

KG 이니시스 (086790)

Buy (Initiate)

목표주가(12M)	23,000 원(신규)
종가(2022/01/17)	17,500 원
상승여력	31.4%

Stock Indicator	
자본금	14십억원
발행주식수	2,790만주
시가총액	488십억원
외국인지분율	13.3%
52 주 주가	16,100~22,900 원
60 일평균거래량	231,965 주
60 일평균거래대금	4.3십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-7.2	-5.7	-21.5	-10.0
상대수익률	-2.8	-2.4	-12.6	-9.3



FY	2020	2021E	2022E	2023E
매출액(십억원)	810	1,007	1,114	1,342
영업이익(십억원)	98	110	123	145
순이익(십억원)	42	65	73	86
EPS(원)	1,521	2,320	2,619	3,084
BPS(원)	11,032	13,948	17,163	20,842
PER(배)	13.2	7.5	6.7	5.7
PBR(배)	1.8	1.3	1.0	0.8
ROE(%)	15.2	18.6	16.8	16.2
배당수익률(%)	1.7	2.3	2.3	2.3
EV/EBITDA(배)	4.9	3.1	2.1	1.1

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

[금융/핀테크] 김현기
(2122-9181) hkim@hi-ib.com

차별화된 마진과 매력적인 밸류에이션

꾸준한 성장

동사는 KG 그룹 계열 기업으로 PG와 Van 사업을 주요 서비스로 제공하고 있다. 누적 가맹점 수는 3 분기말 기준 16 만개를 상회하며 거래액 또한 3 분기 누적 19.8 조원으로 올해 역대 최대 거래액 달성이 전망된다. 업종 내에서 높은 영업이익률을 유지하고 있으며 최근에는 KG 모빌리언스, 에듀원, 할리스에프앤비 등 자회사의 성장도 이어지고 있다.

고마진 가맹점 보유

동사는 중소형/호스팅, 글로벌 가맹점 거래 비중이 높아 타사 대비 높은 영업이익률을 시현 중이다. 2019 년 중소형/호스팅과 글로벌 가맹점의 거래액 비중은 39.8%였으나 2021 년 3 분기 누적 거래 비중은 46.6%로 7% 가량 증가했다. 과거부터 이어져 온 높은 마진은 동사의 전략적인 선택으로 인한 결과이며 온라인 쇼핑의 성장과 함께해왔다.

동사는 신규 사업 진출도 적극적으로 준비하고 있다. 먼저 계열사 프랜차이즈를 통해 O2O(Online to Offline) Van 의 확대를 도모하고 있다. O2O 는 온오프라인이 결합된 결제 방법이며 전용어플, QR 코드를 통한 테이블 오더, 키오스크 등의 방식이 있다. 대표적인 케이스는 스타벅스 사이렌 오더가 있으며 비대면 결제 확대로 인해 오프라인에서도 PG 사를 통한 결제가 이뤄지고 있다.

글로벌 확장을 위한 진출도 시작하였다. 일본 1 위 PG 사인 GMO PG 와 독점 파트너 계약을 통해 일본 소비자의 한국 쇼핑물 엔화 결제를 준비 중이다. 현재 가맹점 모집 단계에 있으며 상반기 내 런칭이 예상된다.

투자의견 Buy, 목표주가 23,000 원 제시

동사에 대한 투자의견 Buy, 목표주가 23,000 원으로 커버리지를 개시한다. 코로나 19 로 촉발된 비대면 결제의 성장은 PG 업계에 우호적인 영업환경을 조성하였다. 그럼에도 불구하고 동사의 PER 6.7 배, PBR 0.9 배로 밸류에이션 하단에 위치해 있다. 성장하는 산업에서 동사의 밸류에이션은 매수하기에 부담 없는 구간이라 판단한다.

표 1. KG 이니시스 실적 전망

(단위: 억원)	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21F	2020	2021F	2022F
매출액	230	242	250	251	265	810	1,007	1,114
YoY	386%	0%	76%	27%	15%	8%	24%	11%
PG	200	203	204	207	221	740	835	936
Education	15	15	17	18	15	60	64	66
F&B	7	26	31	28	28	17	114	117
기타	8	-2	-2	-3	0	-8	-6	-5
매출원가	170	180	185	188	198	588	752	832
매출총이익	60	62	64	62	67	222	255	282
YoY	-194%	-30%	266%	9%	12%	10%	15%	10%
GPmargin	26%	25%	26%	25%	25%	27%	25%	25%
판매관리비	37	35	37	36	38	124	145	158
YoY	-145%	-45%	-558%	19%	2%	4%	18%	9%
영업이익	23	26	28	27	29	98	110	123
YoY	-1%	11%	10%	-1%	29%	14%	12%	13%
OPmargin	9.9%	10.8%	11.0%	10.6%	11.1%	12%	11%	11%
PG	25	25	24	23	27	91	98	110
Education	1	1	2	3	0	4	6	4
F&B	-9	-1	1	1	1	-3	2	5
기타	7	1	1	1	1	6	3	4
세전이익	17	28	29	27	24	92	108	122
법인세	8	8	6	2	6	30	22	30
당기순이익	9	20	23	25	17.9	53	86	91
지배지분순이익	7	16	17	18	14	42	65	69
YoY	133%	30%	73%	61%	103%	-15%	52%	6%

