

하반기 본격적인 실적 회복에 따른 적극 매수 구간

투자 의견 'BUY', 목표주가 28,500원으로 커버 개시

KG이니시스에 대해 투자 의견 'BUY', 목표주가 28,500원을 제시한다. 목표주가는 2021년 예상 EPS에 과거 PER 밴드 상단 밸류에이션을 10% 할인한 13.5배를 적용했다. 올해 글로벌, 중소형 및 호스팅 등 고수익 가맹점 주도 거래액 성장이 전망됨에 따라 향후 추가적인 밸류에이션 향상이 가능하다는 점을 고려할 때, 21F PER 8.9배는 매우 저평가 구간으로 매력적인 매수 구간이라 판단한다.

주요 리스크 해소에 따른 밸류에이션 매력 부각

KG이니시스는 NHN한국사이버결제, 토스페이먼츠 등과 경쟁하는 국내 전자결제시장 선도업체이나 1) 과거 옐로우캡, 동부제철 등 KG그룹의 비 관계 사업인수 건 참여, 2) 네이버, 쿠팡 등 이커머스 업체의 PG 기능 내재화 이슈로 기업 가치를 지속 할인 받아왔다. 그러나 향후 결제 사업과 무관한 사업에 대한 추가 M&A를 고려하지 않는 바 현재 주가는 위 리스크가 과도하게 적용되었다고 판단한다. 또한, PG 기능의 내재화 조건은 월 1조원 이상의 거래액 확보다. 해당 거래액이 BEP 도달의 필수 거래액이기 때문이나, 이를 달성 가능한 국내 이커머스 사는 매우 제한적이다. 게다가 PG업의 핵심인 가맹점 확보와 서비스 운영의 비용 및 난이도를 고려할 때 마진을 훼손을 감안한 내재화 가능성은 희박하다.

2021년 매출액 8,658억원, 영업이익 1,073억원 전망

2021년 예상 실적은 매출액 8,658억원(+6.9% YoY), 영업이익 1,073억원(+9.5% YoY)을 전망한다. 이는 1) 고수익 가맹점 및 온택트 부문 거래액 증대, 2) 비대면 거래영역 신규 가맹점 확대, 3) 주요 자회사 실적 개선에 기인한다. KG이니시스는 2020년 제약영역에서 비대면 거래를 확장해 월 거래액 1천억원을 추가 달성했으며, 2021년 결제시스템 고도화를 통해 인테리어와 리조트 영역으로 가맹점을 확대해 온오프라인 통합 결제서비스로 거듭날 계획이다. 또한, KG모빌리티의 실적 성장과 함께 작년 11월 계열사 편입된 할리스에프앤비가 코로나19로 제한되었던 영업이 정상화되면서 실적 개선에 기여할 전망이다.

스몰캡_Report

BUY

| TP(12M): 28,500원 | CP(3월29일): 18,750원

Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	954.10
52주 최고/최저(원)	25,950/15,450
시가총액(십억원)	523.2
시가총액비중(%)	0.14
발행주식수(천주)	27,904.4
60일 평균 거래량(천주)	220.1
60일 평균 거래대금(십억원)	4.2
21년 배당금(예상, 원)	350
21년 배당수익률(예상, %)	1.87
외국인지분율(%)	17.57
주요주주 지분율(%)	
KG케미칼 외 6인	41.04
LSV Asset Management	5.02
주가상승률	1M 6M 12M
절대	2.5 (8.1) 21.4
상대	(1.9) (18.3) (33.5)

Consensus Data

	2021	2022
매출액(십억원)	867.8	971.2
영업이익(십억원)	104.6	111.7
순이익(십억원)	78.0	83.5
EPS(원)	2,245	2,460
BPS(원)	13,089	15,407

