

Company Analysis

KG이니시스 035600

Apr 06, 2020

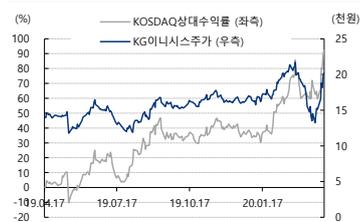
중소형 가맹점의 수익성 + 글로벌 가맹점의 성장성 확보

Not Rated

Company Data

현재가(04/03)	20,200 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	21,700 원
52 주 최저가(보통주)	11,750 원
KOSPI (04/03)	1,725.44p
KOSDAQ (04/03)	573.01p
자본금	140 억원
시가총액	5,637 억원
발행주식수(보통주)	2,790 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	58.7 만주
평균거래대금(60 일)	98 억원
외국인지분(보통주)	17.31%
주요주주	
KG케미칼 외 6인	17.91%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	4.1	31.2	45.3
상대주가	13.9	43.0	90.0



미드스몰캡 박지영

3771-9162, 20190004@iprovest.com

금융·미드스몰캡 김지영

3771-9735, jykim79@iprovest.com

20년 가까운 업력을 보유한 1위 PG사

1998년 설립된 (주)이니텍정보시스템이 모태. 2002년부터 PG서비스를 제공해 현재 20년에 가까운 PG 업력 보유. 2002년 코스닥에 상장했으며, 2008년 휴대폰 결제 기업인 모빌리언스 인수하고 2017년에 오프라인VAN사업까지 진출하면서 결제 포트폴리오 확장 중. 2011년에 KG그룹에 편입. 2019년 연결 기준 매출 비중 KG 이니시스 50.0%, KG모빌리언스 13.1%, KFC코리아 21.8%, KG에듀원 6.6%, KG올렛 8.5%

투자포인트 1. 2020년 PG 매출 성장성 회복

2019년 별도법인 기준 동사는 대형 PG 가맹점 이탈 이슈로 탑라인 매출 성장 지체. 그러나 매출충이익 및 영업이익은 각각 YoY +9.9%, +8.0% 증가하며 수익성 방어 성공. 이는 대형 가맹점 대비 수익성이 좋은 중소형 가맹점 위주로 PG 성장해나가는 동사의 확장 전략 때문. 또한 이탈 가맹점 거래액 제거할 시 2019년 거래액은 YoY +18.5% 성장하며 매출 성장 지속 확인 가능. 2020년에는 코로나19 확산으로 인한 온라인 거래 대금 증가의 수혜로 연간 거래액 YoY +20% 이상, 별도 매출 YoY +20.4% 성장하며 탑라인 매출 성장 회복 예상

투자포인트 2. 글로벌 결제 서비스

동사의 PG서비스 중 가장 빠르게 증가하는 부분 중 하나는 글로벌 결제 서비스. 2015년 0.7조에서 2019년 2.4조까지 성장한 것으로 추정되며 2020년에도 YoY +40% 이상의 고성장 지속 예상. 글로벌 결제 서비스 중 가장 매출이 높은 곳은 애플스토어이며, 이외에도 스타벅스, 넷플릭스 등 고객사로 확보. 특히 넷플릭스 국내 유료가입자 YoY +100% 이상 늘고 있어 이와 같은 고성장 지속 시 수혜 가능성 존재

Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2017.12	2018.12	2019.12	2020.12E	2021.12E
매출액(십억원)	758	925	956	1,076	1,153
YoY (%)	58.6	21.9	3.4	12.6	7.1
영업이익(십억원)	55	60	86	113	121
OP 마진(%)	7.3	6.5	9.0	10.5	10.5
순이익(십억원)	3	40	60	78	85
EPS(원)	-14	1,263	1,792	2,334	2,544
YoY (%)	적전	흑전	41.8	30.3	9.0
PER(배)	-1,322.6	12.2	9.5	8.7	7.9
PCR(배)	8.3	3.9	3.5	3.5	3.2
PBR(배)	2.8	2.0	1.9	1.9	1.6
EV/EBITDA(배)	8.5	7.1	5.3	4.4	3.7
ROE(%)	-0.2	17.6	21.6	23.7	21.5

