

성장에 성장을 더하다

BUY(Initiate)

목표주가	28,000 원		
현재주가	20,600 원		
목표수익률	35.9%		
Key Data	2018년 02월 23일		
산업분류	IT S/W & SVC		
KOSDAQ (pt)	874.78		
시가총액 (억원)	5,648.91		
발행주식수 (백만주)	28		
외국인 지분율 (%)	9.9		
52 주 고가 (원)	22,850		
저가 (원)	10,800		
60 일 일평균거래대금 (십억원)	12.0		
주요주주	(%)		
KG케미칼 외 6인	41.0		
엔에이치엔페이코	4.8		
주가상승률 (%)	1M	6M	12M
절대주가	-11.38	62.00	78.41
상대주가	-9.39	19.21	25.97

Relative Performance



LEADING RESEARCH

Analyst 서형석

hsseo@leading.co.kr
+822-2009-7086

Analyst 정태원

twchung@leading.co.kr
+822-2009-77087086

Valuation Forecast

구분	단위	2014	2015	2016	*2017A	2018F
매출액	억원	5,478	6,969	7,010	7,594	8,591
영업이익	억원	398	200	295	553	860
세전이익	억원	358	147	222	524	828
순이익	억원	257	34	136	59	572
지배순이익	억원	177	-9	81	41	505
PER	배	25.99	-	39.75	122.30	11.16
PBR	배	2.72	2.78	1.82	2.78	2.53
EV/EBITDA	배	9.57	18.62	9.67	6.56	5.03

투자의견 및 목표주가 : BUY & 28,000원

투자의견 '매수(BUY)' 및 목표주가 28,000 원을 제시하며, 커버리지를 개시. 목표주가 28,000 원은 12M Fwd BPS 7,987 원에 Target PBR 3.5 배를 적용. Target Valuation 은 동사의 과거 PBR Band 상단.

PG 시장 성장 및 자체 PG 사의 대표 PG 시장 유입에 따른 동사의 실적 모멘텀 강화 예상. 또한 부실자회사 매각 이후 수익성 훼손 가능성이 낮아져 이익 가시성 강화. 이에 과거 Valuation Multiple 상단 적용이 합리적이라는 판단.

실적전망 및 투자포인트

동사의 '18년 실적은 매출액 8,591 억원(YoY+13.1%), 영업이익 860 억원(YoY+55.6%), 당기순이익 572 억원(YoY+869.5%) 전망. 이는 PG 시장 외형성장 및 KG 로지스 매각에 따른 수익성 개선에 기인.

1) 국내 PG 시장은 CAGR 19.1% 성장하는 시장. '18년 국내 모바일쇼핑 고성장에 따라 PG 시장 성장세 지속될 것으로 전망. 국내 1 위 PG 사업자인 동사의 수혜 전망.

2) 신용카드 결제, 휴대폰 결제 등 21 개 결제수단을 보유. RM(Risk Management) 등 고객에 유용한 서비스 제공. 이에 자체 PG 시장에서 대표 PG 시장(주요 3 사 PG 시장)으로 유입되는 고객을 확보하며 시장 성장률 이상 성장 전망.

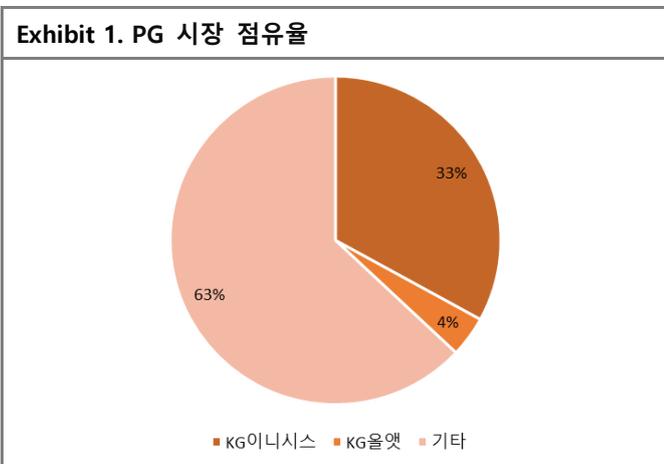
3) KG 로지스 매각으로 부실자회사의 영업적자에 따른 연결실적 악화 우려 해소. '18년 동사의 당기순이익률은 6.7% 로 전년동기 대비 5.9%p 상승할 것으로 추정.

투자포인트 1. PG(Payment Gateway) 시장 고성장 수혜

통계청 발표에 따르면 '17년 국내 PG(Payment Gateway) 시장규모는 77.5 조원(YoY+19.4%)으로 추정된다. '13년 이후 CAGR 19.1% 성장한 시장이다. 동사는 자회사 KG 올렛(시장점유율 4%)을 포함하면 '17년말 기준 국내 시장점유율 37%로 국내 1위 사업자이다. PG 시장 고성장에 따라 국내 시장점유율 1위 기업인 동사의 수혜가 기대된다.

