

핀테크

비중확대 (신규)

이보 전진을 위한 일보 후퇴

신한투자증권
기업분석부

박현우 연구원
☎ 02-3772-1568
✉ phw@shinhan.com

은경완 연구위원
☎ 02-3772-1515
✉ kw.eun@shinhan.com

신한 리서치
투자정보



Contents

Investment Summary 3

Key Charts 4

I. 티메프 사태와 PG업 7

II. 규제 강화로부터 태동하는 신사업 14

III. 반등의 기미 20

IV. 경험에서 찾는 기회 25

Company Analysis

헥토파이낸셜(234340) - 매수 (신규), 목표주가 26,000원(신규) 29

NHN KCP(060250) - 매수 (유지), 목표주가 11,500원(하향) 37

KG이니시스(035600) - 매수 (신규), 목표주가 13,000원(신규) 44

Investment Summary

티메프 사태, 그 이후를 바라봐야 할 때

6월말 대비 PG 3사 합산 시가총액 18.2% 감소

티몬과 위메프가 대규모 정산 지연 사태로 기업회생 절차를 밟는 사이에 PG사들은 소비자 결제취소·환불을 떠안게 됐다. 긴 정산주기와 판매대금 유용 등 규제 사각지대를 해소하기 위해 이커머스/PG 제도 개선안이 논의되고 있다.

PG사의 손실분이 명확히 가늠되지 않는 상황에서 6월말 대비 커버리지 PG 3사의 합산 시가총액은 약 18.2% 감소했다. 펀더멘탈 변화가 아닌 일회성 이슈임을 감안하면 하락 폭은 다소 과하다. 대손 손실은 3~4분기 실적에 반영될 예정이다. 두려움은 실체를 모를 때 극대화된다. 악재 해소 차원에서의 접근이 유효하다.

규제 강화로부터 태동하는 신사업

우량 PG사 중심의 시장 재편 예상

선불업 대행, 에스크로 정산 대행 → 지급결제 안정성 제고

PG제도 개선의 방향성과 새롭게 파생되는 신사업에 주목할 필요가 있다. 자본금 규모 상향, 미정산자금 별도 관리 등의 규제 강화를 감안하면 기본적으로 우량 PG사 중심의 시장 재편을 예상한다. 지급결제 안정성 제고 목적에 맞는 결제/정산 시스템(ex. 에스크로)을 제공할 수 있는 업체의 수혜가 기대된다.

마침 전자금융거래법 개정안에 따라 선불전자지급업자 의무 요건 또한 강화됐다. 기존에 E쿠폰 등을 발행하던 업체들은 각종 비용 및 규제 등으로 직접 선불업 라이선스를 취득하기보다는 PG사에 위탁할 가능성이 높다. 선불업 라이선스를 보유하고 대규모 트래픽 처리 경험이 있는 업체들이 두각을 드러낼 것이다.

반등의 기미

1) 물가 안정 + 2) 비소비지출감소(ex. 이자) → 가계 구매력 개선

금리 인하에 따른 핀테크 투자 활성화도 긍정적

온라인 쇼핑이 구조적으로 성장하던 시기는 지났다. 성장률 반등을 위해서는 가계소비 회복이 선행되어야 한다. 1) 물가 안정과 금리 인하에 따른 2) 이자 등 비소비지출 부담 감소로 가계의 구매력 개선을 기대한다. 내년 상반기부터 소비성 지출 증가와 이커머스 신뢰 회복에 기반한 점진적인 온라인 쇼핑 반등을 점친다.

그간 금리와 결제업종 주가는 높은 상관관계를 보였다. 다만 하반기 들어 티메프 사태 여파로 단기적으로 디커플링이 심화됐다. 글로벌 핀테크 투자 활성화 과정에서 업종 전반의 투자심리 개선과 함께 점진적인 디커플링 해소에 무게를 둔다.

경험에서 찾는 기회

PG사 주가 ⇒ Q의 성장 기대감

과거 해외 가맹점 유입(2019~2020년), C커머스 국내 진출(2023년말) 시기에서 볼 수 있듯이 PG사의 주가는 결국 Q의 성장에 대한 기대감과 비례한다. 해외정산 솔루션 등 글로벌 사업이 가시화되는 헥토파이낸셜을 Top Pick으로 제시한다. 선불업, 에스크로 정산대행 등 신사업에 적극 대응하는 점도 긍정적이다. 당분간 온라인 쇼핑 성장률 둔화가 불가피한 가운데 대형 가맹점 중심 포트폴리오를 기반으로 비교적 견조한 거래액 성장이 가능한 NHN KCP를 관심종목으로 권한다.

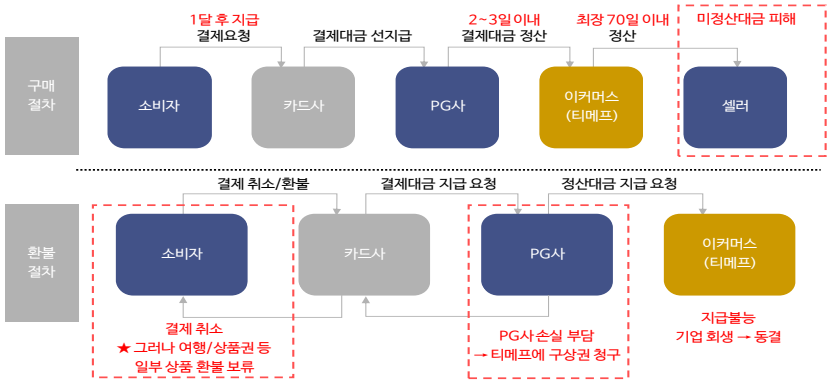
Key Charts

온라인 신용카드 결제 시 정산 주기



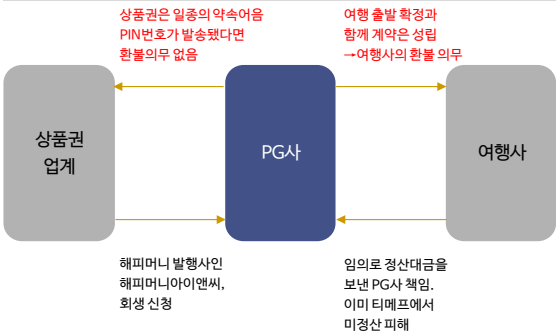
자료: 신한투자증권

티메프 사태 구매 및 환불 프로세스



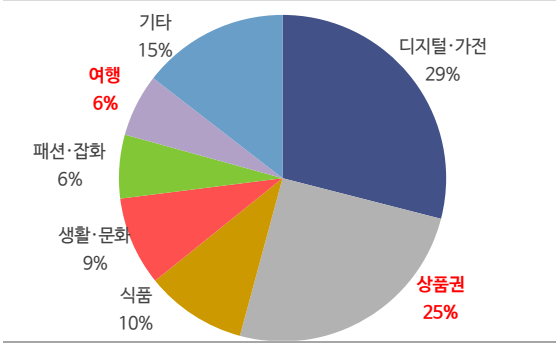
자료: 신한투자증권

환불 보류 중인 상품권/여행상품 관련 쟁점



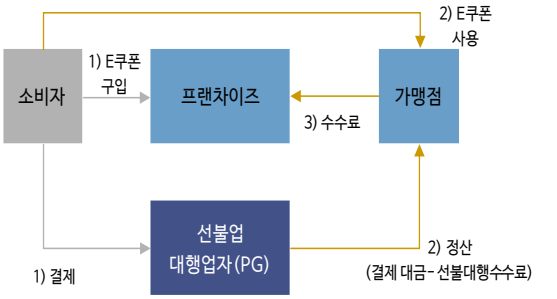
자료: 언론 보도, 신한투자증권

업종별 미정산금액 분포(셀러 미정산대금)



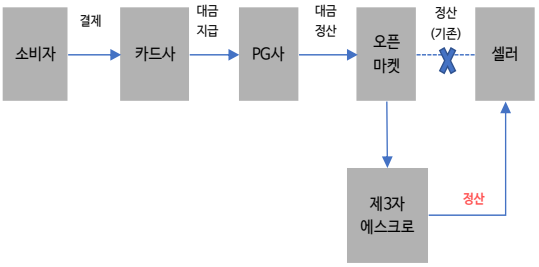
자료: 금융위원회, 신한투자증권

선불업 대행 프로세스



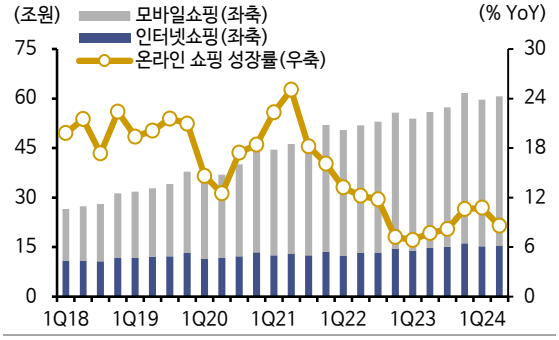
자료: 신한투자증권

제3자 에스크로 정산대행 프로세스



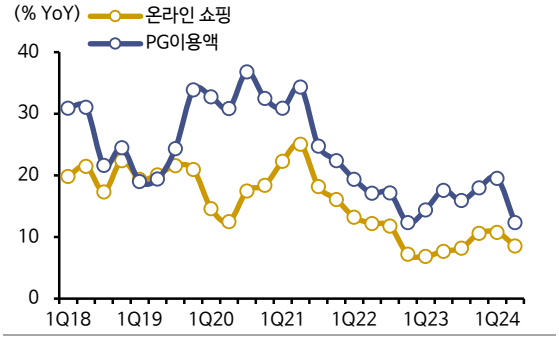
자료: 신한투자증권

국내 온라인 쇼핑 성장률



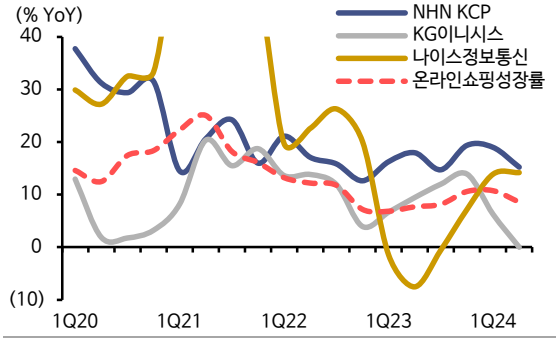
자료: 통계청, 신한투자증권

온라인 쇼핑 및 PG이용액 성장률



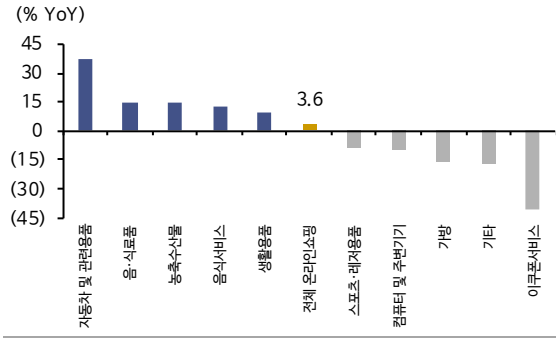
자료: 한국은행, 통계청, 신한투자증권

국내 온라인 쇼핑 및 PG사별 거래액 성장률



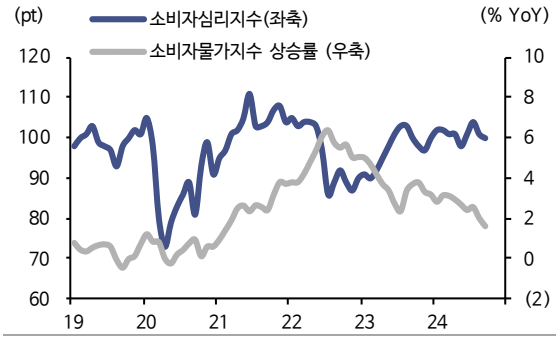
자료: 회사 자료, 통계청, 신한투자증권

7~8월 합산 성장률 상/하위 5개 상품군



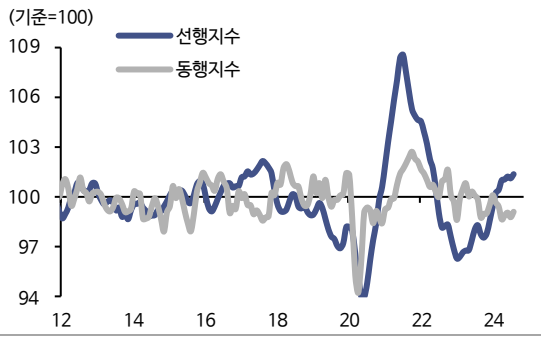
자료: 통계청, 신한투자증권

소비자물가지수 상승률 및 소비자심리지수



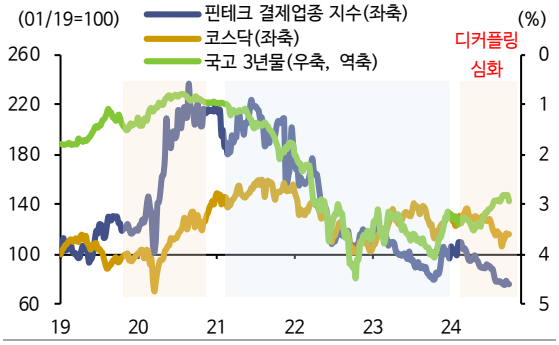
자료: 한국은행, 통계청, 신한투자증권

SH 소비 선행 및 동행지수 순환변동치



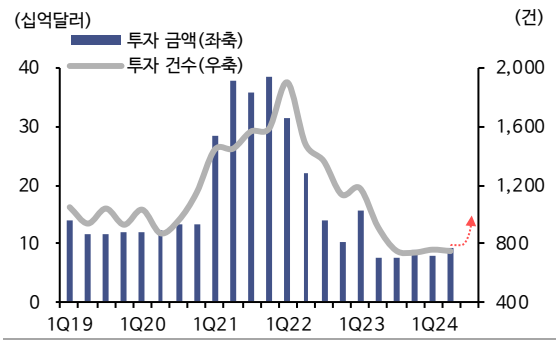
자료: 한국은행, 신한투자증권

결제업종 주가와 금리



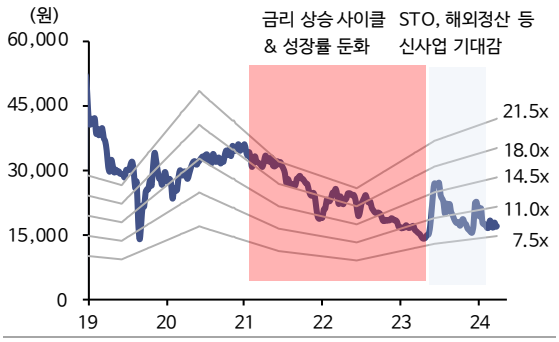
자료: FnGuide, 신한투자증권 / 주: 결제업종 종목은 NHN KCP, KG이니시스, 헥토파이낸셜, 나이스정보통신, KG모빌리언스 기준

글로벌 핀테크 투자 금액 및 건수



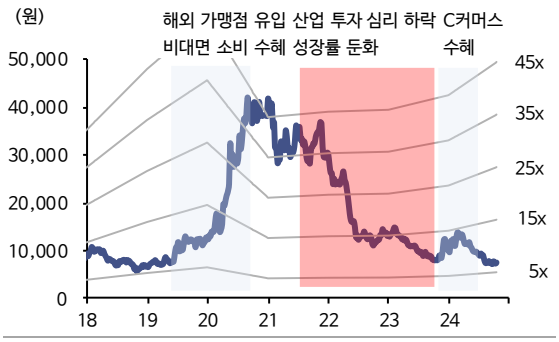
자료: CB Insights, 신한투자증권

헥토파이낸셜 12MF PER Band



자료: Quantiwise, 신한투자증권 추정

NHN KCP 12MF PER Band



자료: Quantiwise, 신한투자증권 추정

I. 티메프 사태와 PG업

티메프 사태로 드러난 PG업의 본질

티메프發 대규모 정산지연 및 소비자 결제취소/환불 발생

큐텐그룹 산하 티몬/위메프 대규모 정산 지연사태 발생

지난 7월초 위메프의 입점업체 판매대금 정산 지연 문제가 발생했다. 일시적인 유동성 문제로 인한 단순 정산 지연사태면 다행이었겠지만 그렇지 않았다. 위메프가 속한 큐텐 그룹 내 티몬 또한 며칠이 지나 동일한 상황을 연출했다. 문제는 일파만파 커져갔다. 셀러들은 플랫폼을 이탈했고 카드사, PG사, 여행사, 은행 등은 연이어 티메프 제휴 서비스를 중단하기 시작했다. 사태 수습에 대한 일말의 희망도 잠시 티몬/위메프는 7월 29일 법원에 기업회생을 신청했다.

PG사, 티메프 대신 소비자 결제 취소/환불

∵ 여전법 제19조 7항

신용카드 등을 통해 결제대금을 지급했음에도 상품 및 서비스를 제공받지 못한 일부 소비자들은 결제취소 혹은 환불에 나섰다. 금융당국은 티몬/위메프가 지급불능 상태이므로 PG사들이 먼저 소비자들에게 환불을 하는 방향으로 유도했다. 당초 PG사들은 관련 거래를 취소할 경우 손실을 온전히 떠안을 수 있다며 환불을 거부했지만 금융당국은 현행법 위반 소지 등을 이유로 결제취소를 압박했다.

여신전문금융업법 제19조(가맹점의 준수사항) 7항은 '신용카드회원등이 거래 취소 또는 환불 등을 요구하는 경우 이에 따를 것'을 명시한다. 따라서 결제대행업체(PG)는 신용카드로 거래한 소비자들의 거래 취소, 환불에 응해야 했다.

티메프 사태 타임라인 정리

일자	내용	일자	내용
7월 8일	◆ 위메프 입점업체 정산 지연 문제 발생	23일	◆ 위메프/티몬, 판매자 대규모 이탈 ◆ 카드사/PG사/여행사/은행, 티메프 제휴 서비스 중단
9일	◆ 티몬캐시 10% 할인 이벤트 개최	24일	◆ 공정위, 피해자 구제 방법 검토 실시
10일	◆ 큐텐그룹 글로벌 플랫폼 '위시플러스'와 위메프 정산지연 사태 수면 위로	29일	◆ 구영배 대표, "지분 매각 등으로 사태 수습" 입장 발표 ◆ 티몬/위메프, 법원에 기업회생 신청 ◆ 정부, 5,600억원+α 유동성 즉시 투입 발표 ◆ PG사, 결제취소/환불 착수
11일	◆ 위메프, 정산 시스템 문제로 인한 지연 입장 발표. 내일(12일)까지 모든 대금 정산하겠다 약속	30일	◆ 국회 정무위원회, 티메프 관련 긴급 현안 질의
12일	◆ 위메프, 판매자 대금 정산 연기	9월 9일	◆ PG업 제도개선안 발표
13일	◆ 티몬도 판매대금 정산지연 문제 발생	10일	◆ 법원, 티메프 회생절차 개시 결정. 10월 24일 채권 신고 결정 예정
17일	◆ 큐텐, 정산지연 사태 사과. 이자 10% 지급, 수수료 3% 감면 약속	23일	◆ 금융위·공정위, 티메프 사태 재발 방지를 위한 '대규모유통업법·전자금융거래법 개정안' 공청회
22일	◆ 티몬, 무기한 정산지연 선언	30일	◆ 한국소비자원, 여행·숙박·항공 상품 집단 분쟁조정 개시

자료: 언론 보도, 신한투자증권

PG사 ≒ 온라인 가맹점들의 대표 가맹점

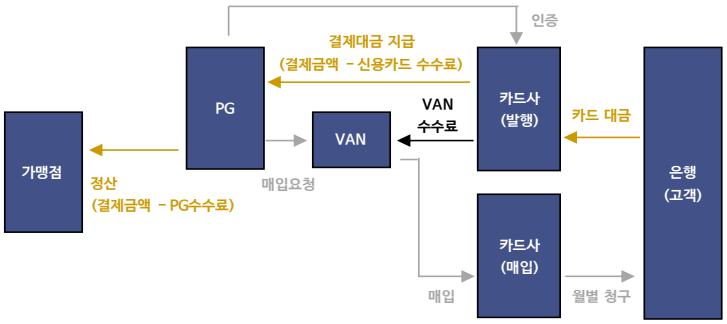
그렇다면 PG사는 왜 소비자의 결제취소·환불을 대신해줘야 했을까? 이 구조를 이해하기 위해서는 PG업의 사업모델과 역할을 우선 알아야한다.