기업 개요

KG이니시스는 1998년 11월에 설립된 (주)이니텍정보시스템에서 시작했다. 2002년 7월부터 SK텔레콤과 전자결제대행 서비스 계약을 체결해 PG서비스를 제공했으며, 같은 해 12월에 코스닥에 상장했다. 2008년에 휴대폰 결제 기업인 모빌리언스를 인수하고, 2016년에는 삼성 계열 PG사인 올렛의 지분을 인수했다. 2017년부터는 오프라인VAN 사업에도 진출함으로써 결제 서비스 포트폴리오를 꾸준히 확장 중이다. 작년 11월에는 효율적인 자금 운용과 거래 대금 확대에 의한 시너지 창출을 위해 KG모빌리언스가 KG올렛을 흡수합병하기로 결정했다.

KG케미칼이 동사의 최대 주주로 지분 29.4%를 보유하고 있으며, KG케미칼이 81.5%의 지분을 소유한 특수관계인인 KG가 동사의 10.2%의 지분을 갖고 있다. 동사는 KG모빌리언스의 지분을 47.5% 소유해 연결대상 종속회사로 두고 있으며, 공무원 및 교원임용에 중점을 둔 교육기업 에듀원과 패스트푸드 외식기업인 KFC코리아는 KG모빌리언스의 자회사다.

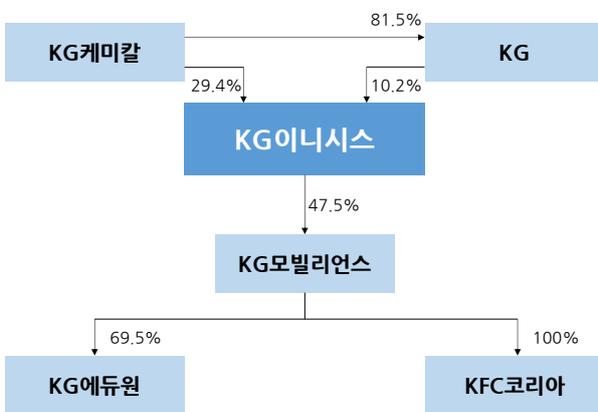
2019년 연결 기준 매출 구성은 KG이니시스 별도법인 50.0%, KG모빌리언스 13.1%, KFC코리아 21.8%, KG에듀원 6.6%, KG올렛 8.5%이다.

[도표 58] KG 이니시스 주요 연혁

시기	주요 내용
1998.11	(주)이니텍정보서비스 설립
2002.12	코스닥 상장
2008.10	모빌리언스 지분인수
2011.09	KG 그룹 편입
2012.10	알리페이와 제휴 계약 체결
2016.09	올렛 지분인수
2017.01	오프라인 VAN 사업 진출
2017.02	KG 올렛, KFC 코리아 인수
2019.11	KG 모빌리언스, KG 올렛 흡수합병 결정

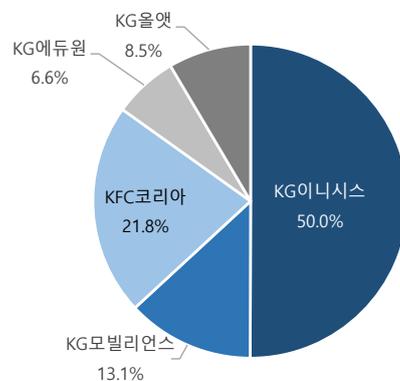
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 59] KG 이니시스 지배구조



자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 60] KG 이니시스 연결 기준 매출 구성 (2019년)



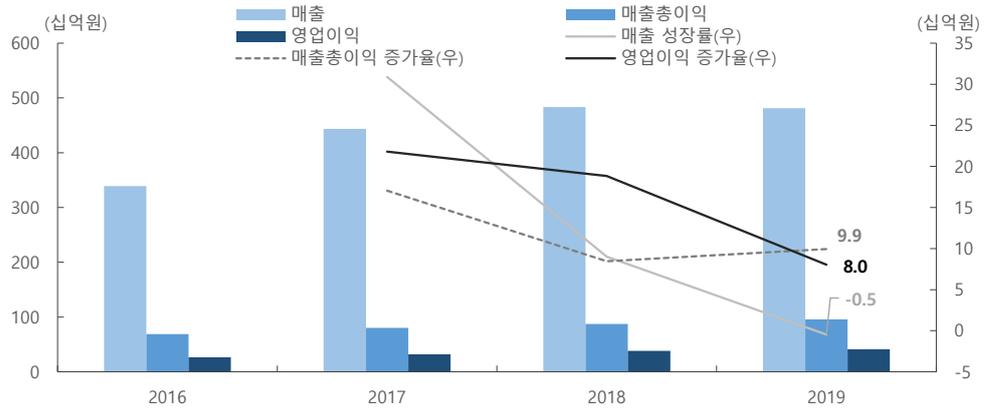
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