이러한 PG 시장의 높은 성장세는 국내 모바일 쇼핑 시장 고성장에 기인한다. '18년 모바일 쇼핑 시장 규모는 51.6 조원(YoY+20.0%)으로 예상된다. 모바일 쇼핑 시장은 향후 5년간 연평균 19.0% 성장할 것으로 분석된다.

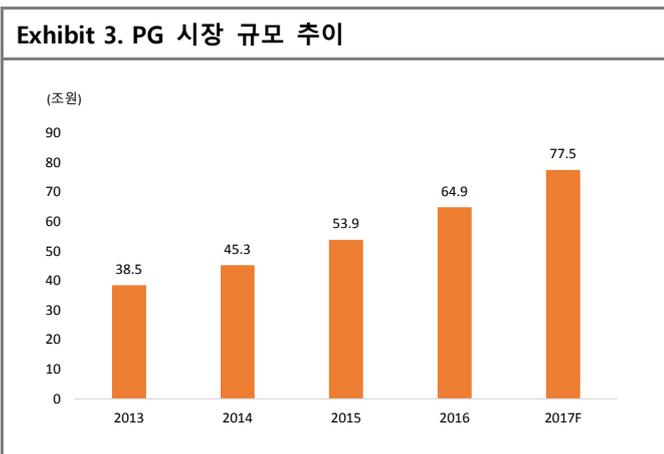
국내 모바일 쇼핑 시장규모는 '16년부터 PC 쇼핑 시장규모를 넘어섰다. 한국온라인쇼핑협회에 따르면 '17년 PC 쇼핑 시장규모가 32 조원(YoY+6.6%)인 반면 모바일 쇼핑시장이 43 조원(YoY+29.9%)을 기록하였다.