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	십억원	747.6	810.2	865.8	1,014.8	1,175.5
영업이익	십억원	82.2	98.0	107.3	134.9	165.7
세전이익	십억원	83.9	91.6	102.8	131.7	163.8
순이익	십억원	50.0	42.4	58.8	73.1	89.6
EPS	원	1,792	1,521	2,109	2,621	3,211
증감율	%	41.88	(15.12)	38.66	24.28	22.51
PER	배	9.49	13.25	8.89	7.15	5.84
PBR	배	1.77	1.72	1.39	1.19	1.01
EV/EBITDA	배	5.38	6.27	5.50	3.90	2.77
ROE	%	21.61	15.23	17.69	18.79	19.42
BPS	원	9,605	11,700	13,475	15,762	18,639
DPS	원	330	350	350	350	350



Analyst 최재호
02-3771-7719
chlwoh2002@hanafn.com

연구원 최원준
02-3771-3448
wonjun.choi@hanafn.com

투자포인트

1. 고수익 가맹점의 거래액 성장 주도로 외형 및 수익성 동반 성장

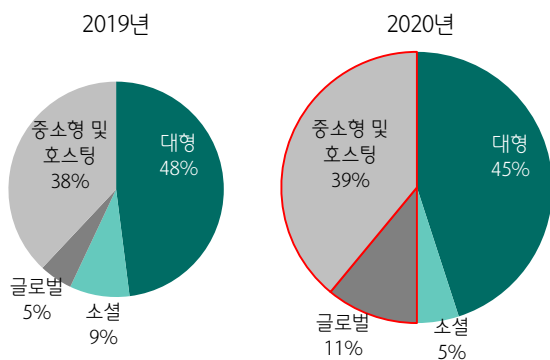
글로벌, 중소형 및 호스팅 등 고수익 가맹점 거래액 상승으로 2021년 외형 및 수익성의 동반 성장 전망

KG이니시스는 주요 수익 가맹점인 글로벌, 중소형 및 호스팅 부문에서 1) 글로벌 가맹점 누적 이용자 수 증가, 2) 온라인쇼핑 시장 확대에 따른 신규 가맹점 유입 증대로 2021년 연간 거래액 14.3조원(+24% YoY)을 달성할 전망이다. 이는 글로벌, 중소형 및 호스팅 등 고수익 가맹점의 평균 수수료율이 0.4%~0.5%에 형성된 반면, 국내 대형 및 소셜 등 일반 가맹점의 평균 수수료율이 0.1%~0.2%에 머물고 있다는 점을 고려할 때, 2021년 KG이니시스의 외형 및 수익성의 동반 성장을 이끌 전망이다.

KG이니시스 대표 글로벌 가맹점인 넷플릭스와 애플스토어의 연간 거래액은 2019년 0.7조원에서 2020년 1.5조원으로 97% 증가했으며, 2021년은 45% 성장한 2.1조원을 달성할 것으로 추정한다. 트립닷컴을 제외한 글로벌 가맹점의 거래 비중은 2019년부터 2021년까지 전체 거래 중 5%, 11%, 13% 순으로 성장할 전망이다. 이와 같은 글로벌 가맹점 성장 기조는 2021년 넷플릭스 국내 이용자 수 지속 성장과 애플 신규 모델 출시에 의한 애플스토어 거래대금 증대에 따라 지속 강화될 것으로 판단한다. 2021년 국내 넷플릭스 유료 가입자 수는 425만명(+25% YoY)으로 증가할 전망이다. 비대면 환경 조성으로 인한 OTT 플랫폼 이용 증대와 함께 넷플릭스의 'See What's Next Korea 2021' 로드쇼에서 밝힌 국내 5억 달러 신규 투자 계획에 따라 넷플릭스 콘텐츠 수요와 가입자 수는 지속 성장할 것으로 예상하는 바이다.