소비자가 판매자에게 돈을 지불하고 제품/서비스를 받는 행위는 어디서나 동일하지만, 1) 어디서, 2) 어떻게 지불했느냐에 따라 결제 프로세스는 제각각 다르다. VAN사가 오프라인 결제의 핵심이라면 PG사는 온라인 결제 통로의 핵심이다. PG(Payment Gateway)사는 다수의 카드사와 직접 계약하기 어려운 온라인 쇼핑몰을 대신해 대표 가맹점으로서 결제 업무를 대신해준다. 결제수단에 따라 신용카드, 휴대폰 소액결제, 계좌이체, 가상계좌 등으로 분류되는데, 신용카드 PG 서비스가 이용금액 기준 약 81%(2Q24 기준)로 대부분을 차지한다. 한편 국내 PG사는 8월말 기준 159개로 시장 경쟁이 강화되고 있으며, 상위 4사의(NHN KCP, 토스페이먼츠, KG이니시스, 나이스페이먼츠)의 점유율은 70%대를 상회한다.

오프라인 결제과정에서 VAN사의 역할은 승인, 매입 등 거래가 정상적으로 이뤄지는 것까지인데 반해 PG사는 '정산' 업무까지 담당한다. 카드사가 거래대금 중 카드사 수수료를 제외한 부분을 PG사에 지급하면 PG사는 PG수수료를 제외한 금액을 가맹점에 정산한다. 오프라인과 달리 온라인 상에서는 2번의 정산이 이뤄진다고 보면 된다. 결국 PG사의 마진은 PG수수료와 신용카드 수수료 간 스프레드이다. 따라서 PG수익은 PG수수료율(P)와 거래금액(Q)에 의해 결정된다.

PG수수료율의 경우 가맹점과의 협상력 차이에 기인하기 때문에 가맹점 별로 수수료율이 상이하다. 예를 들어 PG사는 거래대금이 큰 대형 가맹점(ex. 커머스 등)의 경우 수수료율을 인하하면서 가맹점 유치를 한다. 또한 협상력이 낮은 가맹점이라도 과도한 수수료율을 부과하면 해당 가맹점은 다른 PG사로 이탈할 수 있다. 따라서 수수료율은 PG사가 완전히 컨트롤 할 수 없기 때문에 결국 거래대금의 성장이 PG사의 외형 성장과 직결된다.

온라인 신용카드 결제 프로세스



자료: 신한투자증권

티메프 사태의 원인은?

다소 길었던 정산 주기

정산까지의 시차 존재

타 이커머스 대비 길었던 정산주기(~2달)

온라인 상에서 신용카드를 통해 결제가 이뤄지면 통상 2~3일 안에 PG사는 카드사로부터 수취한 결제대금을 가맹점에 지급한다. 물론 이커머스 업체별로 셀러들에 대금을 정산하는 주기는 천차만별이다. 티몬과 위메프의 경우 셀러들의 상품 판매가 완료된지 최대 2달이 지나서야 판매대금을 정산했다. PG사로부터 결제대금을 수취해서 셀러들에게 정산해주기까지의 2달간의 기간 동안에는 티몬과 위메프가 판매대금을 쥐고 있었던 것이다.

전자상거래는 현장에서 물건을 사고 대가를 지불하는 것이 아니기 때문에 판매로부터 정산까지 시차가 존재하는 것은 당연하다. 이커머스 플랫폼들은 판매대금을 셀러들에 정산해주기 전까지 단기금융상품 등으로 운용해 이자수익을 수취하곤 한다. 다만 큐텐그룹 산하 플랫폼의 정산 주기는 업계 내에서 확연히 길었다.

온라인 신용카드 결제 시 정산 주기



자료: 신한투자증권

이커머스 업계 정산 주기

구분	정산기준		정산일정	정산비율(%)
G마켓/옥션	일반정산		구매확정/반품완료/교환완료 +1영업일	100
	빠른정산		스마일배송 출고 +1영업일	90
			환불보증금 설정 후 +10영업일	10
네이버	일반정산		구매확정/반품완료/교환완료 +1영업일	100
	빠른정산		잡화 처리 +1영업일	100
11번가	일반정산		구매확정/반품완료/교환완료 +2영업일 *파트너 1,2등급은 +1영업일	100
	빠른정산		택배사 발송완료 +1영업일	100
쿠팡	일반정산	주정산	매주 마지막 날 +15영업일	70
			월 단위 합산, 매월 마지막 날 + 익익월1일	30
		월정산	매월 마지막 날 +15영업일	100
	빠른정산		구매확정 기준, 다음날 오전 10시 *쿠팡 샐러 체크카드로 지급, 나머지는 기존 정산계좌	90
위메프	일반정산		월 매출마감+익익월 7일	100
티몬	일반정산		거래 발생 월 말일 +40일	100

자료: 언론 보도, 신한투자증권

자체 PG를 통한 정산 내재화 → '판매대금 유용' 일탈 가능성

1차 PG사: 플랫폼에 결제대금 정산

2차 PG사: 플랫폼 내 셀러들에 판매대금 정산

이커머스 신용카드 결제 과정에는 1차 및 2차 PG사가 있다. **1차 PG사**는 NHN KCP, KG이니시스 등과 같은 전업 PG사로 카드사로부터 대금을 수취받아 플랫폼에 정산하는 역할까지 수행한다. **2차 PG사**는 간편결제사, 플랫폼사 등으로 플랫폼 내에 셀러들에 대금을 정산하는 역할을 한다.

네이버, 쿠팡 등 대형 오픈마켓 업체들은 간편결제를 도입하기 위해 자체 PG사를 두기 시작했다. 일부 이커머스 업체는 PG겸영 논란을 피하고 전자금융업자 대상 규제(ex. 자본 건전성)를 적용받지 않기 위해 결제사업부를 자회사로 분사했다. 참고로 쿠팡은 자회사인 쿠팡페이를 통해서 간편결제를 제공하고 내부 판매대금을 정산한다. 해외 이커머스의 사례를 참고하면 아마존의 경우 외부PG 업체를 사용하고 플랫폼 내부로는 자금이 들어가지 않는 것으로 전해진다.

반면 티몬과 위메프는 이커머스 플랫폼 자체가 내부정산을 하는 2차 PG 역할까지 수행하면서 대금 유용의 여지가 생겼다. 전자상거래와 지급결제 간 방화벽 부재로 자금압박에 시달릴 경우나 다른 용도로도 PG사의 자금에 손을 댈 수 있었다. 실제로 정무위원회 질의 과정에서 그룹의 미국 이커머스 업체인 '위시' 인수자금에 티메프의 미정산대금 400억이 포함되었다는 사실이 드러났다. 물론 당시에 두 회사가 PG업에 등록한 것과 2차 PG사로서 셀러들에 대금 정산을 했던 것 자체에는 법률적으로 문제는 없었다.

주요 이커머스 플랫폼 및 자회사의 전자금융업 라이선스 보유 현황

전자금융업자명	선불전자지급수단발행업	전자지급결제대행업(PG)	결제대금예치업(ESCROW)
네이버파이낸셜㈜	●	●	●
쿠팡페이㈜	●	●	●
㈜지마켓	●	●	●
㈜카카오	●	●	●
㈜카카오페이	●	●	●
㈜에스에스지닷컴	●	●	
십일번가㈜	●	●	●
롯데쇼핑㈜	●	●	●
㈜티몬	●	●	●
㈜위메프		●	
㈜인터파크트리플	●	●	●
㈜우아한형제들	●	●	
㈜컬리페이	●	●	
㈜무신사페이먼츠		●	
㈜당근페이	●	●	●

자료: 금융감독원, 신한투자증권

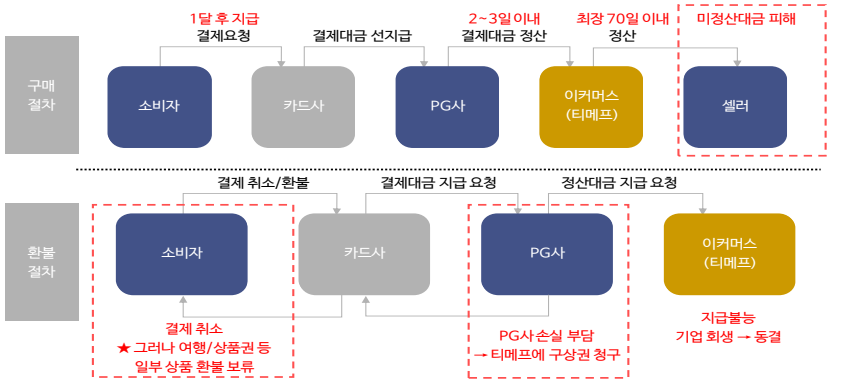
PG업계 손실 규모는?

미정산자금 1.3조원
(셀러들의 피해분)

PG사 손실분
= 소비자 결제 취소/환불
+ 일부 선정산 건들

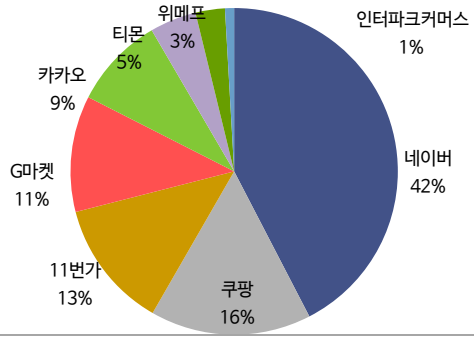
두려움과 공포는 실체를 모를 때 극대화된다. 아직 PG사의 손실 규모가 확정되지 않은 탓에 이에 대한 과도한 우려가 존재한다. PG사의 손실 규모를 예측하기 위해서는 '어디까지가 PG사의 몫인지'를 명확히 구분할 필요가 있다. 우선 티메프에 입점한 셀러들의 미정산금액 규모는 약 1.3조원 수준이다. 다만 이는 PG사가 책임질 부분은 아니다. **PG사의 손실분은 1) 소비자의 결제 취소/환불 건과 2) 일부 PG업체들의 선정산 건**에 해당한다. 따라서 결제 건들 중 실제 물품 또는 용역이 제공되지 않았다는 사실이 확인되는 건들에 대해서는 환불이 마무리된 것으로 전해진다. 금융당국에 따르면 환불이 완료된 금액은 약 359억원으로 여행상품을 포함한 일반상품은 248억원, 상품권은 111억원 수준이다. 해당규모는 회사별로 3~4분기에 걸쳐 PG사의 영업외손실로 대부분 반영될 것이다.

티메프 사태 구매 및 환불 프로세스



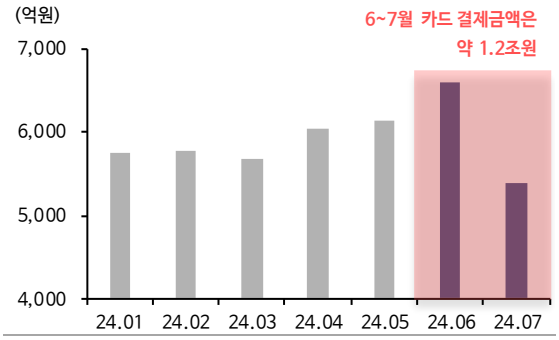
자료: 신한투자증권

국내 오픈마켓별 시장점유율(2022년말 기준)



자료: 공정거래위원회, 신한투자증권

2024년 티몬/위메프 합산 카드 결제금액



자료: 모바일인덱스 추정, 신한투자증권

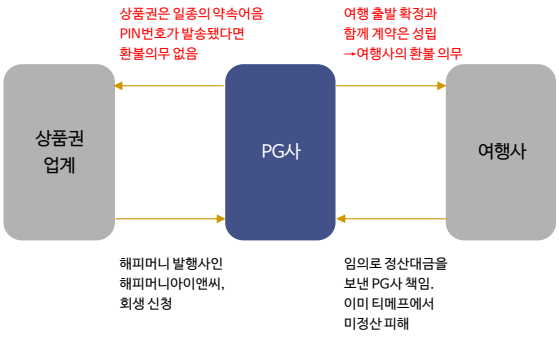
PIN번호 부여된 상품권 및 여행 출발 확정된 여행상품은 환불 보류

12월 중순 내 소비자분쟁조정위원회 조정 결정

다만 PIN번호가 기부여된 상품권 그리고 여행/숙박/상품권 등의 상품들은 소비자분쟁조정 과정에 있다. 환불의 주체와 주체별 책임 비중이 관건이다. 여행업계는 거래대금을 정산받지 못한 만큼 PG사가 신속히 환불할 것을 요구한다. 반면 PG업계는 여행 출발 확정과 함께 계약이 성립되기에 계약 당사자인 여행사들이 서비스 이행 의무를 다해야 한다고 주장한다. 또한 상품권은 일종의 약속어음이기에 PIN번호가 발송됐다면 환불의무가 없다는 입장이다. 9월말 한국소비자원에서 분쟁조정 절차를 개시한 만큼 늦어도 12월 중에는 조정 결정이 나올 것이다.

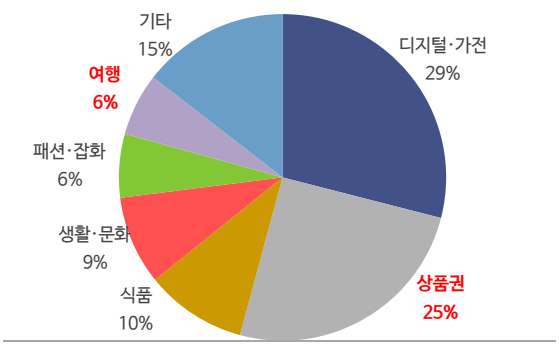
업종별 미정산금액을 통해 티메프 내 카테고리별 거래액을 유추할 수 있다. 미정산금액 내에서 상품권/여행 상품의 경우 약 31%를 차지하는 반면 소비자 결제취소·환불 금액에서는 비중이 그것보다 크다. 일반상품의 경우 결제부터 배송까지의 시차가 작기 때문에 재화나 서비스 제공이 완료된 건들이 많다. 반면 여행상품의 경우 결제일로부터 여행 출발일까지의 시간이 다소 길다. 또한 일부 상품권 판매는 결제일로부터 익월에 PIN번호를 받는 상품도 있었다. 상품권 사용처에서는 정산지연 사태가 불거진 뒤 티메프에 입점한 상품권 발행업체의 상품권 사용을 막기 시작했다. 상기한 이유로 일반상품 대비 상품권·여행상품의 환불 비중이 컸던 것으로 파악된다.

환불 보류 중인 상품권/여행상품 관련 쟁점



자료: 언론 보도, 신한투자증권

업종별 미정산금액 분포(셀러 미정산대금)



자료: 금융위원회, 신한투자증권

유관업계 동향을 살펴보면 여행업계은 미정산 피해액을 약 천억원으로 추산했다. 하나투어/모두투어는 2분기 실적에 합산 약 120억 수준의 손실 반영했다. 물론 티메프 내 하나투어/모두투어 M/S는 시장대비 낮았고 중소 여행사의 피해규모가 더 클 것으로 관측된다. NHN 페이코는 2분기에 대손 102억원을 반영했고, 최근 티메프 사태 관련 공시한 미회수 매출채권 규모가 약 1,300억원(해피머니 관련 870억 + 티몬캐시 + 소비자 환불건 등)에 달한다. 해당 금액 내에는 상품권 업계와 티메프의 과도한 상품권 할인 판매 과정에서 자체 포인트로 교환해주던 페이코 머니 관련 익스포저가 클 것으로 예상한다.

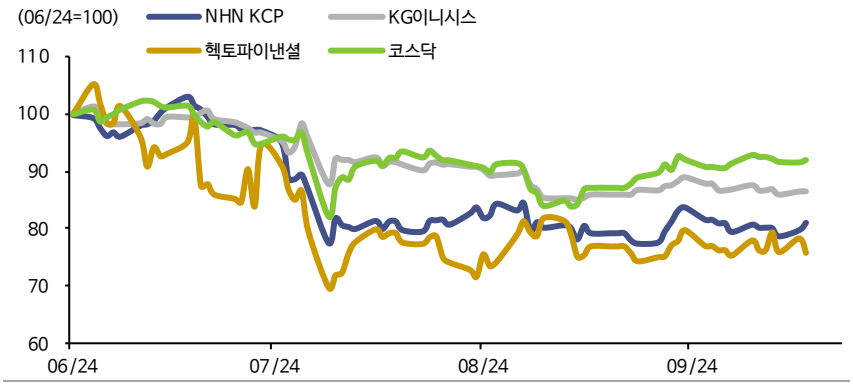
지난 9월 10일 티메프는 회생 절차 개시 결정을 받았다. 그럼에도 PG사의 대금 손실 보전은 불투명하다. 1) 1.3조원에 달하는 미정산대금, 2) 임금체불 등 자금 상황이 녹록치 않은 데다 정상적인 영업이 쉽지 않을 것이기 때문이다. 따라서 구상권 청구가 쉽지 않을 것으로 예상된다.

일부 PG사는 정산 지연 문제 발생 이전부터 리스크 관리를 위해 티몬/위메프 대상으로 정산을 미뤘다. 이런 경우 결제대금 정산 전 예치/신탁했던 미지급금에서 손실을 일부 만회할 수 있을 것이다.

6월말 대비 커버비지 PG 3사 합산 시가총액 약 18.2% 감소

이처럼 PG사의 손실분이 명확히 가늠되지 않는 상황에서 6월말 대비 커버리지 PG 3사의 합산 시가총액은 약 18.2% 감소했다. 펀더멘탈의 변화가 아닌 일회성 손실임을 감안하면 하락 폭은 다소 과하다.

커버리지 3사 6월말 대비 주가 추이



자료: Quantiwise, 신한투자증권

티몬·위메프 관련 PG서비스를 제공한 결제사

구분	
◆NHN KCP	◆네이버파이낸셜
◆한국정보통신(KICC)	◆스마트로
◆KG이니시스	◆다날
◆나이스페이먼츠	◆NHN 페이코
◆토스페이먼츠	◆헥토파이낸셜
◆카카오페이	◆갤럭시아머니트리
◆KG모빌리언스	

자료: 금융감독원, 언론 보도, 신한투자증권

II. 규제 강화로부터 태동하는 신사업

제도 개선에 따른 변화

PG업 범위 명확히. 내부 정산은 PG업에 해당 X

금융위는 9월 초 'PG 제도개선 방안'을 발표했다. PG업의 개념을 명확히 하는 것을 우선으로 삼았다. 현행법 상 PG의 정의는 이커머스의 부정산을 포함한 모든 정산업무가 포함될 수 있도록 포괄적으로 규정한다. 자기사업의 일부로서 대금을 수취해 내부 정산을 하는 경우에는 PG업에 해당되지 않음을 명확히 할 필요가 있다는 입장이다. 참고로 내부 정산을 하는 이커머스, 프랜차이즈 등은 PG업이 아닌 대규모유통업법을 적용받을 가능성이 높다.

자본금 요건 강화, 미정산자금 전액 별도 관리

→ 우량PG사 중심으로 한 산업 재편 예상

전업 PG사에 대한 규제 강화로 이어지는 흐름이다. PG사의 건전경영을 유도하기 위해 거래규모에 비례한 자본금 규모를 상향할 것으로 보인다. 업계에서는 현행 1) 분기별 거래액 30억원 이하: 3억원, 2) 30억원 초과: 10억원 등 2구간에서 '자본금 100억원 구간'이 신설될 것으로 예상한다.

