신용카드 PG 이용시 업무처리절차



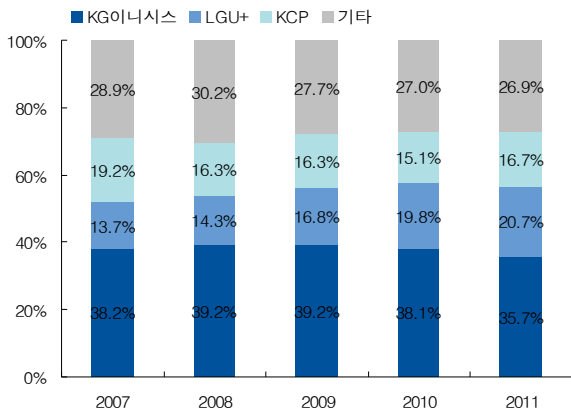
자료: 한국은행 '전자금융총람', KDB대우증권

그림 2. KG이니스 수익모델



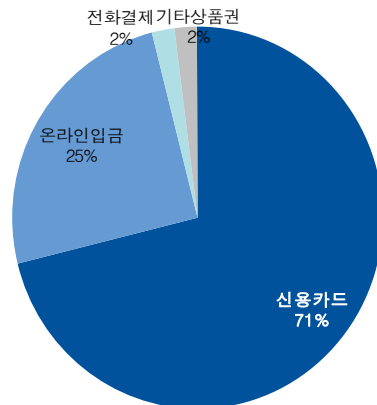
자료: KG이니스, KDB대우증권

그림 3 신용카드 PG시장 점유율



자료: KG이니스, KDB대우증권

그림 4. KG이니스 지불수단별 비중(거래금액, 2011년 기준)



자료: KG이니스, KDB대우증권

■ PC 기반 인터넷 결제시장 및 스마트폰 기반 모바일 결제시장 성장

PC 및 인터넷 보급 이후
보안 신뢰문제로
인터넷쇼핑, 인터넷결제는
시차를 두고 성장

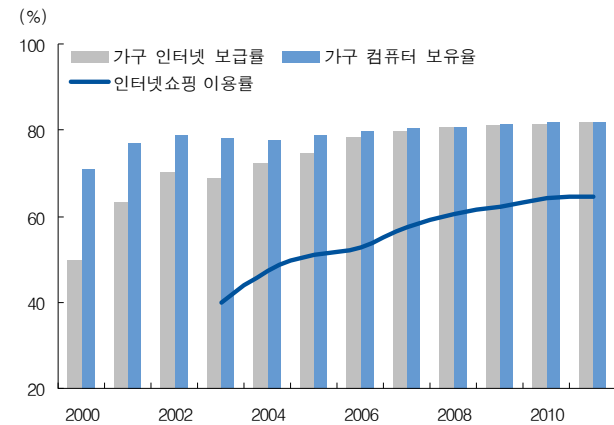
신용카드PG시장은 향후에도 성장세가 지속될 것으로 판단된다. 1) PC기반의 인터넷결제 시장의 안정적인 성장이 지속될 것으로 보이고, 2) 스마트폰 기반의 모바일 결제시장이 향후 급속히 커질 것으로 예상되기 때문이다.

PC기반의 인터넷결제 시장은 ① 국내 PC 및 인터넷 보급률 증가 → ② 인터넷쇼핑 이용률 증가 → ③ 인터넷결제 시장 확대의 순서로 성장해왔다. PC와 인터넷 보급률은 성숙단계이지만 인터넷쇼핑 이용률은 증가세가 지속될 것으로 보인다. 1) 시간이 지나면서 온라인쇼핑에 익숙한 세대의 인구비중이 증가하고 있고, 2) 기존에 Off-Line 결제 영역에 있던 학원, 교육, 할인마트, 프랜차이즈업체 등이 On-Line으로 영역을 확대하고 있기 때문이다.