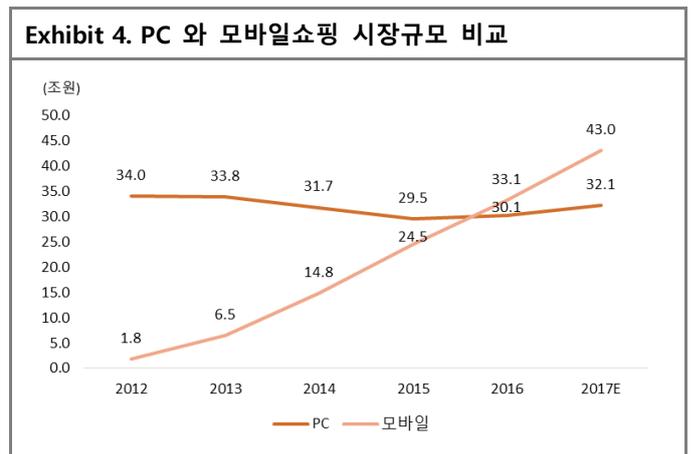
Source: 통계청, Leading Research Center



Source: Company Data, Leading Research Center



Source: Company Data, Leading Research Center

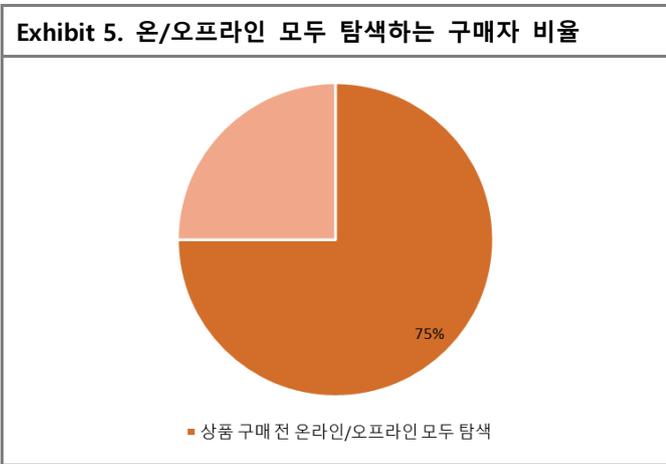


Source: 한국온라인쇼핑협회, Leading Research Center

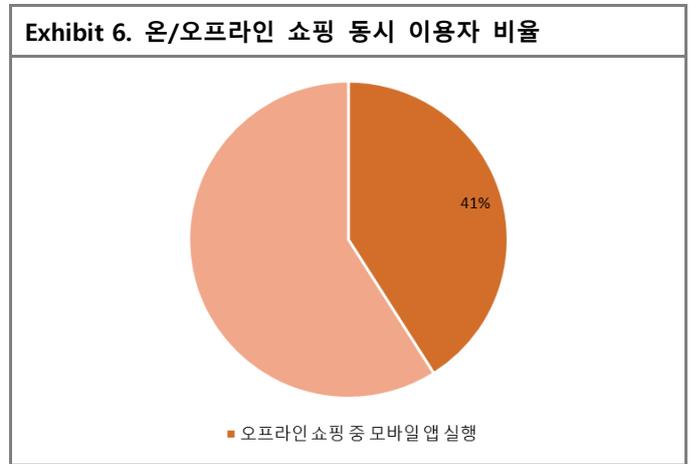
모바일 쇼핑시장 고성장의 원인은 장소에 구애 받지 않고 편리하게 이용할 수 있다는 장점 때문이다. '17년 기준 국내 스마트폰 보급률은 71.5%로 세계 4위이다. 스마트폰만 있으면 오프라인 매장을 찾거나 PC 앞에 앉아 인터넷을 실행시키지 않아도 어디서나 스마트폰으로 쇼핑이 가능해진 것이다.

Smart Insights 자료에 의하면 모바일 쇼핑 이용자의 약 75%가 상품 구매 전 온라인과 오프라인 쇼핑물을 모두 탐색하고 약 41%가 오프라인 매장에서 쇼핑을 하면서 모바일 쇼핑을 동시에 사용하는 것으로 나타났다. 저렴한 온라인 쇼핑의 장점 때문에 오프라인 쇼핑을 하면서 온라인으로 결제를 하는 것이다.

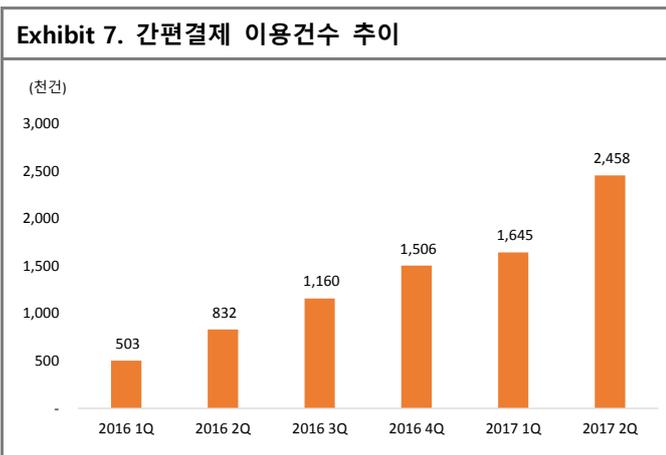
간편결제시장 확대에 따라 모바일 결제가 간편해지는 것도 국내 모바일 쇼핑시장 성장에 긍정적인 요인이다. 한국은행의 '신종 전자지급서비스 이용현황' 자료에 따르면 국내 간편결제 일 평균 이용건수는 '17년 2분기 약 246만건(YoY+195.8%, QoQ+49.4%)으로 매 분기 고성장 중이다. 일 평균 이용금액은 '17년 2분기 842억원(YoY+231.8%, QoQ+35.3%)이었다.



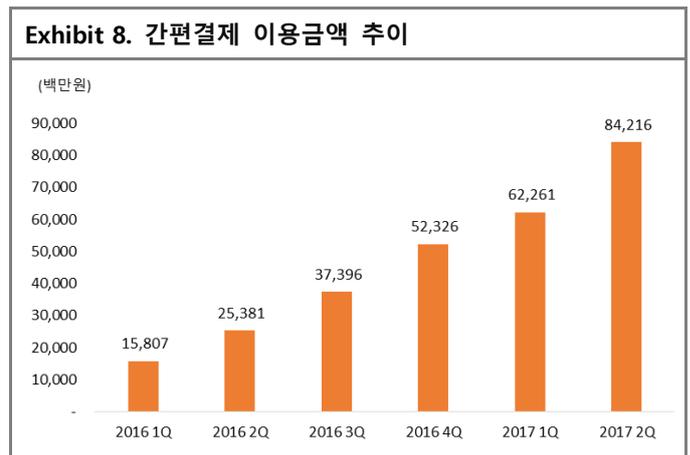
Source: Smart Insights, Leading Research Center