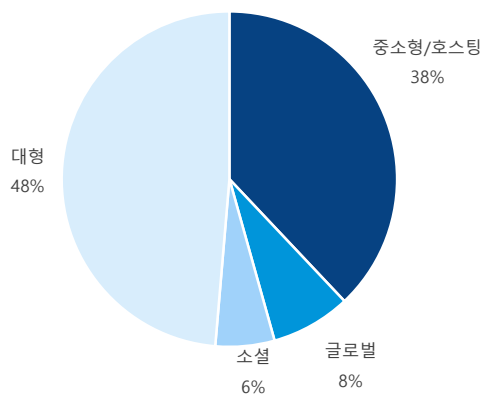
자료: KG 이니시스, 하이투자증권

투자포인트

동사 투자포인트는 첫번째로 고마진의 가맹점 비중이 높다는 점이다. 동사의 고마진 가맹점(중소형/호스팅, 글로벌) 거래액 비중은 45.7%로 전체 거래대금 중 절반에 가까운 수치를 보인다.

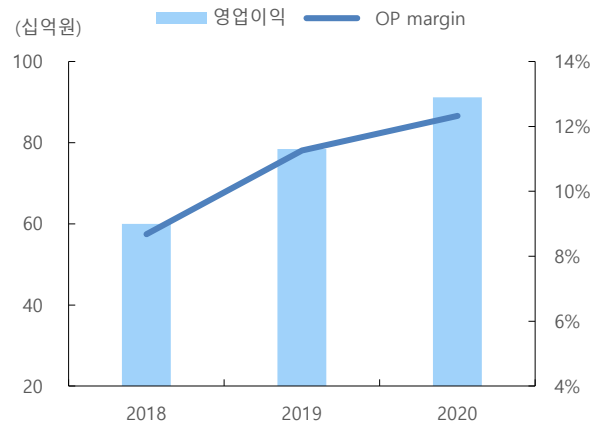
PG 사가 수취하는 가맹점 수수료는 대형 가맹점보다 중소형/호스팅 가맹점이 높는데 그 이유는 중소형 가맹점의 신용도가 상대적으로 낮다 보니 PG 사 입장에서 보아 높은 수수료를 통해 위험 관리를 할 수 있다. 신용 리스크에 대해서는 보증보험을 통해 헷지를 하기 때문에 위험도는 크지 않은 상황이다. 고마진 가맹점 확보에 따라 PG 영업이익률 또한 매년 상승하고 있기 때문에 실적 개선세가 이어질 것이다.

그림 1. KG 이니시스 거래액 카테고리별 비중



자료: KG 이니시스, 하이투자증권

그림 2. PG 영업이익 추이



자료: KG 이니시스, 하이투자증권

그림 3. KG 이니시스 주요 가맹점



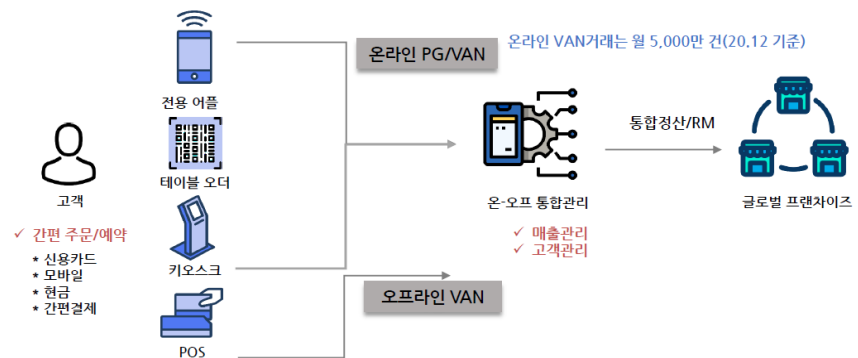
자료: KG 이니시스, 하이투자증권

두 번째로, 신규 사업 진출이 있다. PG 사업부가 캐시 카우 역할을 한다면 신규 사업을 통한 미래 먹거리 준비에도 한창이다.