모바일 결제시장, 스마트폰
보급 이후 보안 신뢰 쌓고
크게 성장할 것으로 판단

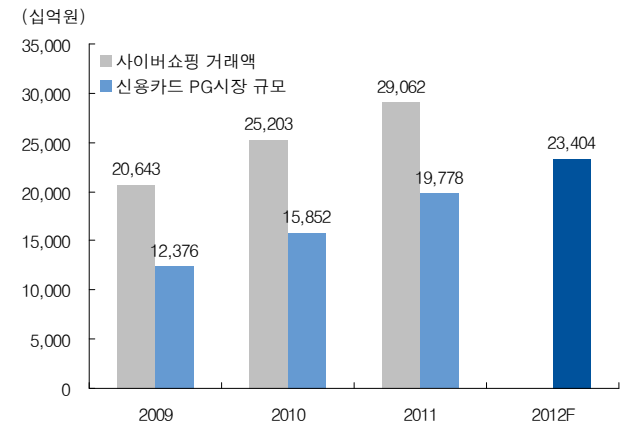
모바일 결제시장은 거래액 규모 면에서 현재 미미한 수준이지만 향후 높은 성장성이 기대된다. 모바일 결제시장 확대의 선결조건인 하드웨어 인프라(스마트폰)가 급속도로 확대되면서 스마트폰을 통한 인터넷 쇼핑이 성장기 초입에 진입한 것으로 판단된다. 한국인터넷진흥원의 ‘2011년 스마트폰이용실태조사’에 따르면 인터넷쇼핑기기로 스마트폰을 이용한다는 응답률이 2010년 7.9%에서 2011년 14.6%로 증가했다.

그림 5. 인터넷 및 컴퓨터 보급률(보유율) / 인터넷쇼핑 이용률 추이



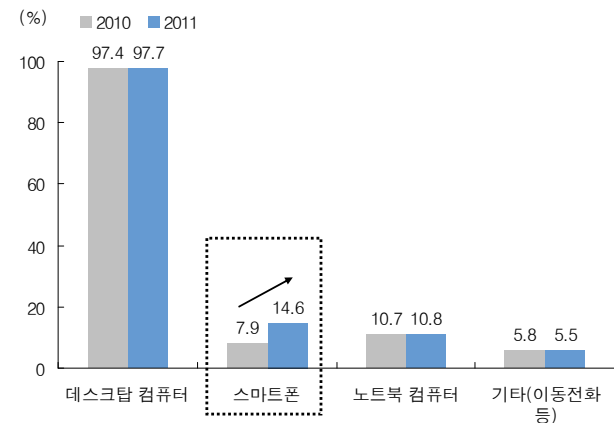
자료: 한국인터넷진흥원 '인터넷이용실태조사', KDB대우증권

그림 6. 신용카드 PG시장 규모



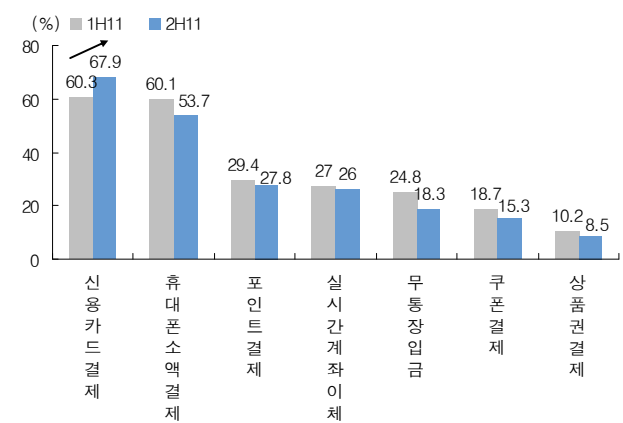
자료: KG이니시스, KDB대우증권
주: 2012년 신용카드PG시장 규모는 KG이니시스 추정치

그림 7 인터넷쇼핑 이용기기(중복응답)



자료: 한국인터넷진흥원 '스마트폰이용실태조사', KDB대우증권

그림 8. 스마트폰 통한 모바일쇼핑 결제수단(중복응답)



자료: 한국인터넷진흥원 '스마트폰이용실태조사', KDB대우증권

■ 정산과정에서 발생하는 예수금 이자수익 + 관계회사 지분법이익 발생

예수금 + 자체보유현금 통한 금융수익 기대

KG이니시스는 2012년 1분기말 현재 무차입 경영을 실현하고 있다. 재무제표상에 나타나는 유동부채 893억원의 대부분은 신용카드 PG 사업의 정산 과정에서 발생하는 예수금이다.