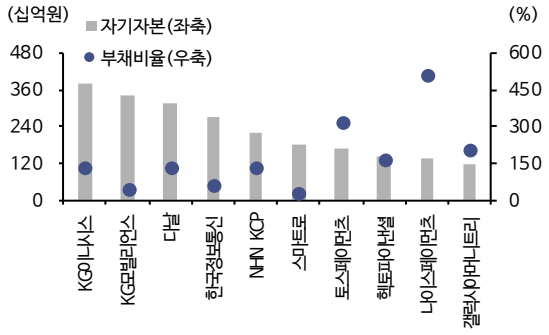
정산자금 전액 보호를 위해 PG사의 미정산자금 전액에 대한 별도 관리 의무가 부과될 예정이다. 제도 시행 후 3년에 걸쳐 '60% → 80% → 100%'로 관리 의무는 단계적으로 상향될 계획이다. 8월말 기준 전자금융업에 등록된 PG사는 159개이다. 현재도 상위 PG사들의 경우 충분히 미정산자금에 대한 관리가 철저한 것으로 파악되나 중소형 PG사들 경우 제도 개선으로 유동성 부담이 가중될 것으로 본다. 리스크관리, 투명성 등에 방점을 두는 만큼 건전성과 유동성을 공히 갖춘 **우량 PG사 중심의 산업 재편**을 전망한다.

PG 제도개선 방안: 1) 미정산자금 전액 별도관리, 2) PG사의 건전경영 유도, 3) PG업 정의

구분	내용	비고
정산자금 전액 보호	◆PG사의 미정산자금 전액에 대해 별도 관리 의무 부과 ◆별도 관리는 예치, 신탁, 지급보증보험 가입으로, 신탁·지급보증 시 운용범위는 국공채 등 안전자산으로 제한 ◆계약 체결 시 판매자에게 정산자금 보호 조치 내용 고지, 홈페이지 공시	제도 시행 후 1년 동안은 미정산자금의 60%, 2년 후부터는 80%, 3년 후에는 100%로 관리 의무 단계적 상향 계획
PG사의 건전경영 유도	◆경영지도기준이나 별도관리의무를 준수하지 않는 경우 시정요구, 영업정지, 등록취소 등 단계적 조치 ◆별도관리 자산을 정산목적 외에 사용하거나 계약기간으로 정한 정산기한 내에 대금을 미지급한 경우에는 제재·처벌	실질적 관리·감독 장치 마련
	◆PG사의 거래규모에 비례한 자본금 규모 상향 추진	현행 2구간. 분기별 거래액 30억원 이하는 3억원, 30억원 초과는 10억원 (업계는 자본금 100억원 구간 신설 예상
PG업 정의 명확하게 구분	◆PG업은 계속적·반복적으로 타인 간의 대금결제를 대신해주는 영업활동 ◆현행 전자금융거래법에서는 PG업을 대가의 정산을 대행하거나 매개하는 것으로 규정. 사실상 내부정산을 포함한 모든 정산업무가 포함될 수 있도록 규정. 이커머스, 백화점, 프랜차이즈 등과 같이 자기 사업의 일부로서 대금을 수취하여 내부정산을 하는 경우도 PG업에 해당할 수 있는 상황	이커머스, 프랜차이즈 등은 대규모유통업법 적용 예정

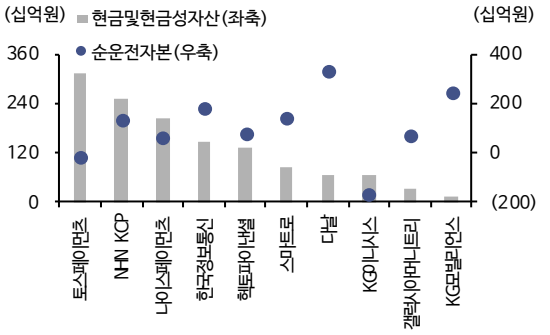
자료: 금융위원회, 신한투자증권

주요 PG사별 자기자본 및 부채비율



자료: Dart, 신한투자증권 / 주: 2023년말 별도 기준.

주요 PG사별 현금및현금성자산 및 순운전자본



자료: Dart, 신한투자증권 / 주: 2023년말 별도 기준

주요 PG사의 전자금융업 라이선스 보유 현황

전자금융업자명	선불전자지급수단발행업	직불전자지급수단발행업	전자지급결제대행업(PG)	결제대금예치업(ESCROW)
NHN KCP			●	●
KG이니시스	●		●	●
헥토파이낸셜	●		●	●
나이스페이먼츠			●	●
케이지모빌리언스	●	●	●	●
다날	●		●	●
갤럭시아머니트리	●	●	●	●
코나아이	●	●	●	
한국신용카드결제			●	●

자료: 금융감독원, 신한투자증권

자구적인 업계 정산 관행 개선 기대

티메프 사태와 관련해서 PG사에 '대표 가맹점으로서의 관리·감독 준수'에 대한 지적이 나온다. PG사는 대표 가맹점이지만 사실 가맹점은 PG사에게 고객사이다. 따라서 가맹점의 내부 정산과정까지 감독하는 것은 현실적으로 어렵다.

PG사의 거래액=$\sum$(*가맹점 GMV* $*$ *가맹점 내 PG서비스 M/S*)

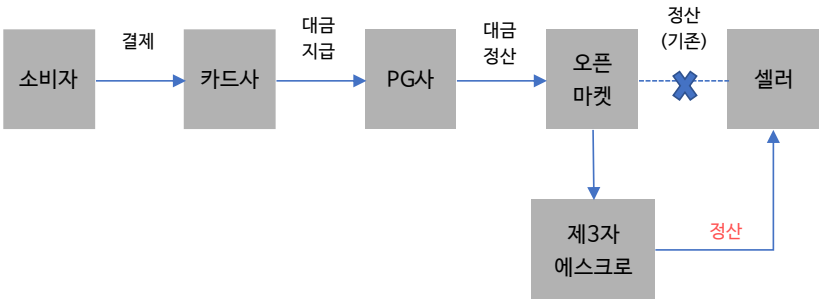
PG사의 외형 성장을 위해서는 거래액을 늘려야 한다. 즉, 거래액이 큰 가맹점과 PG계약을 맺는 게 유리하다. 업체에게 유리한 조건을 제시하고 일부 PG사가 역마진을 감수하면서까지 가맹점 확보를 위해 노력했던 것이 사실이다.

다만 이제는 플랫폼 정산금 분리 보호 조치의 필요성이 대두되고 있다. 실제로 큐텐그룹 산하 인터파크커머스는 기업회생 신청 전 사업을 정상화하기 위한 노력의 일환으로 KG이니시스와 제휴하여 에스크로정산방식을 도입했었다.

일부 전업 PG사들 중심 이커머스에 PG에스크로 정산대행 할 업체 요구

나아가 일부 전업 PG사들을 중심으로 재무구조가 우량하지 못한 이커머스 가맹점에 PG에스크로 정산 대행을 해줄 수 있는 업체를 요구하고 있다. 이전까지는 1차 PG사들이 이커머스 업체들의 판매대금 정산/관리 등과 관련해서는 별다른 목소리를 내지 못했다. 업계의 자구적인 정산 관행 개선이 점쳐진다.

제3자 에스크로 대행 서비스 프로세스



자료: 신한투자증권

선불업 관련 전자금융거래법 개정

선불업 등록 요구가 예상되는 업종 다수

등록 요건 까다롭고 결제 인프라 구축 역시 부담

마침 전자금융거래법 개정안이 9월 15일 시행됐다. 2021년 머지포인트 사태를 계기로 선불 이용자 보호를 강화하기 위함이다. 티메프 사태와는 무관하게 이전부터 예정된 법안 개정이었다. 그럼에도 일련의 '상테크' 논란 등과 겹치면서 더욱 주목을 받고 있다. 선불전자지급수단은 선불충전금뿐만 아니라 모바일 상품권, 게임머니, 포인트 등이 모두 해당된다. 주요 내용은 **구입가능한 재화·용역이 '2개 업종 이상'이어야 선불수단에 해당한다는 기준이 단일업종으로 변화**한 것이다. 이에 따라 프랜차이즈 본사부터 게임사, 백화점 등 유통업체까지 포함될 가능성이 높다. 가령 소비자가 커피 프랜차이즈 A사에서 발행한 상품권, 기프티콘 등으로 가맹점에서 결제해 음료를 구매한 경우가 이에 해당한다.

자체 라이선스 취득보다는 대행 수요 예상

지역화폐 경험/선불업 라이선스 보유 업체 주목

선불업 등록대상 기업들은 6개월 이내에 선불업자로 등록해야 한다. 참고로 선불업 등록 요건은 전산업무 경력 임직원 및 각종 전자금융 프로그램 보유, 부채비율 200% 이내 등이 있다. 본업과 무관한 결제 인프라를 구축하는 것도 부담이다.

따라서 해당 기업들은 자체 라이선스 취득보다는 선불업과 PG업 라이선스를 보유한 PG사들에 고객예치금을 대신 받아 신탁/분리예치하는 선불업 대행을 맡길 것으로 전망한다. 기존 지역화폐 사업 경험이 있는 헥토파이낸셜, 코나아이, 다날 등을 포함해 선불업 라이선스를 보유한 PG업체들을 중심으로 관련 서비스를 준비 중인 것으로 파악된다. NHN KCP 또한 선불업 라이선스 취득을 준비 중이다.

헥토파이낸셜: 긴 가상계좌 업력. 대규모 계좌 트래픽 처리에 강점

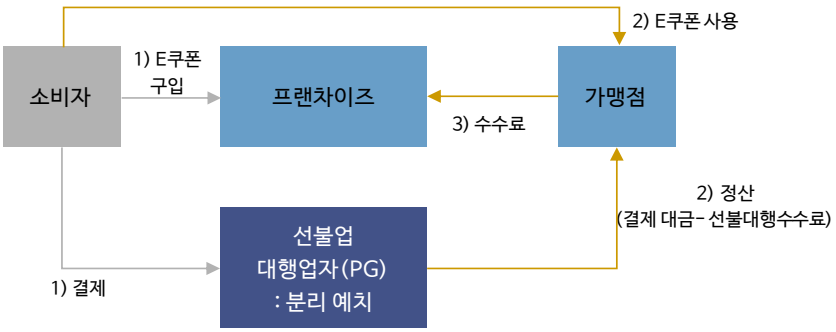
선불업 대행업에서 핵심 경쟁력은 대량의 선불금 관리 역량이다. 헥토파이낸셜은 가상계좌 사업을 20년 넘게 영위하여 모든 은행과의 망 구축이 돼있다. 신용카드 PG를 중심으로 성장한 PG사들과는 레거시 시스템이 다르다. 대규모 계좌 트래픽 처리 역량을 기반으로 선불업 대행 시장을 선점할 것으로 기대한다.

선불업 관련 전자금융거래법 시행령 내용

구분	내용	
별도관리 의무화	◆ 선불충전금 전액(100% 이상)을 별도관리 의무 부과 ◆ 신탁·지급보증보험 방식으로 국채증권 매수, 은행 예치 등 안전한 방법으로 운용	
과도한 할인 발행 제한	◆ 부채비율이 200% 이하인 선불업자에 한해 할인발행 또는 적립적 지급 허용	
선불업 감독 대상 확대	기존	개정
	구입가능한 재화·용역이 2개 업종 이상이어야 선불수단 해당	업종 기준 삭제
	가맹점 수 10개 이하면 등록 면제	가맹점이 1개일 경우 등록 면제
	발행잔액이 30억원 이하인 경우 등록 면제	발행잔액(30억원) 및 연간 총발행액(500억) 미만인 경우 등록 면제
	발행인 및 특수관계인(모·자회사)을 제외한 제3자에게 사용되어야 선불수단 해당	특수관계인이 삭제되어, 모·자회사에서 사용되는 경우에도 선불수단 해당

자료: 금융위원회, 신한투자증권

선불업 대행 서비스 프로세스



자료: 신한투자증권

E쿠폰서비스: 온라인 쇼핑 시장 대비 고성장 상품군

선불 대행 수수료 등 신 수익원 기대

모바일 상품권은 전체 온라인 쇼핑 시장 대비 고성장하는 상품군이었다. 티메프 사태를 중심으로 '상테크' 관련 문제가 불거지며 7월 이후 E쿠폰서비스 판매액이 대폭 감소했지만 편의성을 바탕으로 실사용/선물 목적의 경상판매액은 지속해서 증가할 것으로 예상한다. 락인 효과 등을 감안하면 발행 업체들 또한 선불업을 쉽게 포기하기는 어렵다. 선불업 시장 확대와 선불업 대행 서비스를 통해서 PG사의 선불업 대행 수수료 등 신 수익원 성장을 기대한다.

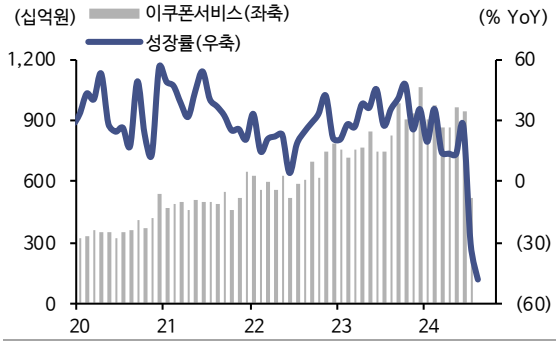
다만 발행자와 서비스 주체가 다른 '화이트라벨링'이 소비자를 오인케 하거나 규제를 우회하는 수단이 될 수 있다는 우려 또한 존재한다. 금융당국 전금업자의 화이트라벨링 이슈 관련 적정성을 검토 중인 것으로 전해진다.

선불전자지급수단 예시



자료: 회사 자료, 신한투자증권

E쿠폰서비스 성장률



자료: 통계청, 신한투자증권

외부 PG사를 통한 정산대행 수요

오프라인 유통업체의 대표가맹점 PG 등록 의무

이번 전금법 개정안에 포함된 대표가맹점 PG 등록의무는 1년 간의 유예기간을 거쳐 내년 9월 15일부터 시행된다. 주요 내용은 플랫폼, 유통업체 본사 등이 간편결제 등 전자적 방법으로 재화의 구입 또는 용역 이용의 대가 정산을 대행하거나 매개하는 경우 PG사로 등록해야 한다는 것이다. 전자금융업자에게 미등록 PG사와 가맹점 계약을 체결하지 않도록 의무를 부과했기 때문이다. 이커머스 플랫폼들은 대부분 자체 PG 라이선스를 보유했기 때문에 이커머스보다는 유통업에 미치는 영향이 크다. 즉, 백화점, 편의점 등 오프라인 유통업체 본사들이 간편결제를 취급하는 경우에 PG 라이선스 등록이 요구된다. 물론 정산업무를 외부 PG사가 대행하는 경우에는 PG 라이선스 취득이 불필요하다.

자체 등록보다는 외부 PG사를 통한 정산 대행 예측

따라서 1) 간편결제를 제공하지 않거나, 2) 직접 PG업 라이선스를 취득하거나, 3) 외부 PG사에 정산대행을 맡기는 등 3가지 방안을 선택할 것이다. 오프라인에서 카카오페이/네이버페이/삼성페이 등을 통한 간편결제가 활성화되고 있는 만큼 (1)번의 가능성은 희박하다. PG업 라이선스를 직접 취득할 경우 전자금융업자에 해당하는 규제가 적용되므로 외부 PG사와 대표가맹점 계약을 맺는 안이 유력했다.

금융위원회 보도자료 일부 발췌

내용

◆ 이번 전자금융거래법 시행령 개정과 무관하게, 현행 전자금융거래법규에 따르면 플랫폼, 유통업체 본사 등이 **전자적 방법으로 재화의 구입 또는 용역 이용의 대가 정산을 대행하거나 매개**하는 경우 **전자지급결제대행업자(PG사)로 등록**해야 합니다.

◆ 또한, 플랫폼이나 유통업체 본사 등이 반드시 결제대금 정산업무를 해야하는 것은 아니며, **정산업무를 외부 PG사가 대행하는 경우에는 전자지급결제대행업 등록이 필요하지 않습니다**.

◆ **이번 시행령 개정안**에서 전자금융업자에게 미등록 PG사와 (대표)가맹점 계약을 체결하지 않도록 의무를 부과한 것은, 지급결제 과정에서 불법 미등록 PG사가 개입하지 못하도록 한 것입니다.

자료: 금융위원회, 신한투자증권

그러나 PG 제도 개선방안에 따르면 내부 정산은 PG업의 범위에 미포함

다만 최근 PG제도 개선 방안을 통해 PG업의 범위를 명확히 하는 과정에서 내부 정산은 PG업에 포함하지 않는 방향으로 가닥을 잡은 듯하다. '대표가맹점의 PG 등록 의무'라는 기존의 금융당국의 입장과는 배치되는 내용이다. 이 경우 유통업체들의 대표가맹점 PG등록 의무는 해소될 것이다. 내년 9월까지 1년 간의 유예기간이 적용된 만큼 향후 PG제도 개선안과 대규모유통업법 등 관련 입법 과정을 주시할 필요가 있어 보인다.

III. 반등의 기미

안개가 걷힌다

다소 불편한 업황

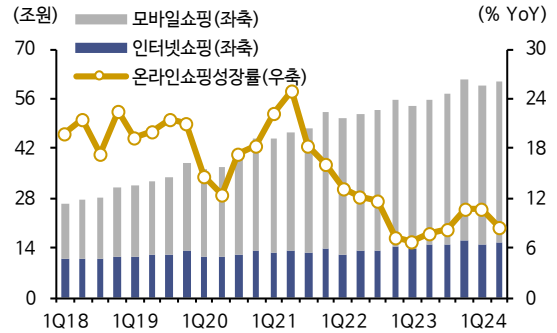
온라인 쇼핑: 과거 대비 경기민감도↑

코로나19 기간동안 오프라인 소비가 위축되며 온라인 상에서 식품, 물건 등을 소비하는 비중이 늘어났다. 온라인 쇼핑이 활성화되는 과정에서 전자결제지급대행 업체인 PG사 또한 수혜를 입었다. 그러나 리오프닝 이후 대면소비가 빠르게 회복됐다. 기준금리 인상으로 인한 가계의 소비 여력 또한 감소했다. 온라인 쇼핑 성장률 둔화 중인 가운데 티메프 사태의 직격탄을 맞았다. 과거 경기에 연동된 소매판매와 달리 온라인 쇼핑이 구조적으로 성장을 하던 시기는 지났다.

8월 온라인 쇼핑 성장률: +1.9% YoY. 현 표본으로 통계 집계한 이래 최저치

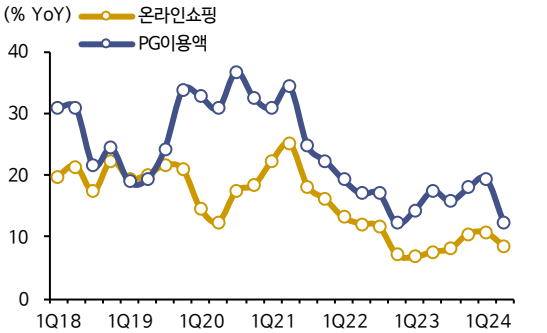
8월 온라인 쇼핑 성장률은 전년동기대비 +1.9%로 2017년 통계 작성 이후 최저치를 기록했다. E쿠폰서비스(-48.6% YoY) 등 큐텐그룹 산하 플랫폼에서 많이 거래됐던 품목 위주로 부진했다. 이커머스 업황의 반등을 위해서는 소비자들의 이커머스에 대한 신뢰 회복이 필요하다. 따라서 당장은 온라인 쇼핑 성장률 대비 견조한 거래액 성장이 가능한 PG업체에 주목할 필요가 있다.