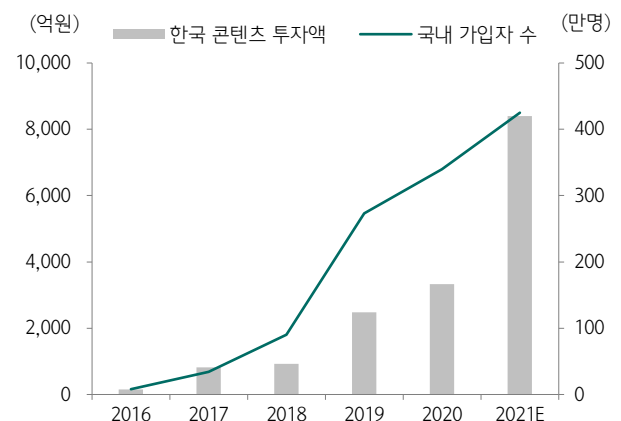
KG이니시스의 추가적인 글로벌 OTT 가맹점 유치 가능성도 주목해야 한다. 올해는 기존 넷플릭스 뿐만 아니라 다양한 글로벌 OTT('디즈니 플러스', 'HBO 맥스', '애플 TV+' 등)의 국내 시장 진출이 예정되어 있다. KG이니시스는 넷플릭스라는 글로벌 1위 OTT를 가맹점으로 두고 있기 때문에 초대형 레퍼런스를 기반으로 타 글로벌 OTT들의 추가적인 가맹점 유치가 충분히 가능하다. 글로벌 가맹점들은 평균 수수료율이 높기 때문에 실적 개선의 핵심이 될 수 있겠다.

그림 1. 2019-2020년 KG이니시스 가맹점 형태별 결제 비율 변화



자료: KG이니시스, 하나금융투자

그림 2. 넷플릭스 한국 콘텐츠 투자액 및 국내 가입자 수 전망



자료: 와이즈앱, 하나금융투자

애플의 2021년 출시 예정 모델로는 상반기 애플 실리콘 아이맥, 에어팟 3세대, 아이패드 프로 5세대부터 하반기 맥북 프로 16.1인치, 아이폰 13, 아이폰 SE 플러스 등 다양한 제품 라인업이 예정되어 있어, KG이니시스의 글로벌 가맹점 거래액 성장에 크게 기여할 전망이다. 또한, KG이니시스는 현재 국내 중소형 및 호스팅 가맹점 시장에서 47%의 M/S를 차지하고 있으며, 50% 이상 점유율을 목표로 신규 가맹점 확보에 전략적으로 집중할 계획이다. 고수익 중소형 호스팅(전문몰) 신규 가맹점 유입 및 기존 가맹점 거래액 증가에 따라 지속적인 실적 개선세가 이어질 전망이다.

2. 온택트(Ontact) 가맹점 거래액 회복에 따른 기저효과 확대

백신 보급 가속화와 트래블 버블 실행 계획에 따라 2021년 온택트 가맹점 거래액 1.1조원 달성 전망

2020년은 코로나19로 인한 외부활동 제한으로 여행, 항공, 티켓 등의 거래액이 부진했다(2019년 2.9조원 → 2020년 6천억원). 올해부터는 국내의 백신 보급 가속화와 일부 국가의 트래블 버블(Travel Bubble, 비격리 여행권역) 실행 계획에 따라 온택트(Ontact) 가맹점의 본격적인 거래액 회복이 예상된다. 기저효과와 더불어 2021년 하반기부터 여행 수요 급증이 예상되므로 온택트 부문 연간 거래액은 1.1조원(+67% YoY)을 달성할 것으로 전망한다.