KG이니시스의 예수금은 신용카드사로부터 지급받은 거래대금을 가맹점에 지급하기 전 3~4일 동안 동사에서 보관하는 자금이다. KG이니시스는 예수금을 단기금융상품에 투자해 안정적인 이자수익을 발생시키고 있다. 과거 영업외수익으로 집계되던 예수금 이자수익은 K-IFRS로 회계기준이 바뀌면서 기타수익으로 계상되어 영업이익에 포함되고 있다.

KG이니시스의 거래대금이 지속적으로 증가하면서 예수금과 이자수익 규모 역시 커지고 있다. 동사는 2011년 연간 26.3억원, 2012년 1분기 14.1억원의 기타이익이 발생했다.

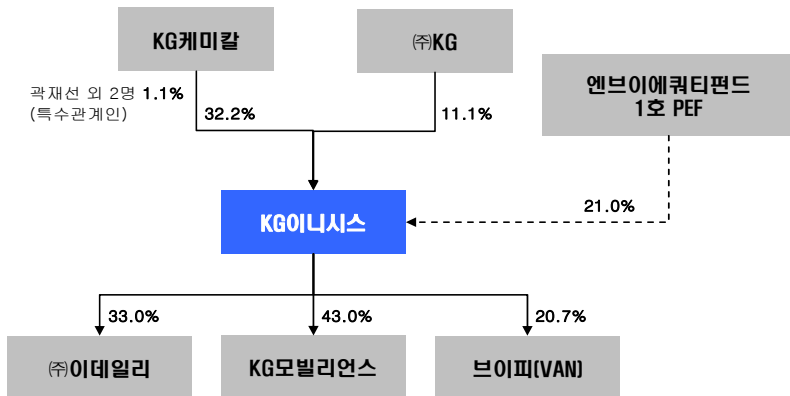
KG이니시스는 예수금 외에 자체적으로 보유하고 있는 현금성자산에서도 금융수익이 발생하고 있다. 동사는 2011년 연간 10.5억원, 2012년 1분기에는 2.7억원의 금융수익이 발생했으며 이익잉여금이 현금성자산으로 누적되면서 금융수익으로 발생하는 영업외수익도 증가할 것으로 판단된다.

관계회사 지분법이익 순이익 증가에 기여

KG이니시스는 KG모빌리언스, 이데일리, 브이피(VAN업체) 등의 관계회사 지분을 보유하고 있으며, 이들 회사를 통해 유입되는 지분법이익도 상당한 수준이다. 2012년 1Q에 유입된 지분법이익은 26억원으로 주로 KG모빌리언스의 이익이 반영되었다. KG모빌리언스의 1Q 순이익 중 상당부분이 배당이익에 의한 일회성 요인이 있었다는 점을 감안해도 2012년 연간 66억원(KG모빌리언스 40억원, 브이피 12억원, 이데일리 14억원) 수준의 지분법이익이 기대된다.

KG이니시스 관계회사들의 2012년 순이익은 2011년 순이익과 동일하다고 가정해 지분법이익을 추정했기 때문에 연간 66억원의 지분법이익은 다소 보수적인 전망으로 판단된다.