국내 온라인 쇼핑 성장률



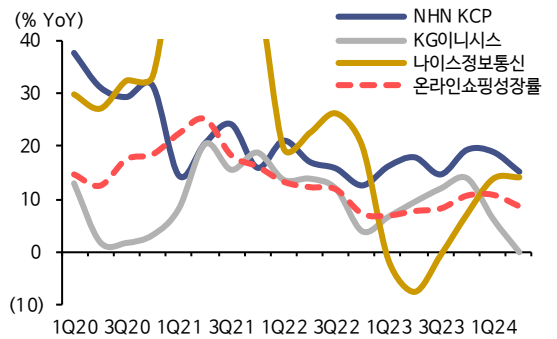
자료: 통계청, 신한투자증권

온라인 쇼핑 및 PG이용액 성장률



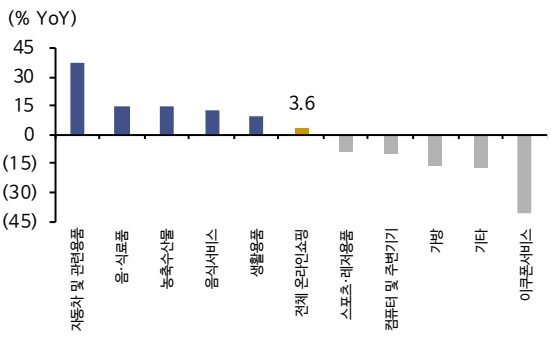
자료: 한국은행, 통계청, 신한투자증권

국내 온라인 쇼핑 및 PG사별 거래액 성장률



자료: 회사 자료, 통계청, 신한투자증권

7~8월 합산 성장률 상/하위 5개 상품군



자료: 통계청, 신한투자증권

가계소비/온라인 쇼핑: 가계 구매력 개선 → 거래액 반등

1) 물가 안정, 2) 이자 등 비소비지출 부담 감소

→ 가계 구매력 개선

온라인 쇼핑 거래액의 반등을 위해선 가계소비 회복이 선행돼야 한다. 가계의 가처분소득 내 소비지출을 뺀 흑자액은 꾸준히 감소 중이다. 지난 2분기 평균소비성향은 약 71.0%로 2020~2021년을 제외한 1Q19~2Q24 기간의 평균소비성향을 상회한다. 쉽게 말해 미래의 소비재원은 줄어들고 있고, 당장에 허리띠를 졸라매고 있지도 않다. 주목할 점은 물가가 안정화되고 있다는 것이다.

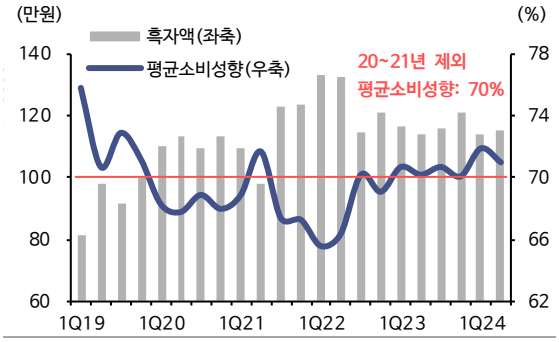
당사 채권전략팀 한국 기준금리 전망					
(%)	4Q/24	1Q/25	2Q/25	3Q/25	4Q/25
기준금리	3.25	3.00	2.75	2.75	2.75

자료: 신한투자증권 / 주: 분기말 기준

소비자물가 상승률은 한때 6%를 상회했으나 최근 2% 내외까지 안정됐다. 한국은행은 지난 11일 물가 안정 및 금융 안정에 기반해 3년 2개월 만에 기준금리 인하(3.50%→3.25%)를 단행했다. 물가 안정화 추세 속 금리 인하에 따른 이자 등 비소비지출 부담 감소로 가계의 구매력 개선을 기대한다.

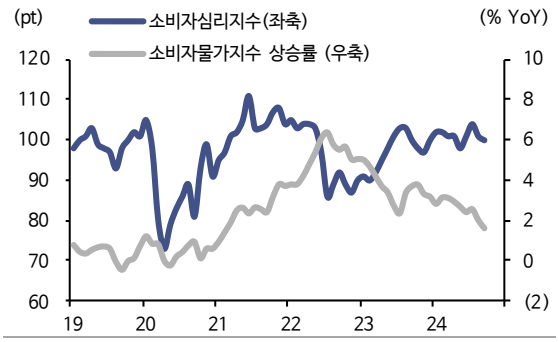
당사 매크로팀은 하반기 금리인하 기대감과 부동산 가격 상승에 따른 고소득층 소비 개선이 당분간 소비 경기 하단을 지지하고 내년 상반기부터 점진적 회복을 전망한다. 1) 소비성 지출 증가와 2) 이커머스 신뢰 회복을 바탕으로 PG 거래액 성장률 또한 내년 상반기부터 점차 반등을 예상한다.

가계 평균소비성향 및 흑자액



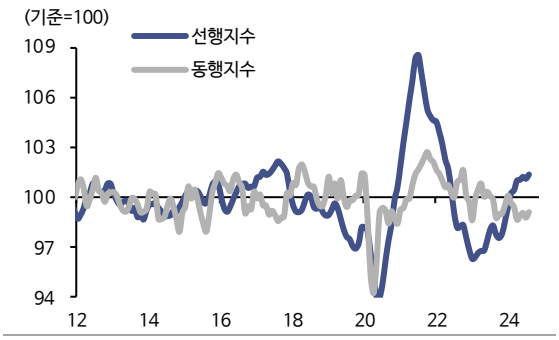
자료: 한국은행, 신한투자증권

소비자물가지수 및 소비자심리지수



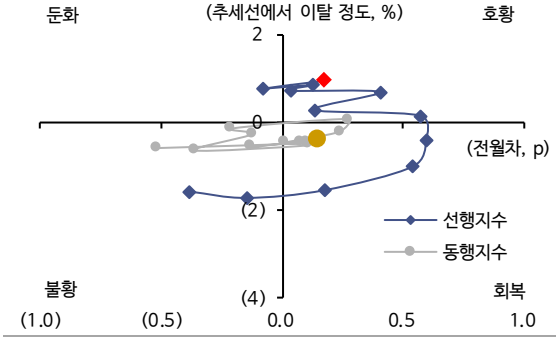
자료: 한국은행, 통계청, 신한투자증권

SH 소비 선행 및 동행지수 순환변동치



자료: 한국은행, 신한투자증권

SH 소비 동행 및 선행지수 경기 순환도



자료: 한국은행, 통계청, 신한투자증권

주가 반등 요인 충분

금리 인하에 거는 기대

금리 인하 수혜 강도 高

∵ 1) 결제업종 주가와 금리 간 높은 상관관계,

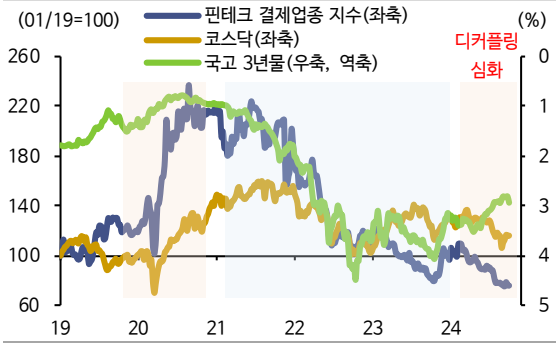
2) 글로벌 핀테크 투자 활성화로 인한 투심 개선

연준은 9월 FOMC에서 기준금리를 5.5%에서 5.0%로 인하했다. 한국은행 또한 10월 금통위에서 기존 3.5%에서 0.25%p 인하를 결정했다. 금리 인하를 반기는 만큼이나 경기침체 우려가 공존하는 것도 사실이다. 그럼에도 가계소비 반등, 카드사 조달비용 완화 등 PG사에게 우호적인 환경이 마련되는 것은 분명하다.

물론 금리 인하 수혜가 핀테크 업종에만 국한된 것은 아니다. 다만 금리와 주가 간의 높은 상관관계, 업종 전반에 도는 훈풍 등을 감안하면 수혜 강도는 타업종 대비 높을 것으로 판단한다. 결제업종 주가와 시장금리와 높은 상관관계를 보인다. 하반기 들어 심화된 결제업종 주가와 금리 간 디커플링은 티메프 사태 등에 기인한 일시적 현상이다. 금리 인하기에 점진적인 디커플링 해소에 무게를 둔다.

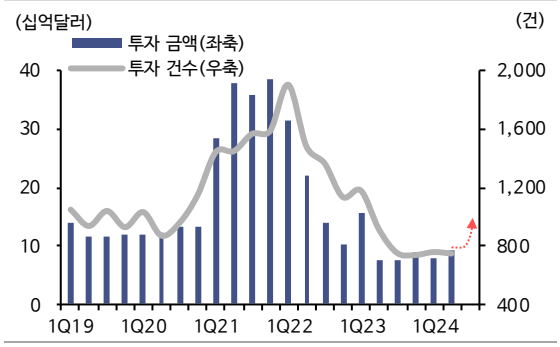
고금리 기간동안 자금조달 난항, 차입금 부담 등의 영향으로 스타트업/벤처기업 비중이 높은 핀테크 업종 전반에 냉기가 돌았다. 시장금리 하락과 함께 글로벌 핀테크 투자 금액과 건수 또한 올해 상반기를 기점으로 반등의 기미를 보이는 점 역시 긍정적이다. 핀테크 투자 활성화 과정에서 투자심리 개선이 기대된다.

결제업종 주가와 금리



자료: FnGuide, 신한투자증권 / 주: 결제업종 종목은 NHN KCP, KG이니시스, 헥토파이낸셜, 나이스정보통신, KG모빌리언스 기준

글로벌 핀테크 투자 금액 및 건수



자료: CB Insights, 신한투자증권

낮아진 눈높이는 충분히 충족 가능

주가는 EPS와 PER의 함수이다. 높았던 실적 추정치의 하락, 성장률 둔화에 따른 밸류에이션 조정이 이어지면서 PG사의 주가는 장기간 부진했다. 반면 현재 결제업종 주가는 실적과 밸류에이션에 대한 낮아진 눈높이를 충분히 반영하고 있다. 티메프 사태로 인한 PG사의 손실 부담 우려에 1) 실적은 과소추정되고 2) 12MF PER은 밴드 역사적 하단에 있다. 대내외 경기 여건 회복으로 지금의 낮아진 눈높이는 충분히 충족 가능하다. 할인율 하락에 따른 주가 리레이팅 시기가 다가온다. 한동안 주식시장에서 PG업종이 소외된 만큼 이젠 관심을 가져야 할 시기다.

카드수수료 적격비용 심사: 불확실성 해소 차원에서 접근

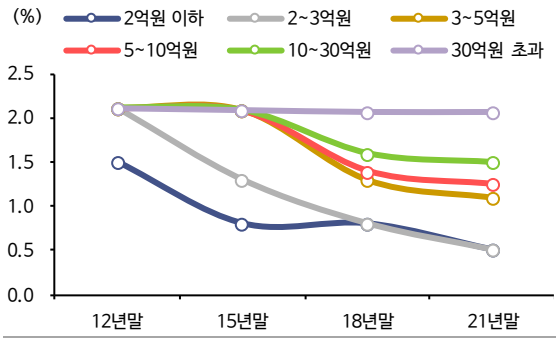
연말 카드수수료 적격비용 심사 예정

'카드수수료율 인하 → PG 업계의 마진 축소' 우려

금융당국은 3년을 주기로 실시하는 '카드수수료 적격비용 심사'를 통해 영세 가맹점 대상 수수료율을 지속적으로 인하했다. 2022년부터 연매출 3억 이하 영세가맹점의 수수료율은 기존 0.8%에서 0.5%로 인하됐으며, 2012년 이후 3차례 재산정된 결과 2012년 대비 연간 카드수수료 누적 절감 규모는 약 2.4조원에 달한다.

2022년 카드사는 마진 하락분 일부를 PG사에 전가하기 위해 PG사로부터 수취하는 수수료율을 일방적으로 인상했다. 다만 PG업계 반발에 부딪혀 기존 2.2% 전후에서 업체별로 2~4bp 인상하고 3분기에 PG사에 카드수수료를 환급했다. 3년이 지나 올해말 적격비용 재산정 주기가 도래한다. 따라서 과거처럼 '카드수수료율 인하 → PG업계의 마진 축소' 모습이 재현되지 않을까란 우려가 잔존한다.

가맹점 매출 구간별 신용카드 수수료율 추이



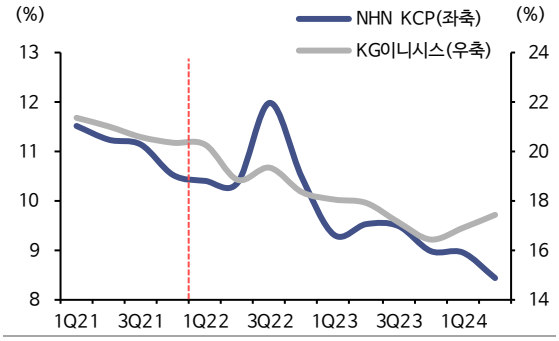
자료: 금융위원회, 신한투자증권

2021년말 신용카드 수수료율 변동 내역

구분	연 매출	변경 전	변경 후
영세	3 억 이하	0.8(0.5)	0.5(0.25)
중소	3~5 억원	1.3(1.0)	1.1(0.85)
	5~10 억원	1.4(1.1)	1.25(1.0)
	10~30 억원	1.6(1.3)	1.5(1.25)

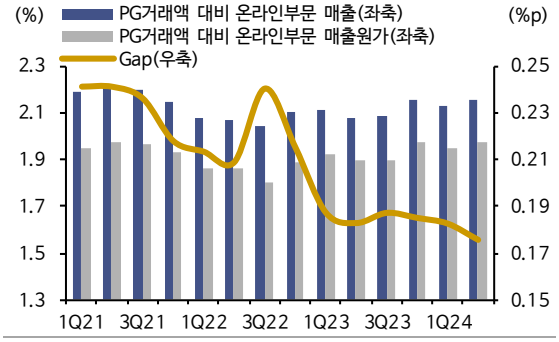
자료: 금융위원회, 신한투자증권 / 주: 괄호 안은 체크카드

카드수수료율 인하 시기 GPM 변화



자료: 회사 자료, 신한투자증권 / 주: 별도 기준

NHN KCP PG거래액 대비 매출 및 매출원가



자료: 회사 자료, 신한투자증권

1) 카드수수료율 인하 폭 제한적일 것

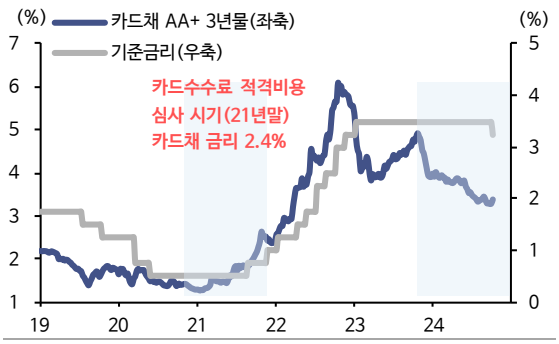
카드수수료 적격비용 심사에는 조달비용 등 다양한 비용 요인들을 분석한다. 다만 2021년말 대비 카드사의 조달금리가 상승했고 현재 신용카드 수수료율이 충분히 인하됐다는 점을 고려하면 추가 인하 폭은 제한적일 것으로 전망한다. 카드수수료율 인하 전인 2021년과 비교하면 카드승인액은 20.1% 증가했지만 카드사의 가맹점수수료 수익은 5.2% 증가하는데 그쳤다. 물론 정책의 목표가 당초 영세가맹점의 카드수수료 부담 경감이라는 점을 기억할 필요는 있다.

2) PG사에 마진 하락분 전가 가능성 낮음

티메프 사태의 손실 부담과 관련해서 일각에선 카드업계도 고통을 분담해야 한다고 주장한다. 일반적인 전자상거래에서 카드사는 약 2.2% 수수료를 수취하고 PG사는 20bp 수준의 수수료를 받는다. 다만 티메프의 경우 대형 가맹점이기에 PG수수료율은 2~5bp 수준이었다. 카드수수료 환급분을 고려해도 카드사가 티메프 거래액에서 수취한 카드수수료는 0.7% 수준으로 파악된다. PG사가 티메프 사태로 과도한 손실 부담을 떠안았고 사태 수습에 정점에 있는 만큼 카드업계가 지난번처럼 가볍게 부담을 떠넘기기는 쉽지 않을 것으로 예상한다.

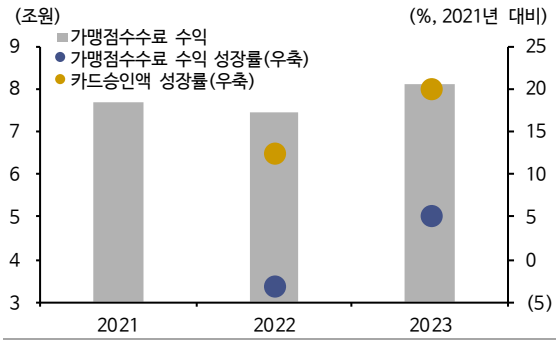
따라서 올해말 예정된 카드수수료 적격비용 심사에 관해서는 과도한 우려보다는 오히려 **악재 해소 차원에서 접근**하는 것이 합리적이다.

기준금리와 카드채 금리



자료: 한국은행, 인포맥스, 신한투자증권

가맹점수수료 수익 정체



자료: 여신금융협회, 금융감독원, 신한투자증권

IV. 경험에서 찾는 기회

신사업 모멘텀을 찾아서

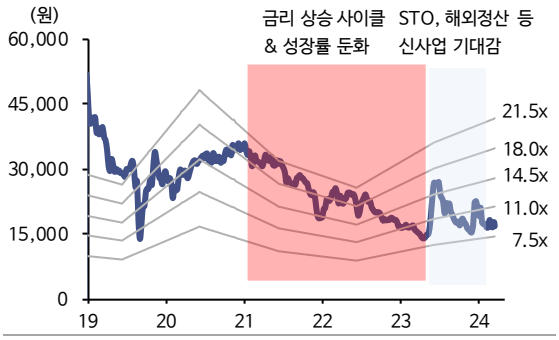
1) 글로벌 사업

PG사 주가
⇒ Q의 성장 기대감

PG사의 주가는 Q의 성장 기대감과 직결된다. 과거 NHN KCP는 애플/테슬라 등 해외 가맹점과 PG계약을 맺으면서 밸류에이션이 재평가된 경험이 있다. 최근 알리익스프레스/테무 등 C커머스의 적극적인 국내 진출 과정에서도 마찬가지였다. 온라인쇼핑 침투율 상승, 내수시장 성장에만 기대기엔 업사이드가 다소 제한적인 만큼 신성장 동력을 확보하는 것이 주가 리레이팅의 시발점이 될 것이다.

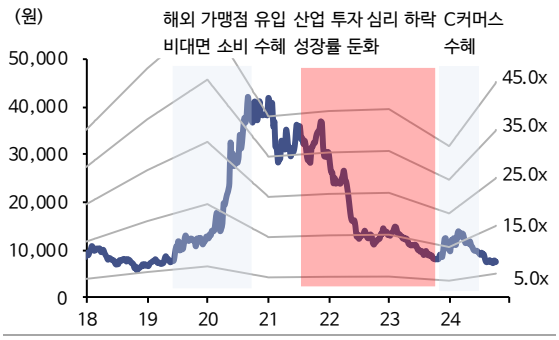
PG사의 전방시장은 1) 국내 가맹점, 2) 해외 가맹점의 국내 진출, 3) 크로스보더 플랫폼 내 역직구(국내 셀러 정산) 순으로 점차 Inbound에서 Outbound로 확대되고 있다. 대형 PG사들은 국내에 진출한 해외 가맹점들과의 PG서비스 계약에 주로 집중하고 있다. 글로벌 대형 가맹점과의 PG계약은 여전히 유효한 투자포인트다. 다만 선제적으로 어떤 가맹점과 PG계약을 맺을지 예측하기는 어렵다. 해외 가맹점 관련 풍부한 레퍼런스를 보유한 업체들이 향후에도 유리할 것이다.