투자포인트 1. 2020년 PG 매출 성장성 회복

PG사업과 온라인VAN사업을 영위하는 KG이니시스의 별도법인인 2020년에 탑라인 매출 성장성을 다시 회복할 것으로 예상된다. 또한 수익률이 좋은 중소형가맹점을 대상으로 사업을 확장하는 동사는 2020년과 2021년 모두 안정적인 이익 성장을 보여줄 것으로 기대된다.

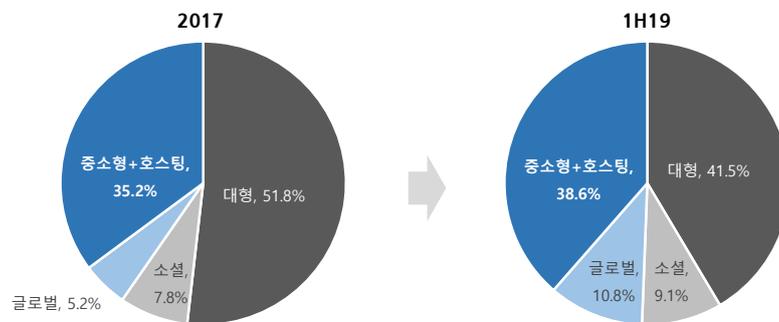
2019년 동사의 별도법인 매출은 YoY -0.5% 마이너스 성장하며 정체되는 모습을 보여주었다. 이는 대형 PG 가맹점 이탈(네이버, GS홈쇼핑) 이슈 때문이다. 하지만 카드 수수료를 매출 원가로 제거한 후 이익단을 살펴보면 동사의 매출 총이익은 YoY +9.9%, 영업이익은 YoY +8.0% 증가했다. 이와 같이 KG이니시스가 어려운 영업 환경에서도 수익성이 성장하는 모습을 보여줄 수 있었던 이유는 동사가 PG 가맹점 포트폴리오를 대형 가맹점 대비 수익성이 좋은 중소형가맹점 위주로 사업을 확장해왔기 때문이다 (도표 53).

[도표 61] KG 이니시스 별도법인 실적 추이



자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 62] KG 이니시스 PG 가맹점 포트폴리오 변화



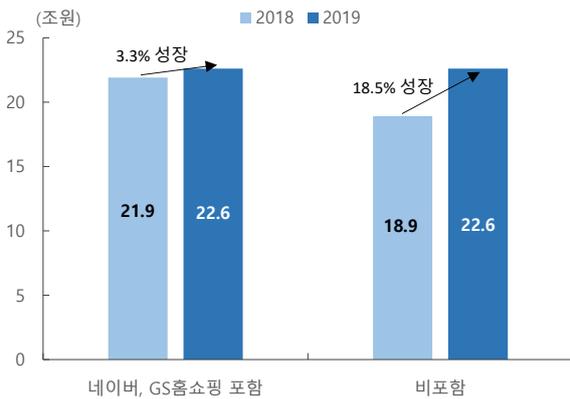
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

독보적인 1위 사업자 없이 다수의 플레이어가 활약하고 있는 한국의 이커머스 시장은 신기술 도입, 인수합병, 대규모 투자 등과 같은 요소로 시장 점유율 순위가 빠르게 변할 수 있는 변동성이 높은 시장이다. 때문에 대형가맹점이 비용 절감을 통한 경쟁력 향상을 위해 PG 서비스를 내재화 할 위험은 PG사에게 가장 큰 위협 중 하나다. 2019년에 동사는 실제로 이와 같은 이벤트가 발생했을 때 중소형 가맹점 중심의 포트폴리오를 기반으로 수익성을 방어할 수 있다는 것을 보여주었다.