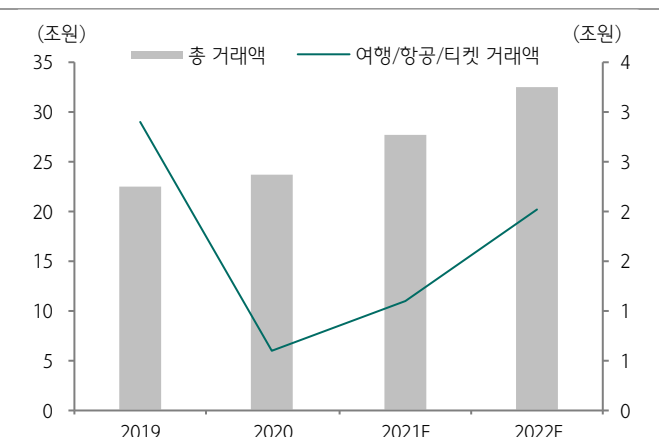
2021년 3월 국토교통부에 따르면, 현재 정부에서는 일부 국가와 트래블 버블 관련 실무협의를 진행 중으로, 해외여행 가능성 확대를 시사하고 있다. 트래블 버블이란 방역 우수 국가 간 일종의 안전 막을 형성해 자가 격리를 면제하고 자유로운 여행을 허용하는 것을 의미한다. 한국의 실무협의를 진행 국가는 싱가포르, 대만, 태국 등으로 추정되며, 올해 상반기 내 협정을 마무리할 방침에 따라 최근 '자가 격리 해제 시점'을 염두에 둔 해외여행 상품이 연이어 등장하고 있다. 해외여행 및 항공 티켓 예매가 일반적으로 출국 6개월 전부터 시작된다는 점을 고려할 때, KG이니시스는 모두투어, 제주항공, 트립닷컴 등 거래규모가 큰 가맹점들을 보유하여, 2022년 상반기 출국 가능성 증대에 따른 여행, 항공, 티켓 등 온택트 가맹점의 거래액 확대를 전망한다.

특히, KG이니시스의 2020년 거래액은 코로나19로 인해 온택트 부문에서 월 3천억원 규모가 이탈하면서 총 23조 7천억원(+5% YoY)을 기록했다. 온택트 부문을 제거할 시 총 거래액은 23조 1천억원으로 연간 18% 이상의 성장률을 달성했다고 볼 수 있다. 따라서 올해는 온택트 부문 실적 회복이 예상됨에 따라 기저효과를 크게 누릴 전망이다.

그림 3. 국가별 트래블 버블 추진 현황

참여 국가	논의 시기	비고
발트 3국 (에스토니아, 라트비아, 리투아니아)	20년 7월	트래블 버블 최초 도입
미국, 영국	20년 하반기	21년 1월 이후 잠정 중단
홍콩, 싱가포르	20년 11월	잠정 중단
호주, 뉴질랜드	20년 12월	21년 1월 이후 중단 및 재개 반복
대만, 남태평양 팔라우	20년 하반기	21년 4월 시행 예정
한국	20년 하반기	싱가포르, 대만, 태국 등 검토 진행 중

그림 4. KG이니시스 온택트 가맹점 연간 거래액 추이 및 전망



자료: KG이니시스, 하나금융투자

실적 추정 및 밸류에이션

2021년 매출액 8,658억원, 영업이익 1,073억원 전망

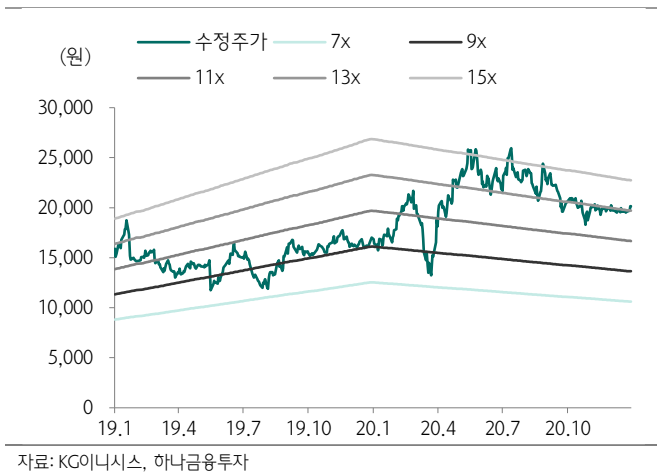
2021년 예상 실적은 매출액 8,658억원(+6.9% YoY), 영업이익 1,073억원(+9.5% YoY)을 전망한다. 이는 1) 고수익 가맹점 및 온택트 부문 거래액 증대, 2) 비대면 거래영역 신규 가맹점 확대, 3) 주요 자회사 실적 개선에 기인한다. KG이니시스는 2020년 제약영역에서 비대면 거래를 확장해 월 거래액 1천억원을 추가 달성했으며, 2021년 결제시스템 고도화를 통해 인테리어와 리조트 영역으로 가맹점을 확대해 온오프라인 통합 결제 서비스로 거듭날 계획이다. 또한, KG모빌리언스의 실적 성장과 함께 작년 11월 계열사 편입된 할리스에프앤비가 코로나19로 제한되었던 영업이 정상화되면서 실적 개선에 기여할 전망이다.