그림 9. KG이니시스 관계사 현황



자료: KG이니시스, KDB대우증권

■ 동종업체 대비 저평가된 밸류에이션 매력

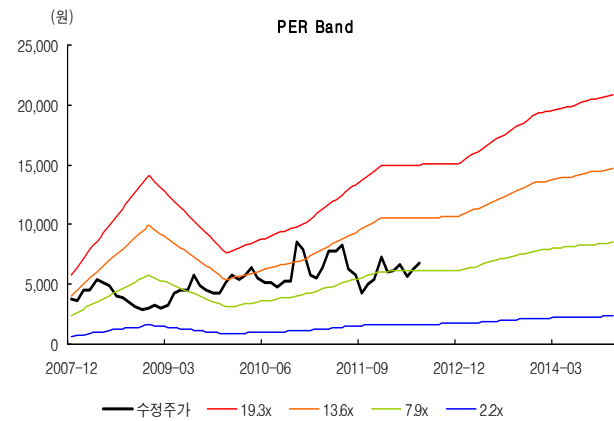
2012년 실적기준 P/E 7.6배
동종업체 대비 저평가

KG이니스의 2012년 매출액은 2,271억원(YoY 26.1%), 영업이익 234억원(YoY 55.9%), 순이익 235억원(YoY 94.2%)을 기록할 것으로 전망된다. 동사 실적 성장 근거는 1) PC기반의 인터넷결제 시장 성장 지속과 2) 스마트폰 보급 이후 모바일결제 시장 성장에 대한 기대, 3) 매출액 증가에 따른 규모의 경제 효과로 이익률 개선이 예상되는 점 등이다.

KG이니스는 2011년 KG케미칼에 인수되면서 주가가 큰 조정을 받았다. 당시 경쟁상대였던 BC카드로의 인수가 사업연관성이나 시너지 면에서 더 좋았을 것이란 의견이 많았기 때문에 KG그룹으로의 인수에 대한 실망감이 주가에 반영된 것으로 추정된다. 그러나 2012년 1분기 호실적을 통해 KG이니스는 2011년 KG그룹으로의 인수에 대한 시장의 우려를 불식시킨 것으로 판단된다.

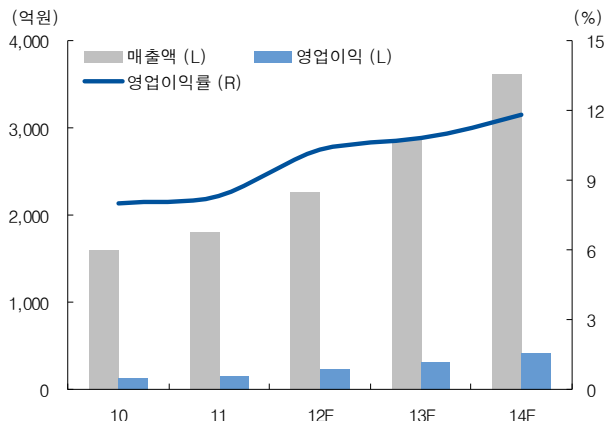
2012년 실적기준으로 KG이니스의 P/E는 7.6배 수준이다. 동종업체인 한국사이버결제(시장 M/S 3위)가 2012년 실적 컨센서스 기준으로 P/E 11배 수준에서 거래되고 있는 것과 비교해 상당히 저평가되어 있는 것으로 판단되며 PG시장 1위업체의 프리미엄까지 감안한다면 향후 주가 상승이 기대된다.

그림 11. PER 밴드 추이



자료: KG이니스, KDB대우증권

그림 12. 매출액 / 영업이익 추이 및 전망



자료: KG이니스, KDB대우증권

▶ Compliance Notice

- 당사는 자료작성일 현재 해당 회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인함. 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없음을 확인함. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인함.
- 본 조사분석자료는 당시의 Retail투자전략부가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

KG이니스 (035600)

예상 포괄손익계산서 (요약)				
(억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
매출액	1,801	2,271	2,864	3,611
매출원가	1,386	1,726	2,148	2,672
매출총이익	415	545	716	939
판매비와관리비	282	323	407	514
조정영업이익	133	222	309	425
영업이익	150	234	309	425
비영업손익	23	78	90	102
순금융비용	-30	-15	-20	-25
관계기업등 투자손익	0	66	73	80
세전계속사업손익	156	300	399	528
계속사업법인세비용	-35	-65	-87	-115
계속사업이익	121	235	312	413
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	121	235	312	413
지배주주	121	235	312	413
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	122	236	313	413
지배주주	122	236	313	413
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	142	234	324	444
FCF	133	174	242	333
EBITDA마진율 (%)	7.9	10.3	11.3	12.3
영업이익률 (%)	8.3	10.3	10.8	11.8
지배주주귀속 순이익률 (%)	6.7	10.4	10.9	11.4