Source: Smart Insights, Leading Research Center



Source: 한국은행, Leading Research Center



Source: 한국은행, Leading Research Center

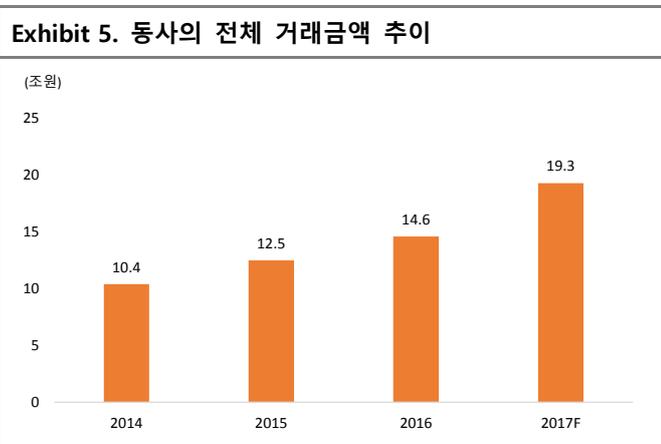
투자포인트 2. 대표 PG 시장으로 고객유입에 따른 성장 전망

'16 년 기준 전체 PG 시장규모 64.9 조원 중 68.1% 인 44.2 조원이 국내 주요 3 개 PG 社(KG 이니시스, LGU+, NHN 한국사이버결제) 가 차지하는 대표 PG 시장이다. 나머지 31.9% 인 20.7 조원 시장이 대형 홈쇼핑 및 소셜커머스 업체들이 자체적으로 PG 사업을 영위하는 자체 PG 시장이다.

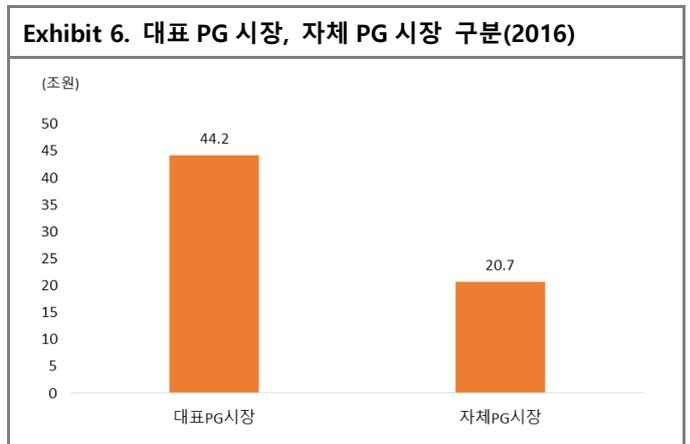
'17 년 국내 PG 시장은 77.5 조원으로 전년동기대비 19.4% 성장한 것으로 추정된다. 반면 동사의 전체 거래금액은 19.3 조원으로 전년동기대비 32.2% 성장하며 시장 성장률을 상회하였다. 이는 자체 PG 시장에서 대표 PG 시장으로 유입되는 고객이 증가하는 추세에 기인한 것이며 올해에도 이러한 추세가 지속될 전망이다.

대표 PG 시장의 성장 이유는 첫째, 다양한 결제수단을 제공하기 때문이다. 자체적으로 PG 사업을 영위하는 경우 신용카드 외 다양한 결제수단 제공에 한계가 있다. 반면 동사는 21 개 결제 수단을 제공하여 고객 이탈 가능성이 상대적으로 낮은 장점이 있다. 이러한 장점으로 인해 최근 대형 홈쇼핑 업체와 소셜커머스 업체 등이 대표시장으로 유입되며 동사의 실적을 견인하고 있다.

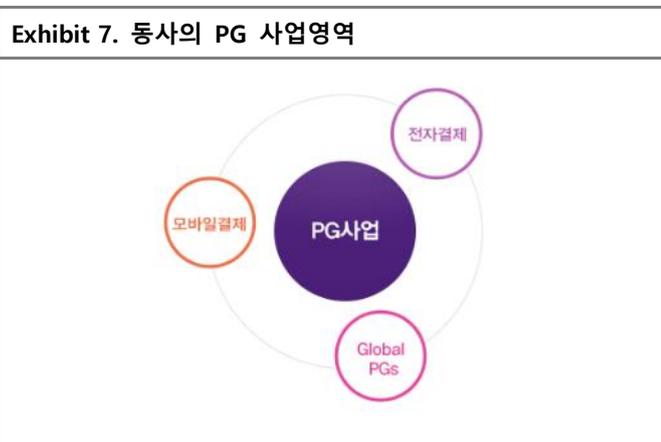
둘째, 리스크 관리 능력이다. 동사는 RM(Risk Management) 등 고객사에 유용한 서비스를 제공한다. 이용자들이 온라인 쇼핑몰에서 물품을 구매하면 대금은 카드사 또는 이동통신사로 지불된다. 수수료를 제한 금액이 PG 사로 정산되고 PG 사는 수수료를 차감한 금액을 해당 쇼핑몰에 지급한다. RM 은 위와 같은 거래 과정에서 발생하는 금융사고에 대한 위험관리 서비스를 말한다. 최근 공인인증서 폐지 및 소셜커머스 업체의 결제사고 등에 기인하여 리스크 관리 중요성이 부각되고 있어 대표시장으로 유입되는 고객이 점차 늘어날 전망이다.