표 1. KG이니시스 목표 주가

구분	(원)	비고
1. 현재 주가	18,750	2021년 3월 29일 기준 종가
2. 2021년 EPS 추정	2,109	-
3. Target PER	15.0x	과거 PER 밴드 상단 밸류에이션
4. 적용 PER	13.5x	코로나19 영향권에 따른 할인을 적용
목표 주가	28,500	-

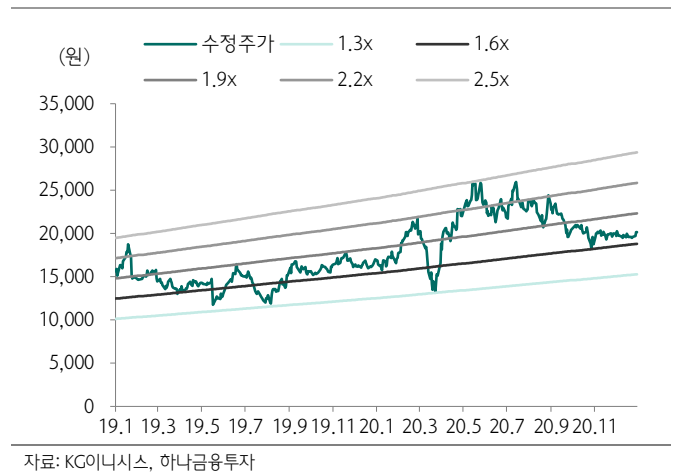
자료: 하나금융투자

그림 5. KG이니시스 PER 밴드차트



자료: KG이니시스, 하나금융투자

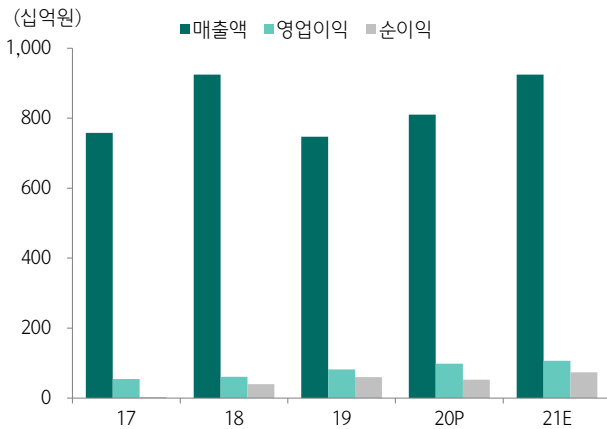
그림 6. KG이니시스 PBR 밴드차트



자료: KG이니시스, 하나금융투자

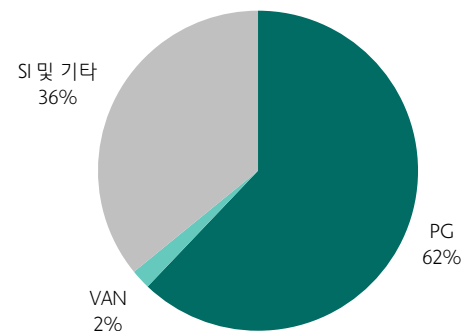
Chart Book

그림 7. KG이니스 연결 실적 추이 및 전망



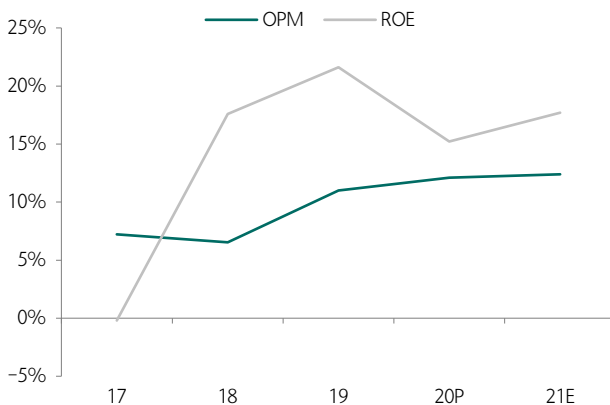
자료: 하나금융투자

그림 8. 2021년 KG이니스 연결 사업부별 매출 비중



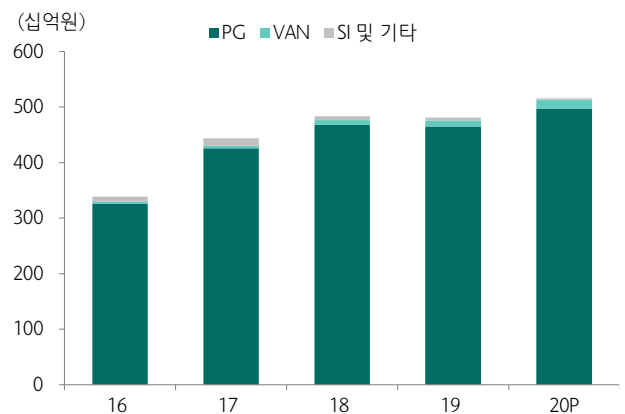
자료: 하나금융투자

그림 9. KG이니스 OPM/ROE 추이 및 전망



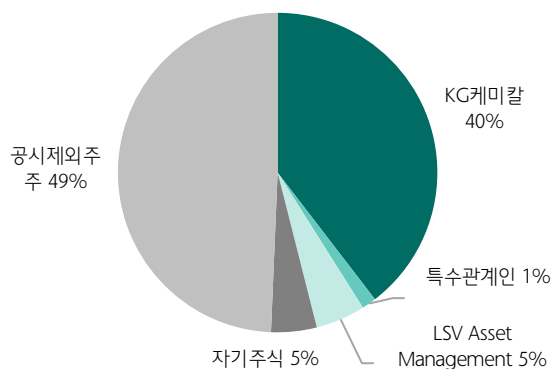
자료: 하나금융투자

그림 10. KG이니스 별도 사업부별 매출 추이



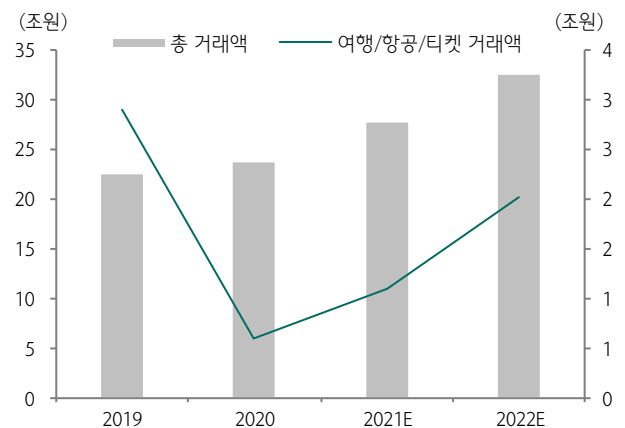
자료: 하나금융투자

그림 11. KG이니스 주주 구성



주: 2021년 3월 29일 기준
자료: 하나금융투자

그림 12. KG이니스 온택트 가맹점 연간 거래액 추이 및 전망