예상 재무상태표 (요약)				
(억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
유동자산	1,444	1,509	1,807	2,207
현금 및 현금성자산	626	665	815	1,041
매출채권 및 기타채권	68	83	101	125
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	108	91	91	91
비유동자산	602	985	980	976
관계기업투자등	460	770	770	770
유형자산	64	62	60	58
무형자산	43	48	46	44
자산총계	2,045	2,494	2,787	3,183
유동부채	893	1,098	1,102	1,107
매입채무 및 기타채무	20	24	28	33
단기금융부채	0	0	0	0
기타유동부채	873	1,074	1,074	1,074
비유동부채	4	4	5	7
장기금융부채	0	0	0	0
기타비유동부채	0	0	0	0
부채총계	897	1,102	1,107	1,114
지배주주지분	1,148	1,392	1,680	2,068
자본금	127	127	127	127
자본잉여금	392	392	392	392
이익잉여금	653	904	1,192	1,580
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	1,148	1,392	1,680	2,068

예상 현금흐름표 (요약)				
(억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
영업활동으로 인한 현금흐름	-141	395	222	311
당기순이익	156	253	312	413
비현금수익비용가감	-5	-14	11	31
유형자산감가상각비	8	10	13	16
무형자산상각비	1	2	2	3
기타	16	15	8	8
영업활동으로인한자산및부채의변동	-295	202	-15	-19
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-3	-15	-19	-24
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	2	25	4	5
법인세납부	-29	-50	-87	-115
투자활동으로 인한 현금흐름	-245	-284	-48	-60
유형자산처분(취득)	-3	-4	-11	-14
무형자산감소(증가)	-21	-7	0	-1
장단기금융자산의 감소(증가)	-222	-133	-130	-150
기타투자활동	2	-139	93	105
재무활동으로 인한 현금흐름	252	-67	-25	-25
장단기금융부채의 증가(감소)	-118	-43	0	0
자본의 증가(감소)	370	0	0	0
배당금의 지급	0	-25	-25	-25
기타재무활동	0	0	0	0
현금의증가	-165	40	149	226
기초현금	791	626	665	815
기말현금	626	665	815	1,041

예상 주당가치 및 valuation (요약)				
	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
P/E (x)	9.4	7.6	5.7	4.3
P/CF (x)	8.7	7.2	5.4	4.1
P/B (x)	1.6	1.3	1.1	0.9
EV/EBITDA (x)	4.3	1.9	0.5	-0.5
EPS (원)	773	924	1,228	1,623
CFPS (원)	833	971	1,286	1,698
BPS (원)	4,514	5,473	6,605	8,133
DPS (원)	100	100	100	100
배당성향 (%)	20.4	10.5	7.9	6.0
배당수익률 (%)	1.4	1.4	1.4	1.4
매출액증가율 (%)	12.7	26.1	26.1	26.1
EBITDA증가율 (%)	29.5	64.3	38.3	37.3
영업이익증가율 (%)	17.5	55.9	32.1	37.8
EPS증가율 (%)	37.6	19.6	32.8	32.2
매출채권 회전을 (회)	31.3	35.1	35.1	35.1
재고자산 회전을 (회)				
매입채무 회전을 (회)				
ROA (%)	6.2	10.4	11.8	13.8
ROE (%)	13.5	18.5	20.3	22.0
ROIC (%)	-16.9	-22.9	-28.2	-39.6
부채비율 (%)	78.2	79.2	65.9	53.9
유동비율 (%)	161.6	137.4	164.0	199.3
순차입금/자기자본 (%)	-108.0	-96.0	-96.1	-96.2
영업이익/금융비용 (x)	97.5			

자료: KG이니스, KDB대우증권