Source: Company Data, Leading Research Center



Source: Company Data, Leading Research Center



Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 8. 동사의 주요 가맹점

인터파크	adidas	Starbucks	GS SHOP	MISSHA
Home Plus	Mr. Pizza	이마트	DAEMYUNG	빙그레
K2	YES24.COM	알라딘	KYOBO	AMOREPACIFIC
Google	LEGO	SONY	Microsoft	Panasonic
NCSOFT	NEXON	NAVER	CJ E&M	YBM
모두투어	위메프	RANDAI NAIKO KOREA		

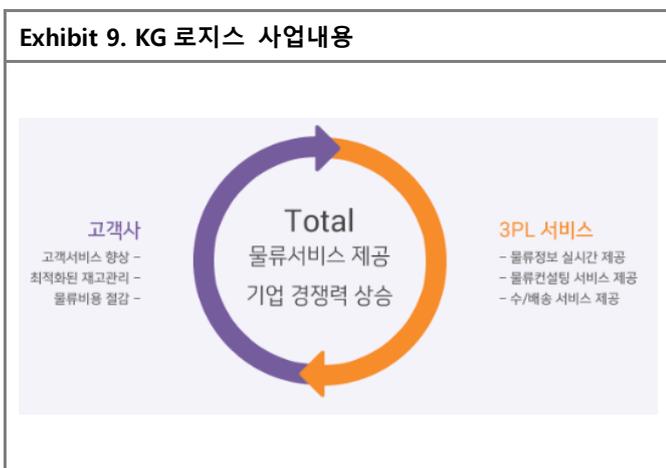
Source: Company Data, Leading Research Center

투자포인트 3. 부실자회사 매각을 통한 이익률 개선

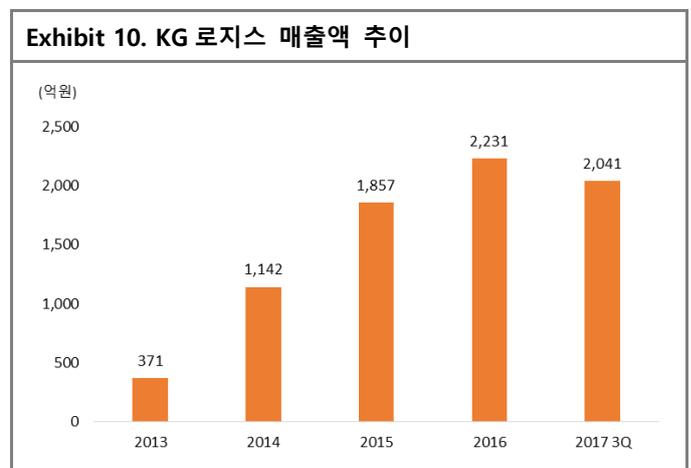
'17년 10월 100% 자회사인 KG 로지스 지분을 전량 처분하였다. 이에 따른 '18년 전사 이익률 개선이 전망된다. '18년 동사의 당기순이익률은 6.7%로 전년동기대비 5.9%p 상승할 것으로 추정된다.

'16년 운기 및 '17년 3분기 누적기준 KG 로지스의 당기순손실은 각각 203억 원, 185억 원을 기록했다. 동사의 '17년 4분기에는 지분매각에 따른 중단사업손실이 인식되어 '17년 당기순이익이 59억 원(YoY-56.7%)에 불과했다.

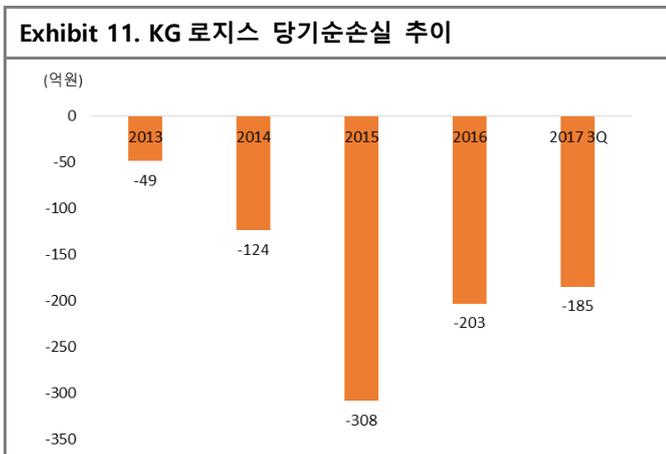
'18년부터 중단사업손실은 반영되지 않을 전망이다. 또한 KG 로지스 영업적자에 따른 동사의 연결실적 악화 우려는 해소되었다. '18년 동사의 당기순이익은 572억 원(YoY+869.5%)을 전망한다.