자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	747.6	810.2	865.8	1,014.8	1,175.5
매출원가	546.2	588.3	632.6	730.7	834.6
매출총이익	201.4	221.9	233.2	284.1	340.9
판매비	119.1	123.8	125.9	149.2	175.2
영업이익	82.2	98.0	107.3	134.9	165.7
금융손익	3.7	(3.9)	(4.5)	(3.2)	(1.9)
종속/관계기업손익	4.3	4.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(6.3)	(6.5)	0.0	0.0	0.0
세전이익	83.9	91.6	102.8	131.7	163.8
법인세	22.9	29.7	29.3	40.4	52.0
계속사업이익	61.0	61.9	73.5	91.3	111.9
중단사업이익	(1.0)	(8.9)	0.0	0.0	0.0
당기순이익	60.0	53.0	73.5	91.3	111.9
비배주주지분 순이익	10.0	10.5	14.6	18.2	22.3
지배주주순이익	50.0	42.4	58.8	73.1	89.6
지배주주지분포괄이익	58.6	69.6	63.7	79.2	97.0
NOPAT	59.8	66.2	76.7	93.5	113.1
EBITDA	128.9	134.9	131.4	168.0	201.8
성장성(%)					
매출액증가율	(19.14)	8.37	6.86	17.21	15.84
NOPAT증가율	26.96	10.70	15.86	21.90	20.96
EBITDA증가율	59.33	4.65	(2.59)	27.85	20.12
영업이익증가율	36.09	19.22	9.49	25.72	22.83
(지배주주)순이익증가율	42.05	(15.20)	38.68	24.32	22.57