먼저 계열사 프랜차이즈(Captive Market)를 통해 O2O(Online to Offline) Van 의 확대를 도모하고 있다. O2O는 소비자가 온라인에서 주문·결제를 하면 주문 정보가 오프라인 가맹점으로 가고 소비자는 오프라인 매장에서 물건을 받는 형태로 서비스가 이뤄진다. 대표적인 케이스로는 스타벅스 사이렌 오더가 있으며 KG 이니시스는 과거 스타벅스 사이렌오더 결제서비스 구축 경험이 있기 때문에 계열사를 통한 O2O 결제 서비스에서 시너지 효과를 낼 것으로 예상된다.

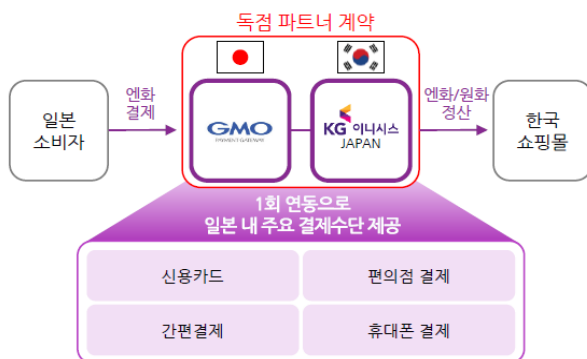
글로벌 확장을 위한 진출도 시작하였다. 일본 1 위 PG 사인 GMO PG 와 독점 파트너 계약을 통해 일본 소비자의 한국 쇼핑물 엔화 결제를 준비 중이다. 현재 가맹점 모집 단계에 있으며 상반기 내 런칭이 예상된다.

그림 4. KG 이니시스 온오프라인 통합 결제 서비스



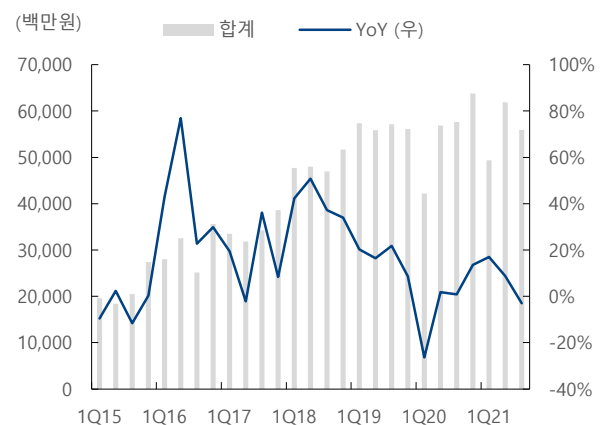
자료: KG 이니시스, 하이투자증권

그림 5. KG 이니시스 일본 결제시장 진출



자료: KG 이니시스, 하이투자증권

그림 6. 일본향 온라인 직접 판매 금액 추이



자료: 통계청, 하이투자증권

Valuation 및 목표주가

동사에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 23,000 원으로 커버리지를 개시한다. 동사의 2022F 매출액은 1 조 114 억원(+10.6% YoY), 영업이익은 1,235 억원(+12.7% YoY)으로 추정한다.

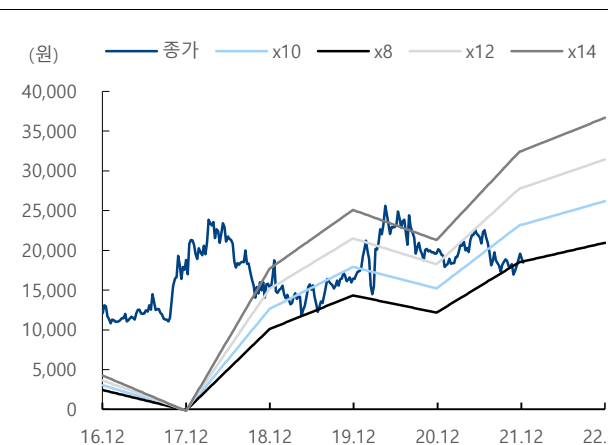
Valuation 방법론은 동사의 역사적 PER 9 배를 적용하였다. 동사의 PER 밸류에이션은 온라인쇼핑 성장에도 불구하고 경쟁사 대비 낮은 수준인데 추가적인 계열사 M&A 지원은 지양할 것으로 예상되며, 올해도 온라인 쇼핑 시장의 확대가 이뤄질 것으로 예상되기 때문에 현재 수준의 밸류에이션은 과도한 저평가 구간이라고 판단한다.