헥토파이낸셜 12MF PER Band



자료: Quantiwise, 신한투자증권 추정

NHN KCP 12MF PER Band



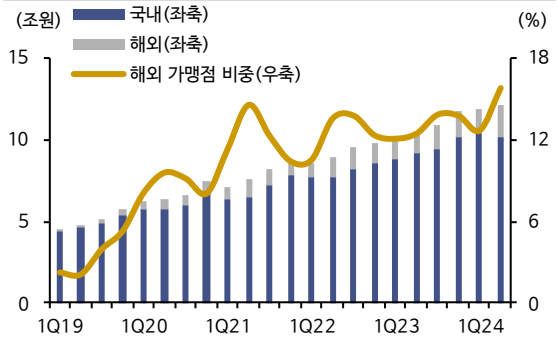
자료: Quantiwise, 신한투자증권 추정

글로벌 이커머스의 역직구 활성화 공략



자료: 회사 자료, 신한투자증권

NHN KCP 거래액 내 해외 비중



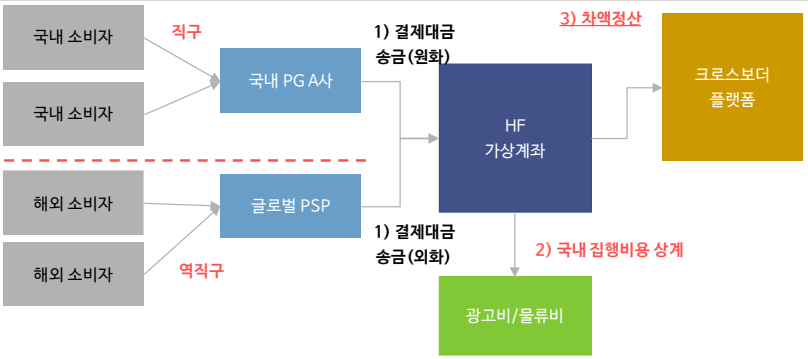
자료: 회사 자료, 신한투자증권

헥토파이낸셜은 해외 가맹점 차액정산, 선정산 같은 틈새 시장을 공략하는 중이다. 대표적인 것이 바로 해외 차액정산 서비스다. 그간 국내에 진출한 글로벌 플랫폼들의 국내 결제는 국내 전업 PG사들이 담당하고, 정산은 글로벌 PSP(Payment Service Provider)들이 도맡았다. 국내에서 매출이 발생하면 '국내 PG사 → 국내은행 → 중개은행 → 해외은행'을 거쳐서 본사에 정산이 완료됐다. 국내에서 집행하는 광고비/물류비 등 또한 '해외은행 → 중개은행 → 국내은행 → 거래처' 순으로 송금된다. 정산~지출까지 수차례의 송금을 거치기 때문에 환전수수료/지급이체수수료 등이 발생했다.

가상계좌 사업을 기반으로 한 해외 차액정산 Biz

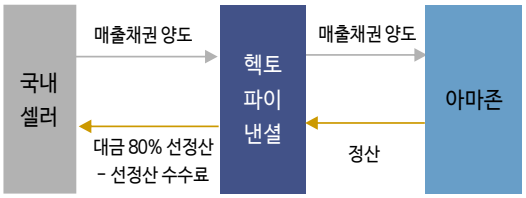
헥토파이낸셜의 가상계좌를 원화계좌로 활용하면 국내 정산금에서 집행비를 제한 차액분만 송금하면 된다. 이로써 1) PG사별로 상이한 환율 문제를 해결하고, 환전 규모 축소/이제 철차 간소화를 통해 2) 각종 수수료를 감소할 수 있다. 차액정산 서비스를 레퍼런스 삼아 글로벌 사업을 국내 셀러 정산으로 확대 중이다.

차액정산 비즈니스 모델



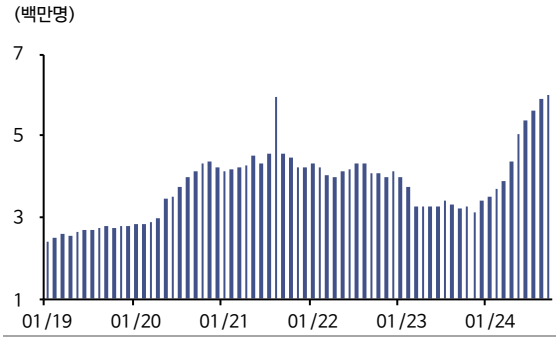
자료: 신한투자증권

아마존 선정산 서비스



자료: 센서타워, 신한투자증권

글로벌 쇼츠 플랫폼 T사 국내 MAU



자료: 센서타워, 신한투자증권

2) 제도 변화

자본금 요건 강화, 미정산자금 전액 별도 관리

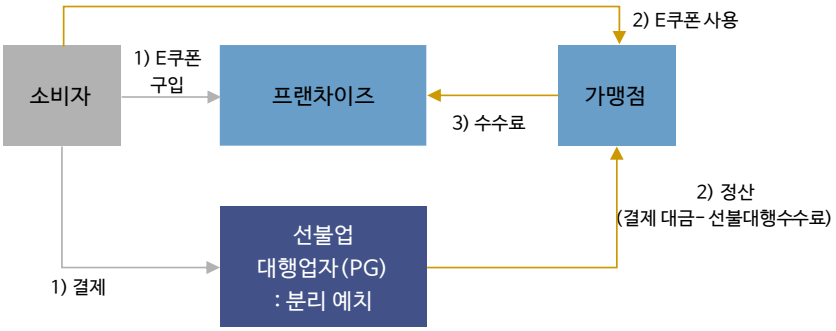
→ 우량PG사 중심으로 한 산업 재편 예상

9월초 발표한 'PG업 제도 개선안'에 따라 우량PG사 중심의 산업 재편이 예상된다. 주요 변화는 1) 자본금 규모 강화와 2) 미정산자금 전액 별도 관리 의무 등이다. 리스크관리, 투명성에 방점을 두는 만큼 자본건전성과 유동성을 고루 갖춘 대형PG사의 시장점유율 확대를 전망한다.

같은 맥락에서 전자금융거래법 개정에 따른 1) 선불업 대행 수요와 이커머스 정산 제도 개선 관련 2) 에스크로 정산 대행 수요를 관심있게 지켜볼 필요가 있다. E쿠폰서비스는 온라인 쇼핑 내에서 고성장중인 상품군이다. 티메프 사태 영향으로 성장률이 한풀 꺾인 모습이지만 기업들의 E쿠폰 발행 유인, 소비자의 편의성 등을 감안하면 E쿠폰서비스 시장은 점진적으로 회복될 것이다.

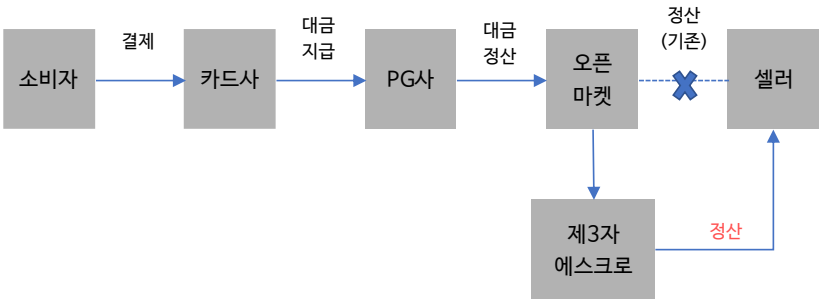
기존엔 PG사의 몫은 오픈마켓에 결제대금을 지급하는 것까지였다. 선불업 대행, 에스크로 정산 대행이 활성화될 경우 플랫폼 뒷단에 '셀러 정산'까지 시장이 확대된다. PG본업 외에 신사업 진출을 통한 수수료수익 확대를 기대한다.

선불업 대행 서비스 프로세스



자료: 신한투자증권

제3자 에스크로 대행 서비스 프로세스



자료: 신한투자증권

Top Pick: 헥토파이낸셜

관심종목: NHN KCP

결제업종 Top pick으로 헥토파이낸셜을 제시한다. 전방시장 확대 과정에서 리스크 관리 능력, 다수의 글로벌 PSP와의 제휴 등을 바탕으로 경쟁우위가 기대된다.

전금법 개정, PG제도 개선으로 태동하는 선불업 대행, 에스크로 정산대행 등의 신사업에서 은행과의 망 구축, 대규모 트래픽 처리 경험을 바탕으로 두각을 드러낼 수 있다. 더불어 글로벌 사업 또한 순항 중에 있다. 글로벌 PSP와 제휴하여 글로벌 플랫폼들을 대상으로 차액정산(플랫폼), 원화정산/선정산(셀러) 등 서비스 범위를 넓혀가고 있다. 알리익스프레스 차액정산 서비스를 레퍼런스 삼아 고객군을 확대 중인데, 4분기에는 아마존 선정산 서비스를 런칭할 예정이고, 글로벌 쇼츠플랫폼 T사와도 원화정산 관련 테스트를 진행 중이다.

당분간 온라인 쇼핑 성장률 둔화가 불가피한 가운데 국내외 대형 가맹점들을 바탕으로 비교적 견조한 거래액 성장이 가능한 NHN KCP를 관심종목으로 추천한다. 대손 손실을 반영하는 과정에서 불확실성 해소 차원에서의 접근을 권한다.

결제업종 투자의견 및 밸류에이션

구분	코드	투자의견	목표주가	현재가	PER		PBR		ROE	
					2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
헥토파이낸셜	234340	매수(신규)	26,000(신규)	16,900	9.9	8.4	1.1	1.0	11.2	12.0
NHN KCP	060250	매수(유지)	11,500(하향)	7,550	8.0	6.6	1.2	1.0	15.9	16.8
KG이니시스	035600	매수(신규)	13,000(신규)	9,480	4.0	3.5	0.5	0.4	13.0	13.4

자료: 신한투자증권 추정

글로벌 Peer 밸류에이션

(십억원, %, 배)			시가총액	1M	3M	1Y	YTD	PER		PBR		ROE	
	회사	티커						24F	25F	24F	25F	24F	25F
PG	NHN KCP	060250 KS	303	1.1	(21.4)	(4.8)	(26.6)	8.0	6.6	1.2	1.0	15.9	16.8
	KG이니시스	035600 KS	265	(0.2)	(12.9)	(7.4)	(21.0)	4.0	3.5	0.5	0.4	13.0	13.4
	헥토파이낸셜	234340 KS	160	(0.6)	(20.3)	13.4	(36.7)	9.9	8.4	1.1	1.0	11.2	12.0
PSP	Paypal	PYPL US	112,302	(0.6)	33.4	44.7	31.4	18.2	16.8	4.0	3.4	21.4	22.1
	Block	SQ US	60,066	5.0	(0.6)	66.0	(7.4)	20.1	16.1	2.2	2.0	7.8	9.2
	Adyen	ADYEN NA	64,189	1.0	22.3	93.0	19.5	48.6	39.4	10.7	8.4	24.4	23.8
	GMO-PG	3769 JT	6,717	5.9	6.6	33.6	(0.7)	43.1	35.4	7.1	6.0	17.9	19.1
카드 네트워크	VISA	V US	774,600	2.1	4.8	19.0	8.4	28.3	25.4	14.0	13.0	50.3	52.4
	Mastercard	MA US	637,406	2.1	14.3	28.0	19.5	35.4	30.5	57.9	42.7	186.2	169.5

자료: Bloomberg, 신한투자증권 추정 / 주: 10월 15일 종가 기준. 미국 및 유럽 기업은 10월 14일 종가 기준

헥토파이낸셜 (234340)

눈 앞에 놓인 기회들

2024년 10월 16일

✓ 투자판단	매수 (신규)	✓ 목표주가	26,000 원 (신규)
✓ 상승여력	53.8%	✓ 현재주가 (10 월 15 일)	16,900 원

신한생각 낮은 불확실성, 높은 가능성

티메프 사태로 PG업종 투자심리 바닥. 반면 대규모 계좌 트래픽 처리 경험 등을 바탕으로 이커머스·PG제도 개선에 따른 신사업 대응 유리. 시장에서 주목하는 해외 정산 솔루션은 고객군 확대 중. 전업 PG사보다 높은 멀티플이 정당화되는 시기. 결제업종 최선호주로 추천

1) 해외 정산, 2) 전자금융거래법 개정 → 신사업 모멘텀 부각

글로벌 대형 플랫폼 대상으로 한 해외정산 솔루션 순항 중. 연초 알리익스프레스에 제공한 차액정산을 레퍼런스 삼아 글로벌 PSP와의 제휴를 통해 아마존, 글로벌 쇼츠 플랫폼 T사 등 고객군 확대 과정. 참고로 아마존 일반정산/선정산 서비스는 4분기 내 런칭할 것으로 파악

신용카드PG 후발주자로 티메프 익스포저는 거의 부재. 반면 다소 밋밋했던 가상계좌, 펌뱅킹 등 기존 사업을 바탕으로 선불업 대행, PG 에스크로 정산대행 등 제도 변화로 태동하는 신사업에서 경쟁 우위 예상

FY25F 매출액과 영업이익은 각각 1,708억원(+8% YoY), 185억원(+15% YoY)으로 추정. PG부문이 외형성장을 견인하는 가운데 내통장결제, 휴대폰PG 등 중심으로 마진 개선 전망. 해외 정산 수익은 1) FX수익, 2) 지급이체수익 등으로 구분. FX수익 확대는 순이익에 유의미하게 기여할 예정

Valuation & Risk

12개월 선행 주당순이익 1,943원에 목표 PER(주가수익비율) 13.3배를 적용한 26,000원으로 목표주가 산출. 결제 업종 Top Pick으로 제시. 현 주가 기준 12MF PER은 8.7배로 부담 없는 구간. 금리 인하에 따른 업종 투자심리 개선 및 신사업 모멘텀 등을 감안하면 업사이드는 충분

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	129.3	12.8	14.0	13.0	10.4	1.3	2.1	2.6
2023	153.1	12.6	11.3	22.4	8.3	1.8	5.5	1.3
2024F	158.4	16.1	16.1	9.9	11.2	1.1	(0.6)	2.4
2025F	170.8	18.5	18.9	8.4	12.0	1.0	(1.2)	2.7
2026F	182.5	21.7	23.1	6.9	13.2	0.9	(1.9)	3.0

자료: 회사 자료, 신한투자증권

[핀테크]

박현우 연구원
✉ phw@shinhan.com

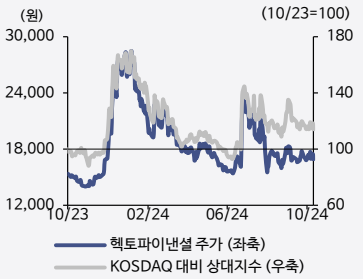
은경완 연구위원
✉ kw.eun@shinhan.com

Revision	
실적추정치	신규
Valuation	신규

시가총액	159.8 십억원
발행주식수(유동비율)	9.5 백만주(48.0%)
52 주 최고가/최저가	28,450 원/13,980 원
일평균 거래액 (60 일)	1,939 백만원
외국인 지분율	3.7%
주요주주 (%)	
헥토이노베이션 외 5 인	40.0

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	(1.5)	(20.3)	11.9	(40.4)
상대	(6.6)	(12.1)	19.0	(32.3)

주가



I. 밸류에이션 및 실적 추정

투자의견 '매수', 목표주가 26,000원으로 Top Pick 의견 제시

목표주가는 12MF EPS 1,943원에 Target PER 13.3배를 적용해 26,000원으로 산출했다. Target PER은 금리 상승 사이클로 산업 투자 심리 하락하는 한편 해외 차액정산, STO 등 신사업 기대감이 공존했던 2021~2023년 기간 연말 PER 평균 16.6배에 20% 할인한 13.3배로 산출했다.

현재 주가는 12MF PER 기준 8.7배다. 금리 인하에 따른 결제 업종의 투자심리 개선되고 본업의 수익성은 반등 중이다. 더불어 전금법 개정과 관련된 신사업 경쟁력, 글로벌 사업 가시화 등을 감안하면 매력적인 구간이라고 판단한다.

과거 P/E 밸류에이션

(배)	2020	2021	2022	2023
P/E(Hihg)	30.0	18.4	21.7	24.2
P/E(Avg.)	22.7	14.8	16.6	15.6
P/E(Low)	9.6	13.2	12.0	11.5
P/E(FY End)	27.0	14.3	13.0	22.4

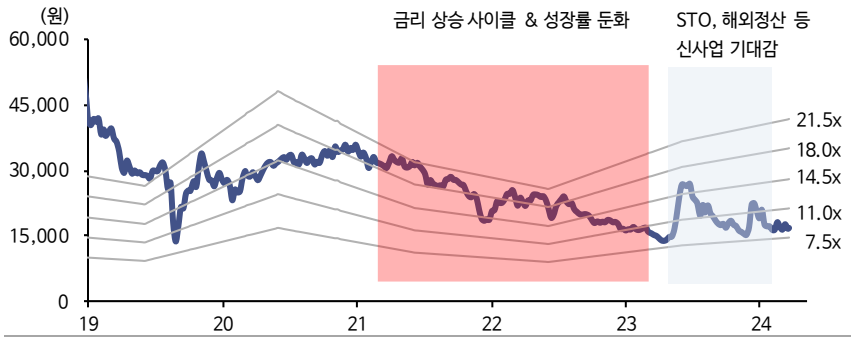
자료: Quantiwise, 신한투자증권

목표주가 산출 테이블

구분	값	비고
2024F EPS	1,704	지배주주 기준 EPS
2025F EPS	2,000	지배주주 기준 EPS
12MF EPS (원)	1,943	
Tartet PER (배)	13.3	산업 투자 심리 하락과 신사업 기대감이 공존했던 2021~2023년 연말 PER 평균 16.6배에 20% 할인
목표주가 (원)	**26,000**	
현재주가 (원)	16,900	10월 15일 기준
Upside (%)	**53.8**	

자료: 신한투자증권 추정

헥토파이낸셜 12MF PER 밴드



자료: Quantiwise, 신한투자증권 추정

실적 추정

고마진 사업부 매출 비중 확대에 따른 수익성 개선

티메프 관련 대손 규모 거의 부재

3분기 매출액과 영업이익은 각각 403억원(+1.5% YoY), 42억원(+11.0% YoY)으로 추정한다. 제한적인 Top-line 성장 대비 영업이익 증가 폭이 큰 것은 마진이 높은 사업부문 비중 확대에 기인한다. 간편현금결제 부문 내 정률제로 수수료를 수취하는 '내통장결제' 비중이 확대되고 있다. PG부문에선 신용카드 대비 수익성이 높은 휴대폰결제 M/S가 작년말 1%에서 4%로 상승했다. PG업 후발주자로서 시장 대비 아웃퍼폼하는 성장률을 기록 중이다. 한편 티메프 관련 신용카드PG 거래액이 부재했던 만큼 대손 손실 또한 지극히 제한적일 것으로 예상한다.

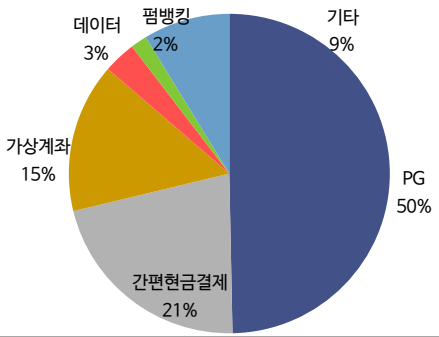
광고비 축소, 지급수수료율 하락 등으로 비용단 역시 안정적이다. 참고로 4분기부터는 아마존 선정산 관련 이익이 FX수익으로 영업외단에 반영될 예정이다.