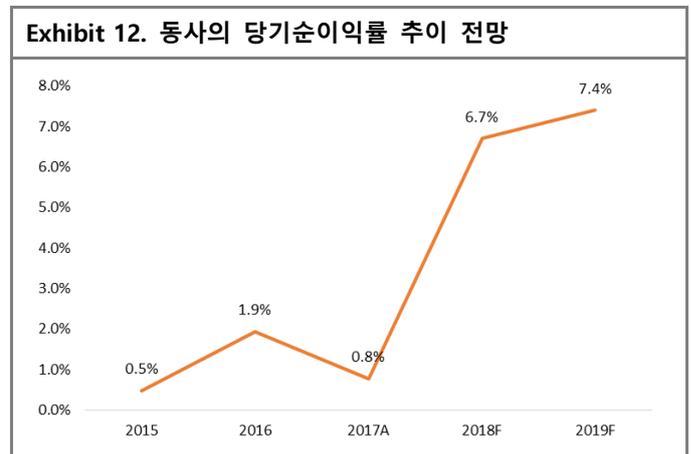
Source: Company Data, Leading Research Center



Source: Company Data, Leading Research Center



Source: Company Data, Leading Research Center



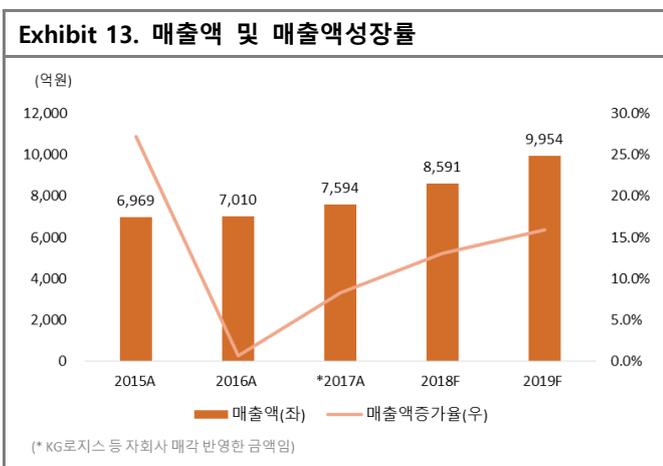
Source: Company Data, Leading Research Center

실적전망 및 투자의견

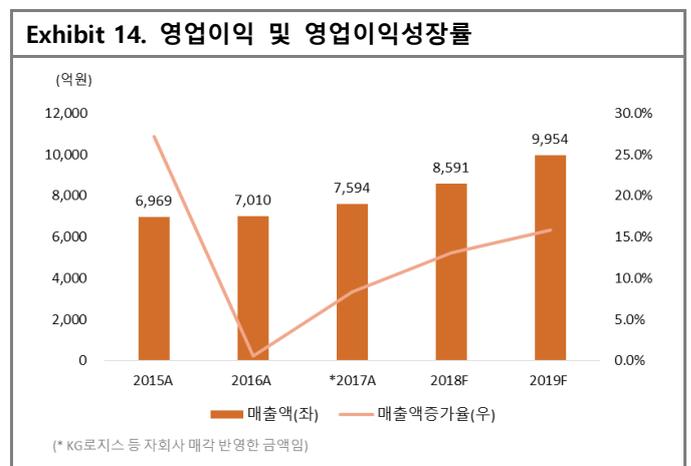
동사의 '18년 실적은 매출액 8,591억원(YoY+13.1%), 영업이익 860억원(YoY+55.6%), 당기순이익 572억원 (YoY+869.5%)을 전망한다. 이는 PG 시장 고성장 및 KG 로지스 매각에 따른 연결실적 개선에 기인한다.

투자의견 '매수(BUY)' 및 목표주가 28,000 원을 제시하며, 커버리지를 개시한다. 목표주가 28,000 원은 12M Fwd BPS 7,987 원에 Target PBR 3.5 배를 적용하였다. Target Valuation 은 동사의 과거 PBR Band 상단 값이다.

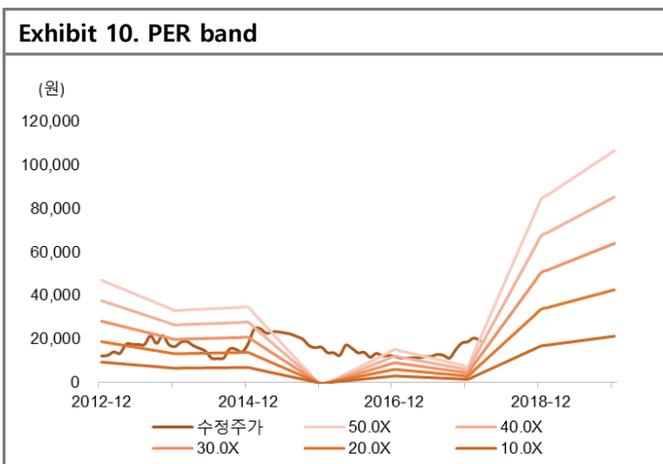
PG 시장 성장 및 자체 PG 사의 대표 PG 시장 유입에 따른 동사의 실적 모멘텀 강화가 예상된다. 또한 부실자회사 매각 이후 수익성 훼손 가능성이 낮아져 이익 가시성이 높아졌다. 이에 과거 Valuation Multiple 상단 적용이 합리적이라는 판단이다.