또한 2019년 거래액에서 네이버와 GS홈쇼핑을 제거할 시 YoY +18.5% 성장하며, 대형 가맹점 이탈을 제외한 나머지 부분에서는 매출 성장이 지속되고 있다는 것이 확인됐다 (도표 63). PG 가맹점 이탈과 카드 수수료 인하 이슈가 마무리된 2020년에 동사는 코로나19 바이러스 확산으로 인한 온라인 거래 대금 증가의 수혜를 받아 연간 거래액이 YoY +20% 이상 성장하며 V자 반등을 그릴 가능성이 높다.

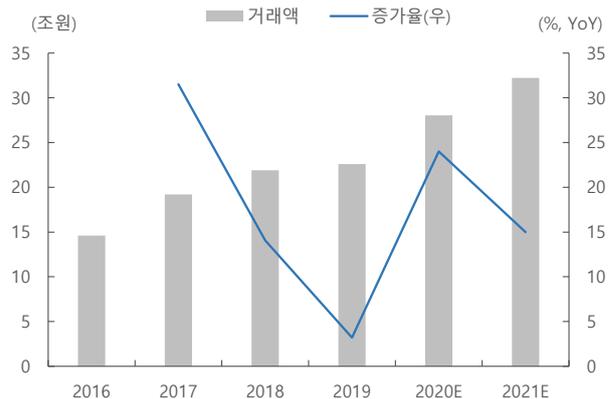
동사의 매출은 2020년 YoY +20.4%로 크게 성장한 뒤, 2021년에는 +9.6% 성장하며 안정적인 성장을 지속할 것으로 예상된다. GPM은 2019년에 카드 수수료 인하 이후 20% 수준으로 높아졌으며, 향후 추가적인 신용카드 수수료 인하 이슈가 없는 한 현재 수준이 유지될 것으로 보인다. OPM은 동사의 오프라인VAN 사업 확장 전략으로 인해 인해 약간의 하향 추세가 예상된다. 이와 같은 가정을 통해 영업이익은 2020년 YoY +17.0%, 2021년 +6.9% 증가할 것으로 전망한다.

[도표 63] KG 이니시스 2018~2019 거래액 성장 비교



자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 64] KG 이니시스 거래액 추이 추정



자료: Company data, 교보증권 리서치센터 추정

[도표 65] KG 이니시스 별도 법인 실적 추정 (단위: 십억원)

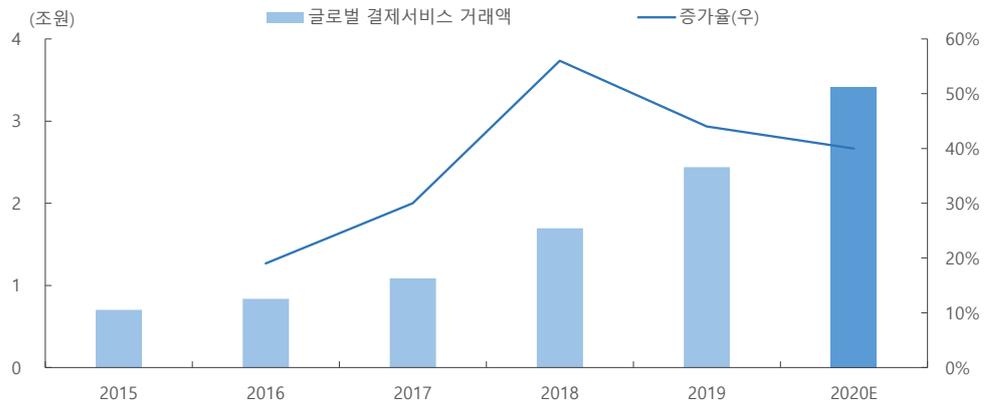
	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출	443.5	483.5	481.3	579.4	634.8
YoY		9.0%	-0.5%	20.4%	9.6%
PG	426.0	468.1	465.2	560.5	612.3
YoY		9.9%	-0.6%	20.5%	9.2%
매출 비중	96.1%	96.8%	96.7%	96.7%	96.5%
VAN	4.3	8.3	10.7	15.4	19.3
YoY		95.6%	28.9%	43.7%	25.5%
매출 비중	1.0%	1.7%	2.2%	2.7%	3.0%
SI	13.2	7.1	5.4	3.5	3.1
YoY		-46.2%	-24.5%	-35.0%	-10.0%
매출 비중	3.0%	1.5%	1.1%	0.6%	0.5%
매출원가	363.2	396.4	385.5	464.1	508.4
YoY		9.1%	-2.7%	20.4%	9.6%
매출총이익	80.3	87.1	95.8	115.3	126.4
YoY		8.5%	9.9%	20.4%	9.6%
GPM	18.1%	18.0%	19.9%	19.9%	19.9%
판관비	48.3	49.1	54.7	67.2	74.9
YoY		1.6%	11.4%	22.9%	11.5%
영업이익	32.0	38.1	41.1	48.1	51.4
YoY		18.8%	8.0%	17.0%	6.9%
OPM	7.2%	7.9%	8.5%	8.3%	8.1%