헥토파이낸셜 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	FY23	FY24F	FY25F
매출액	**36.3**	**38.5**	**39.7**	**38.6**	**37.1**	**38.1**	**40.3**	**43.0**	**153.1**	**158.4**	**170.8**
PG	13.9	15.1	16.1	17.8	17.3	19.0	**20.4**	22.0	62.9	78.7	90.6
간편현금결제	12.5	12.5	12.7	9.4	8.9	7.9	**8.3**	9.0	47.2	34.1	33.2
가상계좌	5.8	5.9	6.1	5.9	5.9	5.8	**6.2**	6.1	23.8	24.0	24.0
데이터	0.8	1.1	1.4	1.2	1.3	1.0	**1.5**	1.4	4.6	5.2	5.8
펌뱅킹	0.7	0.7	0.6	0.7	0.6	0.6	**0.7**	0.7	2.6	2.6	2.6
기타	2.6	3.1	2.7	3.5	3.1	3.7	**3.2**	3.9	12.0	13.8	14.6
영업비용	33.5	35.5	35.9	35.7	33.0	34.5	**36.0**	38.8	140.5	142.3	152.3
지급수수료	21.8	23.0	23.4	23.6	22.4	22.4	**23.9**	26.0	91.8	94.7	100.6
인건비	7.0	6.9	7.2	6.1	6.7	7.0	**7.4**	7.3	27.2	28.5	30.3
광고선전비	1.0	1.6	1.4	1.4	0.6	0.7	**0.6**	0.6	5.3	2.6	3.1
영업이익	**2.9**	**3.0**	**3.8**	**2.9**	**4.0**	**3.6**	**4.2**	**4.3**	**12.6**	**16.1**	**18.5**
OPM	7.9	7.8	9.6	7.5	10.9	9.4	**10.5**	9.9	8.2	10.2	10.8
영업외손익	2.3	0.9	1.7	(2.8)	0.1	1.3	**1.3**	0.8	2.0	3.5	5.6
당기순이익	3.0	2.9	4.2	0.8	3.1	4.0	**4.3**	3.9	10.9	15.3	18.5
지배주주	**2.9**	**2.8**	**4.0**	**1.6**	**3.4**	**4.1**	**4.2**	**4.4**	**11.3**	**16.1**	**18.9**
NPM	8.0	7.3	10.1	4.1	9.1	10.8	**10.5**	10.2	7.4	10.2	11.1

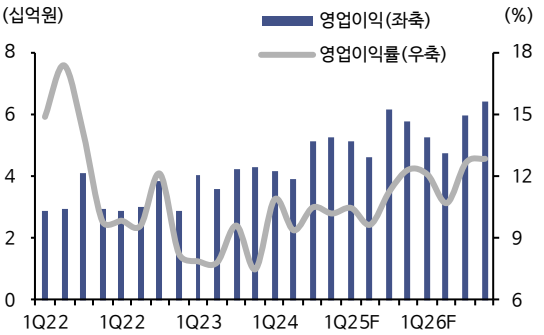
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

부문별 매출 비중(2024F)



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

영업이익 및 영업이익률 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

II. 투자포인트

Q의 성장을 견인할 해외 정산

신사업 모멘텀 부각

Outbound향 거래 공략
대형 PG사들과는 차별화
되는 전략

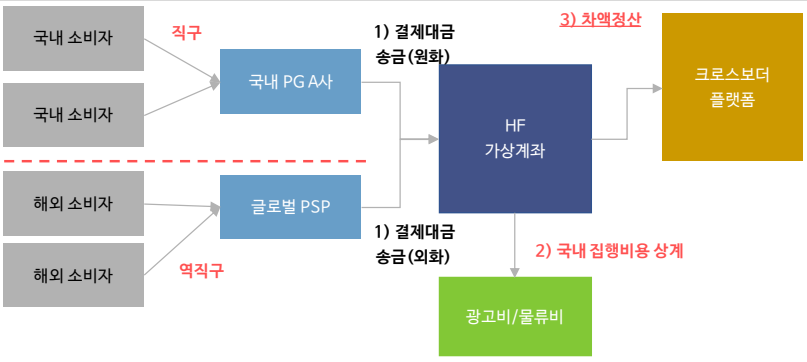
PG사의 전방시장이 1) 국내 가맹점, 2) 해외 가맹점의 국내 진출, 3) 크로스보더 플랫폼 내 역직구(국내 셀러 정산) 순으로 점차 Inbound에서 Outbound로 확대되고 있다. 대형 PG사들은 지금까지 국내에 진출한 해외 가맹점들과 가맹점 계약을 맺는데 주로 집중했다. 반면 헥토파이낸셜의 경우 글로벌 플랫폼의 외화 차액정산 및 국내 셀러 정산에 집중하고 있다.

연초 알리익스프레스에 차액정산 솔루션을 제공했다. 글로벌 플랫폼들은 국내에 거주자 등록이 되어있지 않아 원화계좌 개설이 주로 불가능하다. 기존에는 국내에서 매출이 발생하면 '국내 PG사 → 국내은행 → 중개은행 → 해외은행'을 거쳐서 본사에 정산이 완료됐다. 국내에서 집행하는 광고비/물류비 등 또한 '해외은행 → 중개은행 → 국내은행 → 거래처' 순으로 송금된다. 정산~지출까지 수차례의 송금을 거치기 때문에 환전수수료/지급이체수수료 등이 발생했다.

가상계좌 사업을 기반으
로 한 해외 차액정산 Biz

헥토파이낸셜의 가상계좌를 원화계좌로 활용하면 국내 정산금에서 집행비를 제한 차액분만 송금하면 된다. 이로써 1) PG사별로 상이한 환율 문제를 해결하고, 환전 규모 축소/이제 철차 간소화를 통해 2) 각종 수수료를 감소할 수 있다. 차액정산 과정에서 당사는 1) FX수익(차액분을 해외로 송금할 때 거래액의 0.x% 수준), 2) 지급이체수수료(정액제) 등을 수취한다. 비중이 큰 FX수익은 금융손익(외환차익)으로 반영되어 순이익 개선에 기여 중이다.

차액정산 비즈니스 모델



자료: 신한투자증권

가상계좌 M/S 1위
모든 은행과의 망 구축

차액정산 관련 비즈니스를 하기 위해서는 1) 외환 라이선스, 2) 가상계좌, 3) 지급이체기능이 요구된다. 3종 외환라이선스(해외소액송금업, 해외대금정산업, 외국환업무 및 환전업)를 보유하고 및 가상계좌 M/S 1위 업체로 모든 은행과의 망구축이 되었다는 점에서 차별화된 경쟁력을 가진다. 신용카드를 중심으로 성장한 대형 PG사들이 시간·자본을 투입하면서까지 지급이체기능을 확보할 가능성은 낮다.

사업목적 변경 내용(외환 3종 라이선스)

구분	변경일	사업목적	
		변경 전	변경 후
추가	2022.03.30	-	42. 해외 소액 송금업
추가	2022.03.30	-	43. 해외 대금 정산업
추가	2022.03.30	-	49. 외국환업무 및 환전업

자료: Dart, 신한투자증권

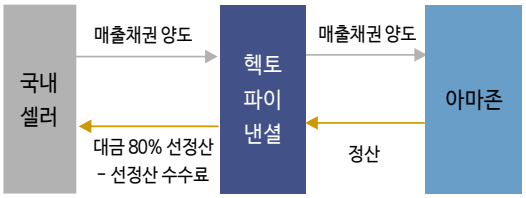
역직구 시장까지 타겟팅

역직구 관련 정산솔루션
제공. 4분기 내 아마존
선정산 서비스 런칭

차액정산 레퍼런스를 바탕으로 해외 고객군을 확대하고 크로스보더 플랫폼 내 역직구에서 발생하는 국내 셀러 대상 정산 대행으로 사업 범위를 넓혔다. 해외 플랫폼에서 국내 셀러들이 해외 소비자들을 대상으로 판매한 금액을 국내 셀러에게 정산하는 구조이다. 대표적으로 4분기에 아마존 내 국내 셀러 대상 일반정산/선정산 서비스를 런칭할 예정이다. 참고로 국내에서 선정산 서비스를 제공 중인 네이버/쿠팡 등의 하루 기준 수수료는 0.04% 수준(연환산 10% 중반)으로 전해진다. 당사의 선정산 시스템으로 셀러 입장에서는 유동성 확보 차원에서 이점을 이점을 얻는다. 플랫폼은 다양한 정산서비스 제공으로 셀러 확보에 유리하다.

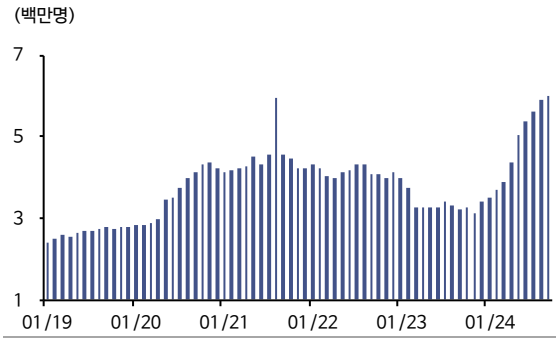
글로벌 쇼츠 플랫폼인 T사의 정산시스템 또한 개발 중이다. 국내 라이브커머스 시장이 유튜브 쇼핑 등을 중심으로 개화중인 가운데 T사의 높은 MAU를 감안하면 국내 진출 시 거래액이 빠르게 늘어날 것으로 예상한다. 정산서비스 제공을 하는 만큼 해당 플랫폼 내 거래액 고성장에 따른 수혜가 예상된다.

아마존 선정산 서비스



자료: 센서타워, 신한투자증권

글로벌 쇼츠 플랫폼 T사 국내 MAU



자료: 센서타워, 신한투자증권

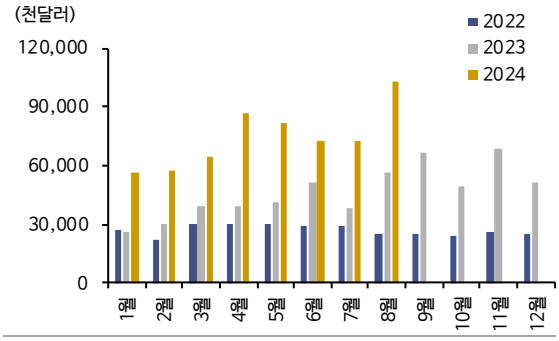
글로벌 이커머스의 적극적인 한국 셀러 유치

K-뷰티 호황으로 아마존 베스트셀러에 많은 국내 화장품/미용기기 제품들이 순위를 올리고 있다. 알리익스프레스는 국내 소상공인들의 해외 진출을 돕기 위한 글로벌 셀링 프로그램을 공개하며 '5년간 수수료 0%, 보증금 면제'라는 파격적인 정책을 제시했다. 아마존 역시 지난 6월 국내 뷰티 브랜드를 대상으로 '아마존 K뷰티 컨퍼런스'를 열고 한국 셀러 유치에 나섰다. 글로벌 플랫폼 내에서 경쟁력 있는 한국 제품을 판매하는 '역직구' 서비스를 활성화하겠다는 의도이다.

해외정산 관련 이익은 상반기 대비 2배 수준의 규모를 기록 중인 것으로 파악된다. 서비스 제공이 확정된 가맹점들의 거래액 등을 감안하면 내년 해외정산 관련 이익의 순수익 기여도는 올해 대비 두배 이상 증가할 것으로 전망한다.

참고로 크로스보더 플랫폼에 대한 해외정산 솔루션 제공은 직계약이 아닌 글로벌 PSP(Payment Service Provider: 크로스보더 PG국가 간 플랫폼 무역대금정산 역할)와의 제휴를 통해 이뤄진다. 따라서 글로벌 PSP의 해외 대형 가맹점 또한 잠재적 고객군이라고 볼 수 있다. 해외정산 솔루션의 편의성, 역직구 활성화 등을 바탕으로 해외 플랫폼 유입이 꾸준히 증가할 것이다.

미국향 기초화장품 수출액 추이



자료: TRASS, 신한투자증권

글로벌 이커머스의 역직구 활성화 공략



자료: 회사 자료, 신한투자증권

PG/이커머스 제도 개선에 따른 새로운 기회

은행과의 망 구축, 지급이체능력/리스크관리 능력을 보유한 강점

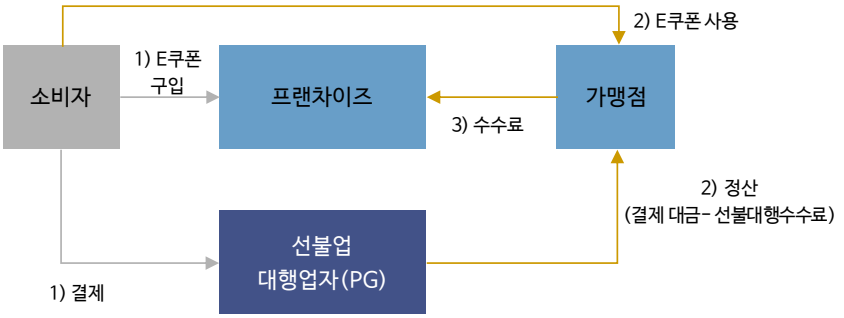
대규모 계좌 트래픽 처리 역량, 리스크 관리 능력 경쟁업체 대비 우위

단순히 선불업 라이선스를 보유한 전자금융업자는 많지만 결국에 대량의 선불금을 관리할 수 있는 역량이 중요하다. 선불업 라이선스를 이미 보유 중이고 지역화폐 사업 경험과 가상계좌/펌뱅킹 전문 업체라는 점에서 적극적으로 대응할 수 있다고 판단한다. 참고로 작년 E쿠폰서비스 판매액은 약 10.1조원이다.

한편 플랫폼 정산금 분리 보호 조치의 필요성이 대두되고 있다. 전업 PG사들을 중심으로 재무구조가 좋지 않은 이커머스 가맹점에 PG에스크로 정산 대행을 해줄 수 있는 업체를 요구하고 있다. 대량의 계좌 트래픽 처리 역량을 보유하고 단순 지급이체기능과 다르게 누구에게/언제 지급할지에 대한 통제 기능을 보유한 점이 다른 PG사와의 차별점이다. 에스크로 정산대행을 통하면 셀러에게 정산이 완료된 후에 오픈마켓에 차액을 송금하기 때문에 대금 유용의 여지가 없어진다.

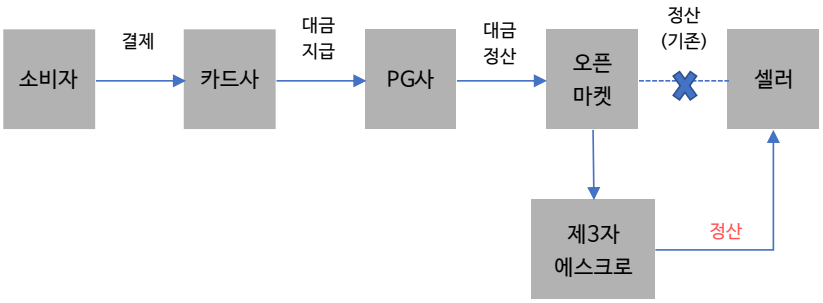
상기한 두 가지 서비스 관련 시장이 아직 개화하지 않은 만큼 실적에 미치는 영향을 파악하기는 이르나 해외 정산과 더불어 Q의 성장을 뒷받침 할 것이다.

선불업 대행 서비스 프로세스



자료: 신한투자증권

제3자 에스크로 대행 서비스 프로세스



자료: 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
자산총계	**336.6**	**376.7**	**396.7**	**430.1**	**466.4**
유동자산	263.2	300.3	319.1	345.6	377.8
현금및현금성자산	131.1	136.9	150.0	163.3	182.9
매출채권	6.3	7.9	8.1	8.8	9.4
재고자산	0.0	0.9	0.9	1.0	1.1
비유동자산	73.4	76.4	77.6	84.6	88.6
유형자산	4.9	2.9	1.7	3.5	2.9
무형자산	19.8	18.7	18.9	19.0	19.1
투자자산	42.8	47.6	49.9	54.9	59.4
기타금융업자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	**193.2**	**231.5**	**239.6**	**258.2**	**275.9**
유동부채	187.9	227.6	235.6	254.0	271.5
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	5.4	3.9	4.0	4.2	4.4
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	2.3	0.8	0.8	0.8	0.8
기타금융업부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**143.4**	**145.1**	**157.2**	**171.9**	**190.5**
자본금	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7
자본잉여금	54.6	54.5	54.5	54.5	54.5
기타자본	(24.9)	(29.2)	(29.2)	(29.2)	(29.2)
기타포괄이익누계액	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
이익잉여금	100.8	107.4	120.1	135.3	154.2
지배주주지분	**135.3**	**137.4**	**150.3**	**165.4**	**184.3**
비지배주주지분	8.1	7.7	6.9	6.5	6.2
*총차입금	5.2	3.3	3.4	3.6	3.8
*순차입금(순현금)	(154.6)	(164.2)	(178.3)	(193.8)	(215.6)

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	**129.3**	**153.1**	**158.4**	**170.8**	**182.5**
증감률 (%)	17.1	18.4	3.5	7.8	6.9
매출원가	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**
매출총이익	**129.3**	**153.1**	**158.4**	**170.8**	**182.5**
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매관리비	**116.4**	**140.5**	**142.3**	**152.3**	**160.9**
영업이익	**12.8**	**12.6**	**16.1**	**18.5**	**21.7**
증감률 (%)	(16.0)	(2.1)	28.1	14.6	17.4
영업이익률 (%)	9.9	8.2	10.2	10.8	11.9
영업외손익	1.7	2.0	3.5	5.6	7.9
금융손익	(2.5)	3.4	3.6	6.8	8.7
기타영업외손익	3.7	(1.4)	(0.1)	(1.3)	(0.9)
종속 및 관계기업관련손익	0.4	0.1	0.0	0.1	0.1
세전계속사업이익	**14.5**	**14.6**	**19.6**	**24.0**	**29.5**
법인세비용	2.5	3.7	4.3	5.5	6.8
계속사업이익	12.0	10.9	15.3	18.5	22.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**12.0**	**10.9**	**15.3**	**18.5**	**22.7**
증감률 (%)	(46.5)	(9.7)	41.1	20.6	22.9
순이익률 (%)	9.3	7.1	9.7	10.8	12.5
(지배주주)당기순이익	14.0	11.3	16.1	18.9	23.1
(비지배주주)당기순이익	(2.0)	(0.4)	(0.8)	(0.4)	(0.3)
총포괄이익	13.0	10.5	15.3	18.5	22.7
(지배주주)총포괄이익	15.0	10.9	15.9	19.2	23.6
(비지배주주)총포괄이익	(2.0)	(0.4)	(0.6)	(0.7)	(0.9)
EBITDA	**17.0**	**17.6**	**20.1**	**23.6**	**26.1**
증감률 (%)	(9.0)	3.1	14.7	17.1	10.8
EBITDA 이익률 (%)	13.2	11.5	12.7	13.8	14.3

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로인한현금흐름	**0.4**	**26.9**	**23.7**	**32.3**	**35.5**
당기순이익	12.0	10.9	15.3	18.5	22.7
유형자산상각비	3.3	4.2	3.2	4.2	3.6
무형자산상각비	0.9	0.8	0.9	0.9	0.9
외화환산손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	(0.4)	2.2	1.2	1.2	1.2
운전자본변동	(20.4)	8.1	2.9	7.3	6.9
(법인세납부)	(3.4)	(5.9)	(4.3)	(5.5)	(6.8)
기타	8.4	6.6	4.5	5.7	7.0
투자활동으로인한현금흐름	**(4.8)**	**(9.1)**	**(5.5)**	**(13.6)**	**(10.0)**
유형자산의증가(CAPEX)	(1.4)	(0.4)	(2.0)	(6.0)	(3.0)
유형자산의감소	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(1.3)	0.3	(1.0)	(1.0)	(1.0)
투자자산의감소(증가)	(11.7)	(3.5)	(1.2)	(3.9)	(3.4)
기타	9.3	(5.5)	(1.3)	(2.7)	(2.6)
FCF	0.4	24.5	17.8	20.8	25.2
재무활동으로인한현금흐름	**(10.4)**	**(12.1)**	**(13.8)**	**(16.3)**	**(15.5)**
차입금의 증가(감소)	(0.0)	(0.3)	0.1	0.2	0.2
자기주식의처분(취득)	4.9	5.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(4.2)	(4.2)	(2.9)	(3.3)	(3.7)
기타	(11.1)	(12.6)	(11.0)	(13.2)	(12.0)
기타현금흐름	0.0	0.0	8.7	10.9	9.7
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	**(14.9)**	**5.8**	**13.1**	**13.3**	**19.7**
기초현금	146.0	131.1	136.9	150.0	163.3
기말현금	131.1	136.9	150.0	163.3	182.9