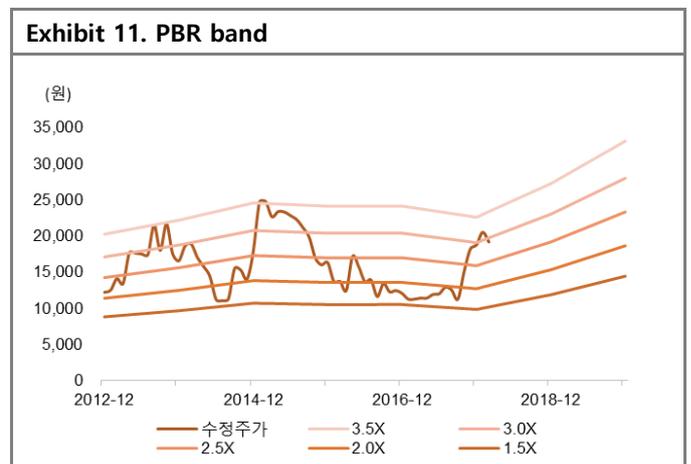
Source: Company data, Leading Research Center



Source: Company data, Leading Research Center



Source: Company data, Leading Research Center



Source: Company data, Leading Research Center

재무제표

재무상태표

(단위: 억원)	2015A	2016A	*2017F	2018F	2019F
자산총계	6,112	7,360	8,638	9,877	11,225
유동자산	4,460	5,060	4,983	5,698	6,475
현금및현금성자산	188	749	925	1,058	1,203
단기금융자산	532	738	630	720	818
매출채권및기타채권	777	876	692	791	899
재고자산	11	6	25	29	33
비유동자산	1,652	2,300	3,655	4,179	4,750
장기금융자산	199	539	923	1,056	1,200
관계기업등투자자산	605	619	466	533	606
유형자산	442	463	744	773	878
무형자산	303	564	647	667	758
부채총계	3,861	4,785	5,618	6,440	7,227
유동부채	3,133	3,748	3,881	4,438	5,044
단기차입부채	927	1,119	734	840	954
기타단기금융부채	0	115	0	0	0
매입채무및기타채무	1,947	2,391	2,937	3,358	3,816
비유동부채	729	1,037	1,737	2,002	2,183
장기차입부채	545	1,000	1,037	1,185	1,347
기타장기금융부채	133	1	0	0	0
자본총계*	2,250	2,574	3,019	3,437	3,998
지배주주지분*	1,563	1,769	1,810	2,227	2,788
비지배주주지분	687	805	1,210	1,210	1,210

* KG로지스 등 자회사 매각 반영한 금액임

현금흐름표

(단위: 억원)	2015A	2016A	*2017F	2018F	2019F
영업활동으로인한현금흐름	-707	658	741	468	660
당기순이익	34	136	59	572	734
현금유입(유출)이없는수익(비용)	484	471	340	319	389
자산상각비	64	78	162	101	115
영업자산부채변동	-1,081	126	357	-168	-146
매출채권및기타채권감소(증가)	29	14	255	-99	-108
재고자산감소(증가)	1	10	-4	-4	-4
매입채무및기타채무증가(감소)	-217	71	-474	421	458
투자활동현금흐름	252	-756	254	-435	-619
투자활동현금유입액	536	589	2,094	629	611
유형자산	2	15	366	42	0
무형자산	3	11	207	49	0
투자활동현금유출액	291	1,351	1,840	1,064	1,230
유형자산	43	80	18	125	167
무형자산	39	66	171	116	144
재무활동현금흐름	206	495	-818	99	103
재무활동현금유입액	1,115	1,537	12,842	1,061	1,185
단기차입부채	0	0	12,587	584	661
장기차입부채	1,036	1,360	0	365	399
재무활동현금유출액	844	978	13,574	895	1,012
단기차입부채	0	0	12,906	479	546
장기차입부채	687	975	659	216	237
기타현금흐름	0	0	0	0	-0
연결범위변동효과	0	164	0	0	0
환율변동효과	0	0	-0	0	0
현금변동	-249	561	177	133	144
기초현금	437	188	749	925	1,058
기말현금	188	749	925	1,058	1,203

* KG로지스 등 자회사 매각 반영한 금액임

포괄손익계산서

(단위: 억원)	2015A	2016A	*2017F	2018F	2019F
매출액	6,969	7,010	7,594	8,591	9,954
매출원가	5,876	5,830	6,310	6,779	7,834
매출총이익	1,093	1,181	1,284	1,813	2,120
판매비와관리비	893	886	732	953	1,031
영업이익	200	295	553	860	1,089
EBITDA	264	373	714	961	1,204
비영업손익	-53	-73	-29	-32	-36
이자수익	24	16	9	10	12
이자비용	27	28	8	9	9
배당수익	0	0	0	0	0
외환손익	2	2	-1	0	-0
관계기업등관련손익	64	-34	32	37	43
기타비영업손익	-116	-29	-61	-70	-81
세전계속사업이익	147	222	524	828	1,053
법인세비용	113	86	149	256	319
연결실체변동관련손익	0	0	0	0	0
중단사업이익	0	0	-316	0	0
당기순이익	34	136	59	572	734
지배주주순이익	-9	81	41	505	648
비지배주주순이익	42	55	18	67	86
기타포괄손익	5	-34	2	-21	-17
총포괄손익	39	101	61	551	716