자료: 교보증권 리서치센터 추정

투자포인트 2. 글로벌 결제 서비스

KG이니시스의 PG 매출 가맹점 중 가장 빠른 속도로 매출이 증가하는 분야는 글로벌 결제 서비스다. 글로벌 결제 서비스는 2015년 0.7조에서 2019년 2.4조까지 성장한 것으로 추정된다. 지난 4년간 연평균 36.5%의 속도로 성장한 글로벌 결제 서비스는 올해에도 YoY +40% 이상 성장해 3조원 이상의 거래액을 발생시킬 것으로 보인다.

[도표 66] KG 이니시스 글로벌 결제서비스 거래액 추이 추정



자료: Company data, 교보증권 리서치센터 추정

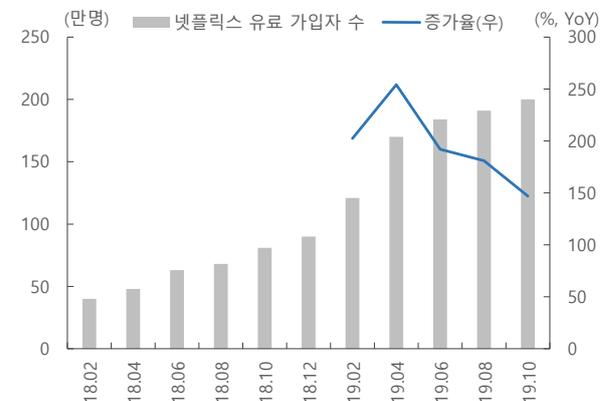
동사는 애플스토어(Apple Store)의 국내 결제를 처리하고 있으며, 이 외에도 스타벅스(Starbucks), 넷플릭스(Netflix) 등의 글로벌 대기업을 가맹점으로 두고 있다. 특히 코로나19의 영향으로 사회적 거리두기, 재택 근무 등이 시행됨에 따라 넷플릭스의 국내 가입자가 증가율이 높아지고 있는 것으로 추정된다. 장기적으로도 한국 오리지널 콘텐츠가 넷플릭스의 아시아 전략에서 차지하는 중요도가 높아지고 있다. 이에 따라 국내 넷플릭스 유료 가입자수가 향후에도 고성장 기조를 유지할 경우 넷플릭스의 국내 결제를 처리하는 동사도 함께 수혜를 볼 가능성이 높다.

[도표 67] KG 이니시스 글로벌 주요 가맹점



자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 68] 국내 넷플릭스 유료 가입자 추이



자료: 와이즈리테일, 교보증권 리서치센터

[KG이니시스 035600]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액	758	925	956	1,076	1,153
매출원가	525	593	599	662	709
매출총이익	234	331	357	414	444
매출총이익률 (%)	30.8	35.8	37.4	38.5	38.5
판매비	179	271	271	301	323
영업이익	55	60	86	113	121
영업이익률 (%)	7.2	6.5	9.0	10.5	10.5
EBITDA	73	81	133	161	175
EBITDA Margin (%)	9.6	8.7	13.9	15.0	15.2
영업외손익	-9	-9	-2	-4	-2
관계기업손익	0	-1	4	4	4
금융수익	4	5	12	13	13
금융비용	-5	-3	-11	-9	-8
기타	-8	-10	-8	-11	-11
법인세비용차감전순이익	46	51	84	109	119
법인세비용	6	11	24	31	34
계속사업순이익	40	40	60	78	85
중단사업순이익	-37	0	0	0	0
당기순이익	3	40	60	78	85
당기순이익률 (%)	0.4	4.3	6.3	7.3	7.4
비지배자분순이익	3	5	10	13	14
지배자분순이익	0	35	50	65	71
지배순이익률 (%)	0.0	3.8	5.2	6.1	6.2
매도가능금융자산평가	4	0	0	0	0
기타포괄이익	1	-3	8	8	8
포괄순이익	7	37	68	86	93
비지배자분포괄이익	4	4	10	12	13
지배자분포괄이익	4	33	59	74	80