자료: 회사 자료, 신한투자증권

주요 투자지표

12월 결산	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (당기순이익, 원)	1,273	1,150	1,623	1,956	2,404
EPS (지배순이익, 원)	1,481	1,194	1,704	2,000	2,439
BPS (자본총계, 원)	15,166	15,354	16,625	18,186	20,151
BPS (지배지분, 원)	14,308	14,539	15,891	17,496	19,495
DPS (원)	500	350	400	450	500
PER (당기순이익, 배)	15.2	23.2	10.4	8.6	7.0
PER (지배순이익, 배)	13.0	22.4	9.9	8.4	6.9
PBR (자본총계, 배)	1.3	1.7	1.0	0.9	0.8
PBR (지배지분, 배)	1.3	1.8	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA (배)	2.1	5.5	(0.6)	(1.2)	(1.9)
배당성향 (%)	30.3	25.7	20.6	19.8	18.0
배당수익률 (%)	2.6	1.3	2.4	2.7	3.0
수익성					
EBITTDA 이익률 (%)	13.2	11.5	12.7	13.8	14.3
영업이익률 (%)	9.9	8.2	10.2	10.8	11.9
순이익률 (%)	9.3	7.1	9.7	10.8	12.5
ROA (%)	3.9	3.0	4.0	4.5	5.1
ROE (지배순이익, %)	10.4	8.3	11.2	12.0	13.2
ROIC (%)	(14.1)	(12.9)	(17.4)	(18.5)	(20.0)
안정성					
부채비율 (%)	134.8	159.5	152.4	150.2	144.8
순차입금비율 (%)	(107.8)	(113.1)	(113.4)	(112.7)	(113.2)
현금비율 (%)	69.8	60.1	63.7	64.3	67.4
이자보상배율 (배)	148.8	63.0	98.4	108.4	120.9
활동성					
순운전자본회전율 (회)	(1.5)	(1.8)	(1.7)	(1.7)	(1.7)
재고자산회수기간 (일)	0.0	1.1	2.1	2.1	2.1
매출채권회수기간 (일)	17.3	16.9	18.4	18.1	18.2

자료: 회사 자료, 신한투자증권

NHN KCP (060250)

이 또한 지나가리라

2024년 10월 16일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	11,500 원 (하향)
✓ 상승여력	52.3%	✓ 현재주가 (10 월 15 일)	7,550 원

신한생각 주가도, 거래액도 하방은 견고

신용카드 PG 1위 사업자로서 티메프 사태 익스포저는 경쟁사 대비 클 것으로 예상. 티메프 사태 관련 아직 M/S, 거래액 등 명확하게 공개되지 않은 만큼 불확실성은 잔존. 다만 주가는 우려를 과도하게 반영한 수준

일회성 대손 손실은 부담. 펀더멘탈은 이상 無

신용카드 PG M/S 1위 업체이자 큐텐그룹 산하 소셜커머스 대상으로 선제적인 리스크 관리 부재했기에 익스포저 클 것. 3분기 매출액과 영업이익은 각각 2,789억원(+15% YoY), 109억원(+13% YoY)으로 추정. 일회성 대손 손실 등을 영업외손실에 보수적으로 반영한 탓에 순이익 감소 불가피

결국에 믿을 것은 PG 거래액 성장. 3분기 PG 거래액은 12.3조원(+12.8% YoY) 수준 예상. 이커머스 신뢰 회복과 가계소비 반등 전까지 온라인 쇼핑 성장률 둔화 불가피. 반면 당사는 성장세가 지속되는 국내/해외 대형 가맹점을 보유한 덕에 거래액 성장률은 경쟁사 대비 비교적 견조할 것

PG제도 개선 방향에 따라 우량PG사 중심의 시장 개편이 예상되는 점 또한 당사에겐 긍정적. 전금법 개정으로 파생되는 선불업 대행 수요에 대응해 선불업 라이선스 또한 취득 중인 것으로 파악

Valuation & Risk

현 주가 기준 12개월 선행 PER(주가수익비율)은 6.9배에 불과. 주가 하방 견고한 구간으로 판단. 하반기 일회성 영업외손실로 내년 순이익 기저 효과 클 것으로 전망(457억원, +20% YoY). 12개월 선행 주당순이익 1,102원에 Target PER 10.6배에 적용해 11,500원으로 목표주가 하향. 업종 투자심리 개선 시 주가 상승 탄력도는 가장 높을 것. 관심종목으로 추천

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	822.8	44.2	34.9	15.4	19.3	2.7	5.8	1.5
2023	972.0	42.0	35.3	11.7	16.7	1.8	2.4	1.9
2024F	1,114.8	45.9	38.0	8.0	15.9	1.2	(0.7)	2.6
2025F	1,219.6	51.0	45.7	6.6	16.8	1.0	(1.5)	3.3
2026F	1,303.7	57.6	52.0	5.8	16.8	0.9	(2.1)	4.0

자료: 회사 자료, 신한투자증권

[핀테크]

박현우 연구원
✉ phw@shinhan.com

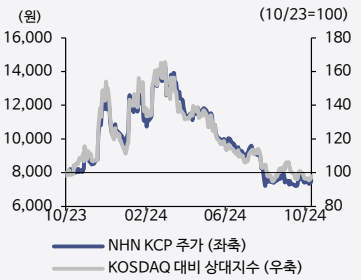
은경완 연구위원
✉ kw.eun@shinhan.com

Revision	
실적추정치	하향
Valuation	하향

시가총액	303.2 십억원
발행주식수(유동비율)	40.2 백만주(53.2%)
52 주 최고가/최저가	14,300 원/7,210 원
일평균 거래액 (60 일)	1,684 백만원
외국인 지분율	16.5%
주요주주 (%)	
엔에이치엔페이코 외 5 인	42.6
제이피모건 에셋 매니지먼트 (아시아 퍼시픽) 리미티드	5.0

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	2.3	(21.4)	(6.7)	(24.3)
상대	(3.1)	(13.3)	(0.8)	(14.1)

주가



I. 밸류에이션 및 실적 추정

투자의견 '매수', 목표주가 11,500원으로 관심종목으로 제시

목표주가는 12MF EPS 1,102원에 Target PER 10.6배를 적용해 11,500원으로 산출했다. Target PER은 2021년 제외한 2019~23년 최저 PER 평균 11.8배에 10% 할인해 10.6배로 산출했다. 성장률 둔화 및 단기 투자심리 악화 등을 반영했다.

현재 주가는 12MF PER 기준 6.9배다. 12MF PER 밴드 역사적 하단에 위치한 만큼 매력적인 구간으로 판단한다. 주가 낙폭이 과도한 점을 고려하면 업종 전반의 투자심리 개선 시 주가 상승 탄력도가 가장 높을 것으로 보기에 관심종목으로 권한다. Bottom Fishing하기 적합한 구간이라고 판단한다.

과거 P/E 밸류에이션

(배)	2019	2020	2021	2022	2023
P/E(Hihg)	22.0	57.4	83.1	35.0	17.7
P/E(Avg.)	16.0	38.6	61.6	19.8	12.4
P/E(Low)	10.3	15.6	35.9	12.2	9.0
P/E(FY End)	20.8	52.4	35.9	15.4	11.7

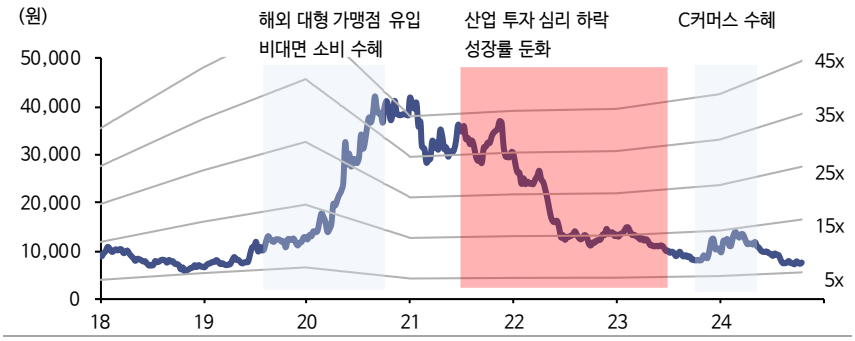
자료: Quantiwise, 신한투자증권

목표주가 산출 테이블

구분	값	비고
2024F EPS	947	지배주주 기준 EPS
2025F EPS	1,139	지배주주 기준 EPS
12MF EPS	1,102	
Tartet PER (배)	10.6	성장률 둔화 및 단기 투자심리 악화 등을 반영해 2021년 제외한 2019~23년 최저 PER 평균(11.8배) 10% 할인
목표주가 (원)	**11,500**	
현재주가 (원)	7,550	10월 15일 기준
Upside (%)	**52.3**	

자료: 신한투자증권 추정

NHN KCP 12MF PER 밴드



자료: Quantiwise, 신한투자증권 추정

실적 추정

3분기 PG거래액 12.3조원(+12.8% YoY) 전망

영업외비용으로 순이익 불확실성↑

3분기 매출액과 영업이익은 각각 2,789억원(+14.7% YoY), 108억원(+11.8% YoY)으로 추정했다. PG거래액은 12.3조원(+12.8% YoY)으로 예상한다. 자동차/자동차용품 온라인쇼핑금액이 7월 및 8월에 각각 전년동기대비 42.4%, 33.2% 증가율을 기록한 점을 감안하면 해외가맹점 거래액은 비교적 양호할 것이다. 판관비는 인력 통제 등을 통해 전년대비 안정적으로 관리 중이다. 판관비율은 분기중 상여금 등을 반영해 4.8%로 전분기대비 0.5%p 상승을 예상한다.

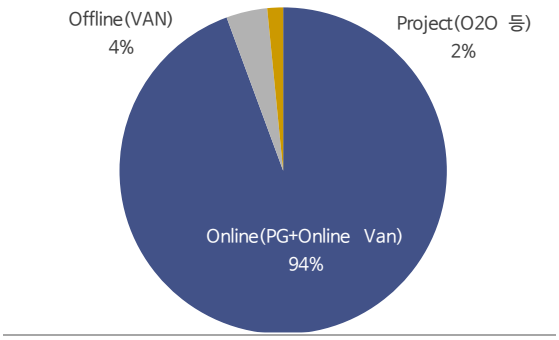
안정적인 Top-line 성장에도 실적 불확실성이 높은 것은 티메프 사태 관련 소비자 결제취소/환불 관련 익스포저 때문이다. 일회성 대손 손실을 보수적으로 반영한 결과 지배순이익은 전년동기대비 약 35% 감소한 57억원으로 전망한다.

NHN KCP 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	FY23	FY24F	FY25F
매출액	**226.4**	**234.2**	**243.1**	**268.4**	**268.2**	**275.9**	**278.9**	**291.8**	**972.0**	**1,114.8**	**1,219.6**
온라인(PG/Online VAN)	211.1	218.1	227.2	252.7	253.9	260.4	**262.4**	275.5	909.2	1,052.2	1,154.2
오프라인(Offline VAN)	11.3	11.5	11.2	11.1	10.0	11.6	**11.8**	11.7	45.1	45.2	47.0
프로젝트(O2O 등)	4.0	4.5	4.7	4.5	4.3	3.9	**4.7**	4.5	17.7	17.4	18.3
매출원가	204.8	211.5	219.6	243.7	243.8	252.5	**254.8**	266.1	879.6	1,017.2	1,113.3
매출총이익	21.6	22.6	23.5	24.7	24.4	23.4	**24.1**	25.7	92.4	97.6	106.2
판관비	12.6	11.7	13.9	12.3	13.2	11.8	**13.3**	13.4	50.4	51.7	55.2
영업이익	**9.0**	**11.0**	**9.6**	**12.4**	**11.2**	**11.7**	**10.8**	**12.3**	**42.0**	**45.9**	**51.0**
OPM	4.0	4.7	4.0	4.6	4.2	4.2	**3.9**	4.2	4.3	4.1	4.2
영업외손익	2.0	1.8	2.0	(2.1)	5.3	3.4	**(3.3)**	(1.6)	3.6	3.8	8.9
당기순이익	8.2	9.4	8.8	8.8	12.6	11.5	**5.7**	8.2	35.2	37.9	45.7
지배순이익	**8.2**	**9.4**	**8.8**	**8.8**	**12.6**	**11.5**	**5.7**	**8.2**	**35.3**	**38.0**	**45.7**
NPM	3.6	4.0	3.6	3.3	4.7	4.2	**2.1**	2.8	3.6	3.4	3.7

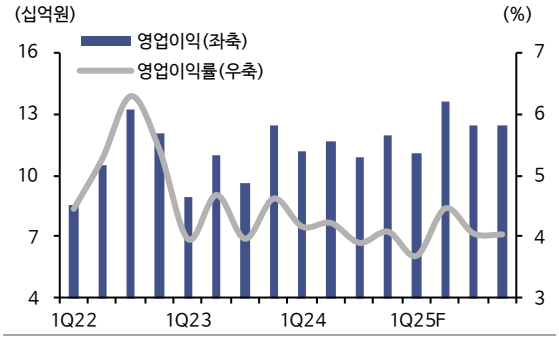
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

부문별 매출액 비중(2024F)



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

영업이익 및 영업이익률 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

II. 투자포인트

대형/해외 가맹점 중심의 가맹점 포트폴리오가 빛을 볼 시기

전방시장 둔화에도 견조한 거래액 성장

NHN KCP는 신용카드PG 거래액 M/S 1위 업체이다. 그간 PG부문은 대형 가맹점 위주로 성장을 지속했다. 외형 성장의 반대급부로 마진의 축소는 불가피했다. 기존 마진 훼손에 대한 우려와 달리 지금은 외형 성장 자체가 중요한 시기라고 판단한다. 온라인 쇼핑 성장률이 2021년 하반기 이후로 지속해서 둔화 중인 가운데 티메프 사태로 하반기 이커머스 업황이 녹록치 않은 상황이다.

국내 및 해외 대형 가맹점 보유

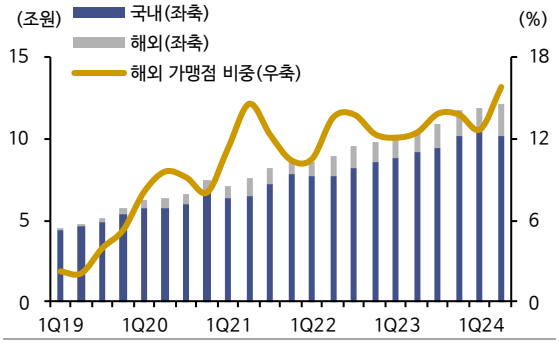
PG 거래액 성장률 업종 대비 견고할 것으로 예상

OTT/OTA, 수입차 등 꾸준한 거래액 성장이 가능한 국내/해외 주요 대형 가맹점을 보유한 당사의 거래액 성장률은 업종 대비 견고할 것으로 예상한다. 실제로 8월 온라인쇼핑성장률은 전년대비 1.9%로 둔화됐다. E쿠폰서비스(-48.6% YoY) 등 큐텐그룹 산하 플랫폼에서 많이 거래됐던 품목 위주로 부진했다. 반면 자동차/자동차용품은 7월(+42.4%)에 이어서 8월에도 전년대비 33.2% 증가하며 양호한 수치를 기록했다. 온라인 쇼핑품목에 잡히는 자동차 브랜드가 한정적인 점을 고려하면 T사를 가맹점으로 둔 당사의 3분기 해외거래액 역시 기대할 만하다.

기존에 유입된 해외 대형가맹점들의 이탈 가능성 또한 현저히 낮다. 해외 대형 플랫폼에 맞춤 결제 서비스를 제공하면서 쌓은 풍부한 레퍼런스를 바탕으로 작년에도 C커머스, OTT/OTA 등이 신규 가맹점으로 확보했다. 해외 가맹점의 경우 고객 맞춤형 솔루션 및 보안시스템/AML 조직 등을 갖추다 보니 수익성도 국내 대비 높은 편이다. 해외 가맹점 비중의 상승세 역시 긍정적이다.(2Q 약 16%)

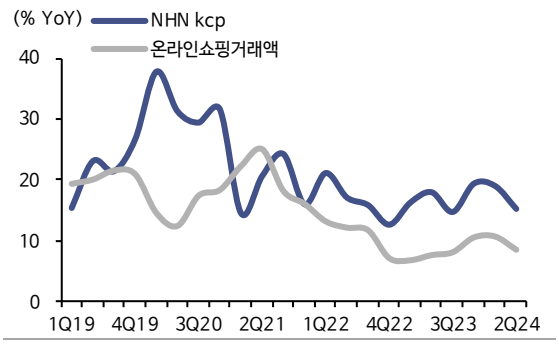
한편 시장에서 관심을 받은 글로벌 앱마켓향 PG서비스 관련해서는 최근에 개발 인력을 다시 배정하고 테스트 중인 것으로 파악된다. 빠르면 내년쯤 개시될 것으로 예정되며 듀얼PG로 일정 물량을 배정받을 것이다.

NHN KCP PG거래액 추이



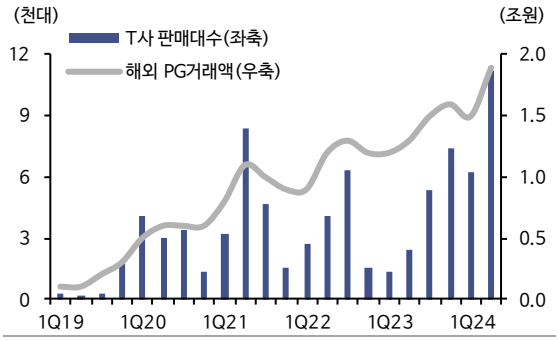
자료: 회사 자료, 신한투자증권

온라인 쇼핑 vs. NHN KCP 거래액 성장률



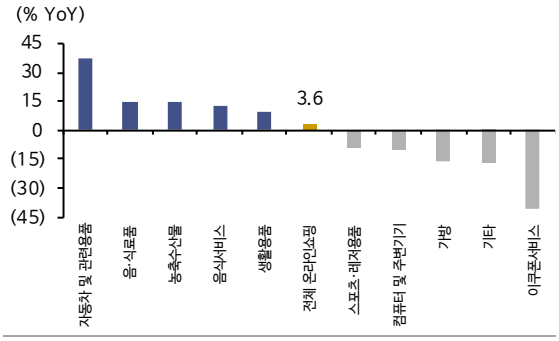
자료: 통계청, 신한투자증권

글로벌 자동차 T사 판매대수와 KCP 해외 거래액



자료: SNE리서치, 신한투자증권

7~8월 온라인 쇼핑 품목별 성장률(상·하위 5개)

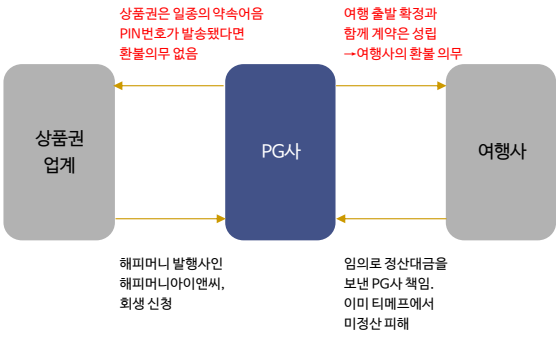


자료: 통계청, 신한투자증권 / 주: 7~8월 합산 기준 전년동기대비

신용카드 PG거래 상위사업자인 까닭에 티메프 사태 관련 소비자들의 결제 취소/환불 규모액이 타사 대비해서 클 것으로 관측된다. 다만 이는 가맹점 이탈, 수수료율 변화 등과 같은 펀더멜탈의 변화가 아닌 일시적인 이슈에 불과하다.