EPS증가율	41.88	(15.12)	38.66	24.28	22.51
수익성(%)					
매출총이익률	26.94	27.39	26.93	28.00	29.00
EBITDA이익률	17.24	16.65	15.18	16.55	17.17
영업이익률	11.00	12.10	12.39	13.29	14.10
계속사업이익률	8.16	7.64	8.49	9.00	9.52

투자지표	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	1,792	1,521	2,109	2,621	3,211
BPS	9,605	11,700	13,475	15,762	18,639
CFPS	5,230	5,017	4,707	6,019	7,232
EBITDAPS	4,619	4,833	4,709	6,021	7,233
SPS	26,790	29,033	31,029	36,368	42,125
DPS	330	350	350	350	350
주가지표(배)					
PER	9.49	13.25	8.89	7.15	5.84
PBR	1.77	1.72	1.39	1.19	1.01
PCR	3.25	4.02	3.98	3.12	2.59
EV/EBITDA	5.38	6.27	5.50	3.90	2.77
PSR	0.63	0.69	0.60	0.52	0.45
재무비율(%)					
ROE	21.61	15.23	17.69	18.79	19.42
ROA	4.52	3.17	4.09	4.68	5.13
ROIC	39.12	39.53	41.52	59.90	85.43
부채비율	235.68	209.74	188.13	178.28	166.30
순부채비율	22.93	30.87	8.41	(6.64)	(22.26)
이자보상배율(배)	10.12	11.59	13.02	16.88	20.90