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

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	175	41	226	236	250
당기순이익	3	40	60	78	85
비현금항목의 가감	61	75	86	96	103
감가상각비	18	20	47	48	54
외환손익	0	0	0	0	0
지분법평가손익	0	1	-4	-4	-4
기타	43	53	44	52	53
자산부채의 증감	121	-54	104	96	97
기타현금흐름	-10	-20	-24	-35	-36
투자활동 현금흐름	-69	-14	-61	-106	-121
투자자산	8	7	-2	0	0
유형자산	-7	-9	-18	-50	-60
기타	-70	-11	-40	-56	-61
재무활동 현금흐름	-27	-15	-76	-89	-89
단기차입금	-15	33	-25	-25	-25
사채	-46	-90	0	0	0
장기차입금	-1	50	0	-10	-10
자본의 증가(감소)	15	0	0	0	0
현금배당	-9	-10	-11	-9	-9
기타	27	2	-39	-45	-45
현금의 증감	79	13	89	48	11
기초 현금	75	153	166	255	304
기말 현금	153	166	255	304	315
NOPLAT	47	47	62	81	87
FCF	179	5	194	175	178

자료: KG 이니시스, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
유동자산	560	537	564	609	638
현금및현금성자산	153	166	255	304	315
매출채권 및 기타채권	70	68	60	60	60
재고자산	3	3	3	3	4
기타유동자산	335	299	246	242	260
비유동자산	366	395	714	693	706
유형자산	84	87	143	145	150
관계기업투자금	45	43	48	52	57
기타금융자산	49	67	74	45	45
기타비유동자산	188	198	449	451	454
자산총계	926	932	1,278	1,302	1,344
유동부채	590	513	687	644	600
매입채무 및 기타채무	363	343	445	447	448
차입금	102	93	64	39	14
유동상채무	100	50	123	103	83
기타유동부채	25	27	55	55	55
비유동부채	27	81	210	201	192
차입금	11	3	133	123	113
사채	0	60	0	0	0
기타비유동부채	16	18	77	77	78
부채총계	617	594	897	845	792
지배자분	187	213	249	300	362
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	69	70	70	70	70
이익잉여금	112	139	183	240	302
기타자본변동	-10	-10	-24	-24	-24
비지배자분	123	125	131	158	190
자본총계	310	338	381	458	552
총차입금	213	206	382	327	272

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산 (십억원)	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
EPS	-14	1,263	1,792	2,334	2,544
PER	-1,322.6	12.2	9.5	8.7	7.9
BPS	6,705	7,642	8,937	10,743	12,960
PBR	2.8	2.0	1.9	1.9	1.6
EBITDAPS	2,739	2,899	4,760	5,784	6,286
EV/EBITDA	8.5	7.1	5.3	4.4	3.7
SPS	28,467	33,138	34,263	38,567	41,313
PSR	0.7	0.5	0.5	0.5	0.5
CFPS	6,728	172	6,943	6,269	6,366
DPS	250	300	330	330	330

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산 (십억원)	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
성장성					
매출액 증가율	58.6	21.9	3.4	12.6	7.1
영업이익 증가율	11.9	10.5	42.6	31.2	7.1
순이익 증가율	-77.7	1,217.4	50.5	30.3	9.0
수익성					
ROIC	27.9	35.9	94.9	-2,304.7	-7,518.5
ROA	0.0	3.8	4.5	5.0	5.4
ROE	-0.2	17.6	21.6	23.7	21.5
안정성					
부채비율	199.1	175.6	235.7	184.6	143.4
순차입금비율	23.0	22.1	29.9	25.1	20.2
이자보상배율	18.4	22.1	8.1	12.0	15.5