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * KG로지스 등 자회사 매각 반영한 금액임

투자지표

(단위: 원배,%)	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표 및 주가배수					
EPS	-33	304	154	1,881	2,414
BPS	5,896	6,656	6,793	7,987	9,999
CFPS	-2,669	2,476	2,779	1,746	2,462
SPS	26,288	26,375	28,503	32,026	37,105
EBITDAPS	995	1,404	2,681	3,583	4,487
DPS (보통, 현금)	200	250	249	247	247
배당수익률 (보통, 현금)	1.1	2.0	1.3	1.2	1.2
배당성향 (보통, 현금)	-566.9	81.2	161.4	13.7	10.7
PER	-	39.7	122.3	11.2	8.7
PBR	2.8	1.8	2.8	2.5	2.0
PCFR	-	4.9	6.8	12.1	8.6
PSR	0.6	0.5	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	18.6	9.7	6.4	5.6	4.5
재무비율					
매출액증가율	27.2	0.6	8.3	13.1	15.9
영업이익증가율	-49.7	47.5	87.3	55.6	26.6
지배주주순이익증가율	-86.9	303.6	-56.7	873.5	28.3
매출총이익률	15.7	16.8	16.9	21.1	21.3
영업이익률	2.9	4.2	7.3	10.0	10.9
EBITDA이익률	3.8	5.3	9.4	11.2	12.1
지배주주순이익률	0.5	1.9	0.8	6.7	7.4
ROA	3.4	4.4	6.9	9.3	10.3
ROE	-0.5	4.9	2.3	25.0	25.8
ROIC	2.3	8.0	18.3	25.0	26.9
부채비율	171.6	185.9	186.1	187.4	180.8
차입금비율	65.4	82.3	58.6	58.9	57.6
순차입금비율	55.6	46.5	26.0	26.2	25.6

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * KG로지스 등 자회사 매각 반영한 금액임

Source: Company Data, Leading Research Center

▶ Compliance Notice

본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

- 당사는 보고서 작성일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서를 작성한 금융투자분석사는 작성일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 작성일 기준 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 본 자료는 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 지난 6 개월간 해당회사의 유가증권의 발행업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.

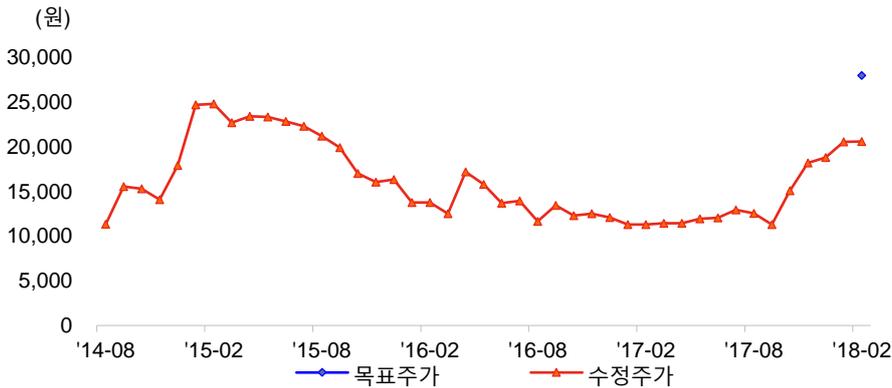
▶ 최근 2 년간 투자등급 및 목표주가 변경 내용

KG 이니시스(035600)

일자	2018-02-26
투자의견	BUY(신규)
목표주가	28,000 원
과리율(%)	
평균주가대비	-
최고(최저)주가대비	-

* 과리율 산정: 목표주가 대상시점은 1 년이며 수정주가를 적용

▶ 최근 2 년간 목표주가 변경 추이



▶ 투자기간 및 투자등급

기업

BUY (매수)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 15% 이상
HOLD (중립)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 ± 15% 내외
SELL (매도)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 -15% 이하

산업

OVERWEIGHT (비중확대)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상회 예상
NEUTRAL (중립)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 ± 5% 예상
UNDERWEIGHT (비중축소)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

▶ 조사분석자료 투자등급 비율 (기준일 : 2017.12.31)

BUY (매수)	100.0%
HOLD (보유/중립)	0.0%
SELL (매도)	0.0%
합계	100.0%