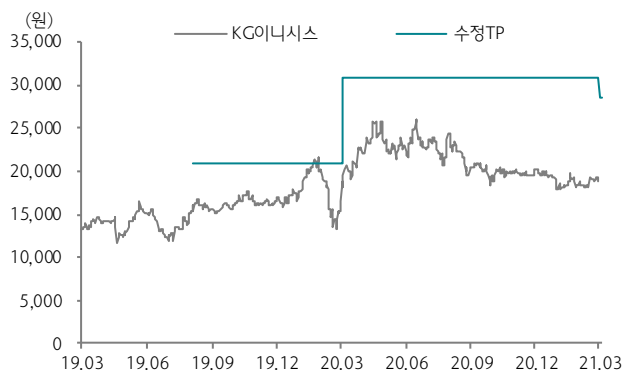
자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	564.4	565.9	663.2	800.3	972.1
금융자산	294.8	243.5	319.7	400.2	510.9
현금성자산	255.1	206.1	279.7	353.3	456.6
매출채권	37.3	38.0	40.6	47.6	55.1
재고자산	2.9	6.0	6.4	7.5	8.7
기타유동자산	229.4	278.4	296.5	345.0	397.4
비유동자산	713.6	834.6	815.8	848.1	870.6
투자자산	121.6	184.2	189.5	203.8	219.2
금융자산	73.7	110.8	111.1	111.9	112.8
유형자산	143.2	149.4	125.4	143.3	150.3
무형자산	75.0	162.1	162.1	162.1	162.1
기타비유동자산	373.8	338.9	338.8	338.9	339.0
자산총계	1,278.0	1,400.5	1,479.1	1,648.4	1,842.7
유동부채	687.3	588.9	603.3	687.6	777.1
금융부채	197.0	67.5	47.3	46.3	44.3
매입채무	11.8	2.9	3.1	3.6	4.2
기타유동부채	478.5	518.5	552.9	637.7	728.6
비유동부채	209.9	359.4	362.4	368.5	373.6
금융부채	185.2	315.6	315.6	314.6	312.6
기타비유동부채	24.7	43.8	46.8	53.9	61.0
부채총계	897.3	948.3	965.8	1,056.1	1,150.7
지배주주지분	249.4	307.9	357.3	421.2	501.4
자본금	14.0	14.0	14.0	14.0	14.0
자본잉여금	70.0	67.7	67.7	67.7	67.7
자본조정	(24.5)	(24.5)	(24.5)	(24.5)	(24.5)
기타포괄이익누계액	6.6	33.8	33.8	33.8	33.8
이익잉여금	183.3	216.9	266.4	330.3	410.5
비지배주주지분	131.3	144.3	156.0	171.2	190.5
자본총계	380.7	452.2	513.3	592.4	691.9
순금융부채	87.3	139.6	43.2	(39.3)	(154.0)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	225.7	126.9	116.5	166.5	192.6
당기순이익	60.0	53.0	73.5	91.3	111.9
조정	6	6	2	3	4
감가상각비	46.7	36.8	24.1	33.1	36.2
외환거래손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(4.3)	(3.9)	0.0	0.0	0.0
기타	(36.4)	(26.9)	(22.1)	(30.1)	(32.2)
영업활동 자산부채 변동	103.6	18.5	18.9	42.1	44.6
투자활동 현금흐름	(61.0)	(176.0)	(10.9)	(75.1)	(69.0)
투자자산감소(증가)	(7.0)	(58.5)	(8.3)	(17.3)	(18.4)
자본증가(감소)	(18.1)	(9.0)	0.0	(51.0)	(43.2)
기타	(35.9)	(108.5)	(2.6)	(6.8)	(7.4)
재무활동 현금흐름	(76.0)	0.1	(29.6)	(11.3)	(13.3)
금융부채증가(감소)	176.0	1.0	(20.2)	(2.0)	(4.0)
자본증가(감소)	0.4	(2.4)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(241.2)	13.2	(0.1)	0.0	0.0
배당지급	(11.2)	(11.7)	(9.3)	(9.3)	(9.3)
현금의 증감	88.8	(49.0)	73.6	73.6	103.3
Unlevered CFO	145.9	140.0	131.3	168.0	201.8
Free Cash Flow	207.6	117.7	116.5	115.5	149.4

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

KG이니시스



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.3.30	BUY	28,500		
20.1.28	담당자 변경			
20.4.1	BUY	30,800	-31.60%	-15.75%
20.3.16	담당자 변경		-	-
19.9.1	BUY	21,000	-18.62%	3.33%
19.8.6	Not Rated	-	-	-
18.11.7	담당자 변경		-	-
18.4.17	BUY	34,500	-42.92%	-27.54%

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	93.49%	6.51%	0.00%	100%

* 기준일: 2021년 03월 27일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(최재호)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2021년 3월 30일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트(최재호)는 2021년 3월 30일 현재 해당회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다.
- 보증·배서·담보제공·채무인수 등 채무이행 직·간접 보장 법인

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 중립자료로 사용될 수 없습니다.