표 2. 목표주가 산정

(원, 배)	Historical PER Valuation	비고
현재주가	17,500	
12M Fwd EPS (a)	2,585	12M Fwd ROE 15.9%
Target PER (c)	9.0	2020 년 PER 적용
목표주가	23,000	(a) x (c)
상승여력	31.4%	

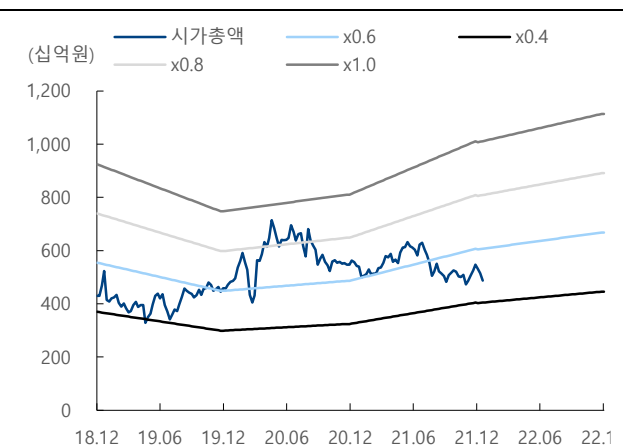
자료: 하이투자증권

그림 7. KG 이니시스 PER 밴드 추이



자료: Quantiwise, 하이투자증권

그림 8. KG 이니시스 PSR 밴드 추이



자료: Quantiwise, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	566	815	958	1,118
현금 및 현금성자산	206	403	499	596
단기금융자산	37	41	45	50
매출채권	68	85	94	113
재고자산	6	7	8	10
비유동자산	835	723	731	741
유형자산	149	136	134	135
무형자산	162	162	162	162
자산총계	1,401	1,538	1,689	1,860
유동부채	589	629	672	719
매입채무	3	4	4	5
단기차입금	47	47	47	47
유동성장기부채	20	20	20	20
비유동부채	359	359	359	359
사채	-	-	-	-
장기차입금	269	269	269	269
부채총계	948	988	1,031	1,078
자배주주지분	308	389	479	582
자본금	14	14	14	14
자본잉여금	68	68	68	68
이익잉여금	217	271	333	409
기타자본항목	-24	-24	-24	-24
비자배주주지분	144	160	179	200
자본총계	452	550	657	782

포괄손익계산서

(단위:십억원, %)	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	810	1,007	1,114	1,342
증가율(%)	8.4	24.3	10.6	20.5
매출원가	588	752	832	1,006
매출총이익	222	255	282	336
판매비와관리비	124	145	158	191
연구개발비	2	2	3	3
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	98	110	123	145
증가율(%)	19.2	11.8	12.7	17.5
영업이익률(%)	12.1	10.9	11.1	10.8
이자수익	4	7	8	9
이자비용	8	8	8	8
지분법이익(손실)	4	6	6	6
기타영업외손익	-7	-1	-1	-1
세전계속사업이익	92	108	122	143
법인세비용	30	27	30	36
세전계속이익률(%)	11.3	10.7	10.9	10.7
당기순이익	53	81	91	107
순이익률(%)	6.5	8.0	8.2	8.0
지배주주귀속 순이익	42	65	73	86
기타포괄이익	27	27	27	27
총포괄이익	80	108	119	135
지배주주귀속총포괄이익	80	108	119	135

현금흐름표

(단위:십억원)	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	127	92	109	114
당기순이익	53	81	91	107
유형자산감가상각비	37	14	11	11
무형자산상각비	-	-	-	-
지분법관련손실(이익)	4	6	6	6
투자활동 현금흐름	-176	8	-39	-40
유형자산의 처분(취득)	-9	-	-	-
무형자산의 처분(취득)	-	-	-	-
금융상품의 증감	-13	-4	-4	-5
재무활동 현금흐름	0	-14	-15	-15
단기금융부채의증감	-	-	-	-
장기금융부채의증감	-110	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-12	-9	-11	-11
현금및현금성자산의증감	-49	197	95	98
기초현금및현금성자산	255	206	403	499
기말현금및현금성자산	206	403	499	596

주요투자지표

	2020	2021E	2022E	2023E
주당지표(원)				
EPS	1,521	2,320	2,619	3,084
BPS	11,032	13,948	17,163	20,842
CFPS	2,841	2,818	3,018	3,474
DPS	350	400	400	400
Valuation(배)				
PER	13.2	7.5	6.7	5.7
PBR	1.8	1.3	1.0	0.8
PCR	7.1	6.2	5.8	5.0
EV/EBITDA	4.9	3.1	2.1	1.1
Key Financial Ratio(%)				
ROE	15.2	18.6	16.8	16.2
EBITDA 이익률	16.6	12.3	12.1	11.6
부채비율	209.7	179.8	156.9	138.0
순부채비율	20.6	-19.6	-31.5	-39.6
매출채권회전율(x)	12.6	13.2	12.5	13.0
재고자산회전율(x)	181.2	149.0	141.2	146.9

자료 : KG 이니시스, 하이투자증권 리서치본부

KG 이니시스

최근 2년간 투자 의견 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2022-01-18(담당자변경)	Buy	23,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 김현기)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.
 - Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
 - Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
 - Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상
2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
 - Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2021-12-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	95.4%	4.6%	-