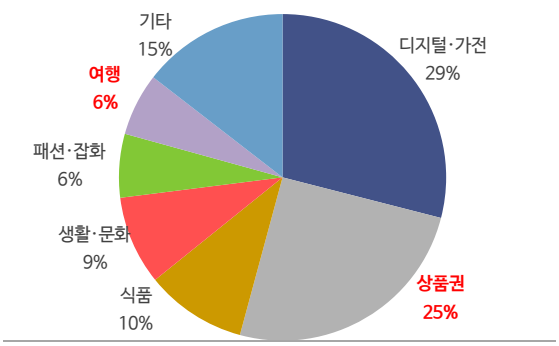
참고로 KCP 전체 거래액 내 티메프 비중은 1~2% 정도로 파악된다. 당장에 관련 거래액 감소와 손실 부담이 불편하긴 하나 최근의 주가 하락 폭은 과도하단 생각이다. 상품권/여행상품 관련 분쟁조정위원회가 늦어도 12월 중순에는 결론을 낼 것이다. 두려움은 실체를 모를 때 극대화되는 법이다. 하반기 내 관련 손실분을 반영하고 불확실성을 해소해나가는 과정에서 투자심리 반등을 기대한다.

환불 보류 중인 상품권/여행상품 관련 쟁점



자료: 언론 보도, 신한투자증권

업종별 미정산금액 분포(셀러 미정산대금)



자료: 금융위원회, 신한투자증권

적극적인 신사업 기회 모색

싱가포르 법인을 통한 해외진출은 무난히 진행중인 것으로 파악된다. 국내에서의 안정적인 결제서비스 제공 경험을 바탕으로 글로벌 가맹점의 해외 결제서비스까지 확장하는 것이 중장기적 목표이다.

그간 PG사의 전방시장이 1) 국내 가맹점, 2) 해외 가맹점의 국내 진출, 3) 크로스보더 플랫폼에서 역직구(국내 셀러 정산) 순으로 점차 Inbound에서 Outbound로 확대되고 있다. 당사의 전략은 주요 글로벌 플랫폼의 아시아 본사가 있는 싱가포르에서 법인(NHN KCP PTE)을 설립한 이후에 싱가포르 내에서 금융거래를 할 수 있도록 라이선스에 대한 검토를 신청한 상태이다. 사측은 이르면 내년 하반기에 등록이 될 것으로 설명한다. 국내에 진출한 해외 가맹점들의 해외 결제서비스까지 확장하는 것이 중장기적 목표이다.

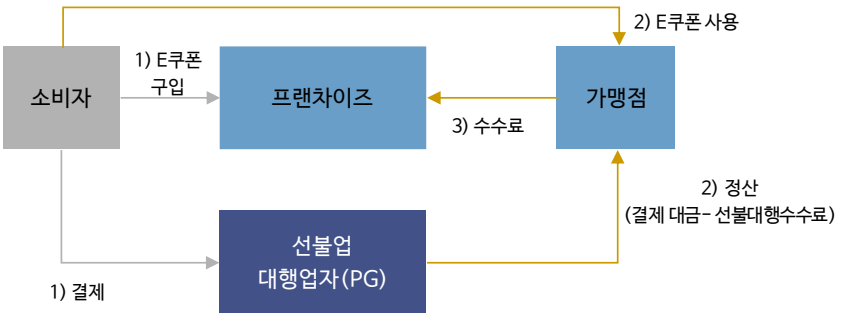
경쟁 업체들과 달리선불업 라이선스가 부재한 상황이다. 전금법 개정에 따른 선불업 대행 수요에 대응하기 위해서 라이선스 취득을 준비 중인 것으로 파악된다. 국내 대형 가맹점들을 다수 고객으로 확보하고 있는만큼 선불업 대행 시장에서도 탄탄한 고객기반이 경쟁우위로 작용할 것으로 본다.

주요 PG사별 전자금융업 라이선스 보유 현황

전자금융업자명	선불전자지급수단발행업	직불전자지급수단발행업	전자지급결제대행업(PG)	결제대금예치업(ESCROW)
NHN KCP	*준비중*		●	●
KG이니시스	●		●	●
헥토파이낸셜	●		●	●
나이스페이먼츠			●	●
케이지모빌리언스	●	●	●	●
다날	●		●	●
갤럭시아머니트리	●	●	●	●
코나아이	●	●	●	
한국신용카드결제			●	●

자료: 금융감독원, 신한투자증권

선불업 대행 서비스 프로세스



자료: 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
자산총계	**468.2**	**522.0**	**595.9**	**663.9**	**729.9**
유동자산	376.6	430.1	499.8	566.2	629.5
현금및현금성자산	211.4	254.9	288.0	328.6	369.6
매출채권	13.4	13.2	15.2	16.6	17.7
재고자산	6.6	4.9	5.6	6.2	6.6
비유동자산	91.6	91.9	96.0	97.7	100.4
유형자산	31.4	28.3	28.7	26.8	26.3
무형자산	7.3	6.2	6.1	6.9	7.8
투자자산	33.6	32.9	36.7	39.5	41.7
기타금융업자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	**269.6**	**298.4**	**342.0**	**374.1**	**399.8**
유동부채	267.1	294.1	337.3	369.0	394.5
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무	6.3	6.8	7.8	8.5	9.1
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	2.5	4.3	4.7	5.0	5.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	0.0	1.2	1.2	1.2	1.2
기타금융업부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**198.6**	**223.6**	**253.8**	**289.8**	**330.1**
자본금	20.1	20.1	20.1	20.1	20.1
자본잉여금	39.8	39.8	39.8	39.8	39.8
기타자본	(44.7)	(44.7)	(44.7)	(44.7)	(44.7)
기타포괄이익누계액	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
이익잉여금	183.1	208.3	238.5	274.6	315.0
지배주주지분	**198.4**	**223.5**	**253.8**	**289.8**	**330.2**
비지배주주지분	0.2	0.1	0.0	(0.0)	(0.1)
*총차입금	0.1	1.9	2.0	2.1	2.1
*순차입금(순현금)	(253.1)	(298.3)	(340.7)	(388.3)	(435.3)

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	**822.8**	**972.0**	**1,114.8**	**1,219.6**	**1,303.7**
증감률 (%)	10.4	18.1	14.7	9.4	6.9
매출원가	**732.3**	**879.6**	**1,017.2**	**1,113.3**	**1,187.1**
매출총이익	**90.5**	**92.4**	**97.6**	**106.2**	**116.5**
매출총이익률 (%)	11.0	9.5	8.8	8.7	8.9
판매관리비	**46.3**	**50.4**	**51.7**	**55.2**	**58.9**
영업이익	**44.2**	**42.0**	**45.9**	**51.0**	**57.6**
증감률 (%)	2.4	(5.1)	9.3	11.3	12.9
영업이익률 (%)	5.4	4.3	4.1	4.2	4.4
영업외손익	2.2	3.6	3.8	8.9	10.2
금융손익	1.8	2.0	7.4	6.0	6.7
기타영업외손익	(0.3)	0.1	(5.1)	1.5	2.0
종속 및 관계기업관련손익	0.8	1.5	1.5	1.4	1.4
세전계속사업이익	**46.4**	**45.6**	**49.7**	**59.9**	**67.8**
법인세비용	11.5	10.4	11.7	14.2	15.8
계속사업이익	34.9	35.2	37.9	45.7	51.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**34.9**	**35.2**	**37.9**	**45.7**	**51.9**
증감률 (%)	14.9	1.0	7.7	20.4	13.7
순이익률 (%)	4.2	3.6	3.4	3.7	4.0
(지배주주)당기순이익	34.9	35.3	38.0	45.7	52.0
(비지배주주)당기순이익	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
총포괄이익	36.2	32.8	37.9	45.7	51.9
(지배주주)총포괄이익	36.3	32.9	38.0	45.7	52.0
(비지배주주)총포괄이익	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
EBITDA	**49.1**	**46.9**	**51.2**	**55.9**	**62.5**
증감률 (%)	1.3	(4.5)	9.0	9.3	11.7
EBITDA 이익률 (%)	6.0	4.8	4.6	4.6	4.8

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로인한현금흐름	**41.4**	**63.4**	**60.9**	**63.3**	**65.5**
당기순이익	34.9	35.2	37.9	45.7	51.9
유형자산상각비	4.2	4.4	4.8	4.3	4.2
무형자산상각비	0.7	0.6	0.5	0.6	0.7
외화환산손실(이익)	0.1	(0.1)	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.0	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	(0.1)	2.5	2.4	2.4	2.4
운전자본변동	(4.3)	19.8	16.3	11.4	7.4
(법인세납부)	(10.4)	(11.0)	(11.7)	(14.2)	(15.8)
기타	16.3	12.1	10.8	13.2	14.8
투자활동으로인한현금흐름	**(11.7)**	**(11.7)**	**(14.7)**	**(10.1)**	**(10.1)**
유형자산의증가(CAPEX)	(4.9)	(0.8)	(5.2)	(2.4)	(3.7)
유형자산의감소	0.1	0.2	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(0.5)	0.9	(0.5)	(1.4)	(1.7)
투자자산의감소(증가)	(2.1)	(6.7)	(2.2)	(1.2)	(0.7)
기타	(4.3)	(5.3)	(6.8)	(5.1)	(4.0)
FCF	34.9	56.5	51.0	54.4	54.4
재무활동으로인한현금흐름	**(10.3)**	**(8.3)**	**(7.6)**	**(7.7)**	**(9.6)**
차입금의 증가(감소)	(10.0)	0.0	0.1	0.1	0.1
자기주식의처분(취득)	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	0.0	(7.7)	(7.7)	(7.7)	(9.7)
기타	(0.6)	(0.6)	0.0	(0.1)	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	(5.4)	(5.0)	(4.8)
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(0.4)	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	**19.0**	**43.5**	**33.2**	**40.6**	**41.0**
기초현금	192.4	211.4	254.9	288.0	328.6
기말현금	211.4	254.9	288.0	328.6	369.6

자료: 회사 자료, 신한투자증권

주요 투자지표

12월 결산	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (당기순이익, 원)	868	877	945	1,137	1,293
EPS (지배순이익, 원)	870	879	947	1,139	1,295
BPS (자본총계, 원)	4,944	5,568	6,320	7,216	8,220
BPS (지배지분, 원)	4,940	5,565	6,319	7,217	8,223
DPS (원)	200	200	200	250	300
PER (당기순이익, 배)	15.4	11.7	8.0	6.6	5.8
PER (지배순이익, 배)	15.4	11.7	8.0	6.6	5.8
PBR (자본총계, 배)	2.7	1.8	1.2	1.0	0.9
PBR (지배지분, 배)	2.7	1.8	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA (배)	5.8	2.4	(0.7)	(1.5)	(2.1)
배당성향 (%)	22.1	21.9	20.3	21.1	22.3
배당수익률 (%)	1.5	1.9	2.6	3.3	4.0
수익성					
EBITTDA 이익률 (%)	6.0	4.8	4.6	4.6	4.8
영업이익률 (%)	5.4	4.3	4.1	4.2	4.4
순이익률 (%)	4.2	3.6	3.4	3.7	4.0
ROA (%)	7.9	7.1	6.8	7.2	7.4
ROE (지배순이익, %)	19.3	16.7	15.9	16.8	16.8
ROIC (%)	(31.5)	(28.1)	(25.6)	(25.7)	(27.1)
안정성					
부채비율 (%)	135.8	133.4	134.8	129.1	121.1
순차입금비율 (%)	(127.5)	(133.4)	(134.2)	(134.0)	(131.8)
현금비율 (%)	79.1	86.7	85.4	89.0	93.7
이자보상배율 (배)	200.0	593.3	324.9	346.3	378.8
활동성					
순운전자본회전율 (회)	(5.8)	(6.3)	(6.5)	(6.6)	(6.6)
재고자산회수기간 (일)	2.3	2.2	1.7	1.8	1.8
매출채권회수기간 (일)	5.7	5.0	4.7	4.8	4.8

자료: 회사 자료, 신한투자증권

KG 이니시스 (035600)

돋보이는 리스크 관리 능력

2024년 10월 16일

✓ 투자판단	매수 (신규)	✓ 목표주가	13,000 원 (신규)
✓ 상승여력	37.1%	✓ 현재주가 (10 월 15 일)	9,480 원

신한생각 가격 매력도 부각

분산된 사업역량으로 결제주로서 부각받지 못 하는 상황 지속. 반대로 다변화된 포트폴리오로 실적안정성은 제고. 신사업 전략 부재의 아쉬움에도 가격 매력도는 유효한 시점. 결제업종에 후행하는 주가 상승 예상

수익성/리스크 관리에 방점을 둔 전략 유효

일회성 대손 규모 제한적일 것으로 예상. 미정산 사태 이전부터 리스크 관리를 위해 선제적으로 소셜커머스향 상품권 물량을 축소한 덕분. 일부 중소형 쇼핑몰 대상으로도 지급보류/보증보험 등 안전장치를 마련하고 대응했던 것으로 파악. 환불 보류 중인 상품권/여행상품 분쟁조정 결론이 연말에 나오는 만큼 관련 별도 기준 대손은 4분기중 일괄 반영 예정

3Q24 PG 거래액은 8.0조원(-4.3% YoY)으로 추정. 1) 소셜커머스 거래액 감소, 2) 중소형 쇼핑몰 영업 위축 등의 영향. 거래액 내 중소형/호스팅 비중이 높았던 탓에 하반기 PG부문 외형성장 둔화 불가피. 내년 상반기 점진적인 가계소비/온라인 쇼핑 반등을 반영해 FY25F 매출액과 영업이익은 각각 1조 4,856억원(+4.6% YoY), 1,226억원(+8.0% YoY)으로 추정

향후 성장 전략에 대해서 고민이 요구되는 시기. 국내 온라인 쇼핑 성장률이 레벨다운 중인 상황에서 낮은 해외 가맹점 비중 등을 감안하면 글로벌 플랫폼 제휴 등과 같은 신성장 사업기회를 적극적으로 모색할 필요

Valuation & Risk

12개월 선행 주당순이익 2,631원에 목표 PER(주가수익비율) 5.0배 적용해 13,000원으로 목표주가 산출. 목표 PER은 산업호황기인 2021년 제외한 2019~2023년 기간 최저 PER 평균에 15% 할인해 산출. 현 주가 기준 12MF PER은 3.6배로 부담없는 수준. 추가 Downside 리스크는 제한적

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	1,177.6	106.5	57.3	5.7	15.1	0.8	3.8	3.4
2023	1,344.8	106.3	77.4	4.3	17.7	0.7	4.2	3.5
2024F	1,420.5	113.6	65.4	4.0	13.0	0.5	4.0	4.4
2025F	1,485.6	122.6	75.3	3.5	13.4	0.4	3.2	4.7
2026F	1,577.3	135.0	84.5	3.1	13.5	0.4	2.4	5.5

자료: 회사 자료, 신한투자증권

[핀테크]

박현우 연구원
✉ phw@shinhan.com

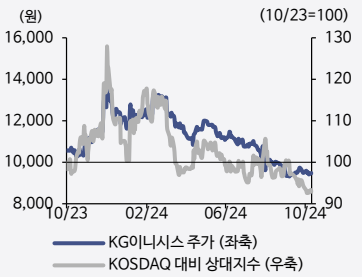
은경완 연구위원
✉ kw.eun@shinhan.com

Revision	
실적추정치	신규
Valuation	신규

시가총액	264.5 십억원
발행주식수(유동비율)	27.9 백만주(54.5%)
52 주 최고가/최저가	13,820 원/9,320 원
일평균 거래액 (60 일)	2,041 백만원
외국인 지분율	8.4%
주요주주 (%)	
KG 케미칼 외 5 인	40.9

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	0.6	(12.9)	(10.6)	(22.2)
상대	(4.6)	(4.1)	(4.9)	(11.6)

주가



II. 기업개요

국내 대표 온오프라인 종합결제 사업자

KG이니시스는 온오프라인 종합결제 사업자로 온라인 PG 사업과 온오프라인 VAN 사업을 영위한다. PG는 카드사와 가맹점들을 연결하는 대표 가맹점으로서 온라인상 가맹점들의 결제 정보를 온라인 VAN사에 넘기고 카드사 결제 대금을 가맹점에 정산하는 기능을 담당한다. 한편 가맹점에 한해 온라인 VAN 영업을 하며, 2019년부터 본격적으로 오프라인 VAN사업도 시작했다.

주요 자회사인 KG모빌리언스는 주력 사업인 휴대폰결제 PG사업에 더해 2020년 KG올앳 흡수 합병으로 신용카드 PG까지 서비스 영역을 확장했다. KG모빌리언스의 휴대폰 결제액은 2019년 2.4조원에서 2023년 2.3조원으로 다소 주춤한 반면 신용카드 결제액은 동기간 3.3조원에서 6.2조원으로 연평균 17.0% 증가했다.

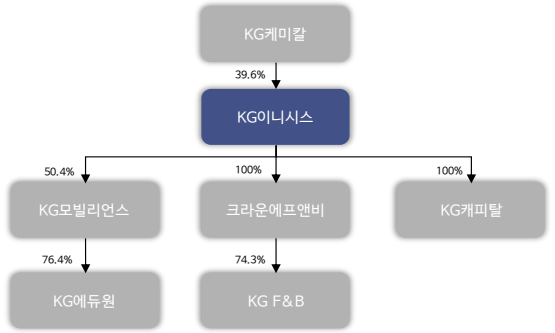
그외 KG에듀원은 교원 임용, IT 부문 강의 사업, KG할리스에프앤비는 커피프랜차이즈 사업을 영위해 다양한 사업 포트폴리오를 갖췄다. F&B 부문에 2022년 5월 육가공, 간편식 등을 판매하는 KG프레시가 그룹사에 편입됐다. 또한 KG그룹이 KG모빌리티(구 쌍용자동차)를 인수하며 KG캐피탈을 2023년 5월 종속회사로 편입했다. 연결 기준 2024년 매출액 구성은 전자상거래 72%, F&B 23%, 교육 4%, 기타(금융업, 부동산업 등) 0.2%로 추정한다.

KG이니시스 주요 기업 연혁

연도	내용
1998	회사 설립
2002	업계 최초 코스닥 시장 상장
2008	모빌리언스㈜의 최대 주주 지위 획득
2011	KG그룹 편입
2016	올앳㈜ 지분인수, 계열회사 편입
2019	KG아이씨티 흡수합병
2019	업계 최초 월 거래액 2조원 돌파
2020	크라운에프앤비㈜ 지분 취득(할리스에프앤비㈜ 인수)
2021	렌탈페이 구독 서비스 출시
2022	연간 거래액 30조원 돌파
2023	애플페이 온오프라인 파트너사 선정
2023	KG캐피탈 지분 취득(100%)

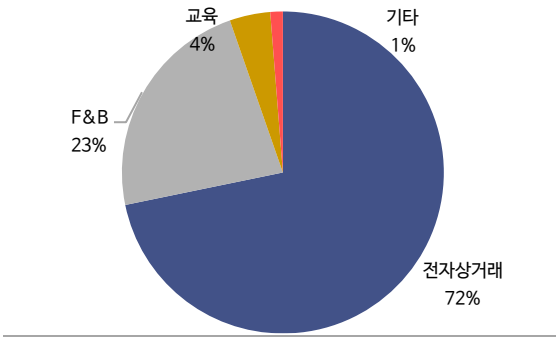
자료: 회사 자료, 신한투자증권

KG이니시스 지배구조



자료: Dart, 신한투자증권

KG이니시스 부문별 매출 구성(2024F)



자료: 회사 자료, 신한투자증권

KG이니시스가 속한 KG그룹은 2017년부터 KFC, 동부제철, 할리스커피, KG모빌리티 등 M&A를 통해 몸집을 키워나갔다. 그러나 이러한 과정에서 계열사 지원 리스크가 주가를 억누르며 PG업계 경쟁업체 대비 소외되어 왔다.

PG사간 국내 및 해외 대형 가맹점 확보 경쟁이 치열하다. 당사는 타사 대비 수익성 위주의 전략으로 내실 있는 성장을 지속 중이다. 한편 분리승인 솔루션, 렌탈페이 등 새로운 결제 트렌드에 맞는 서비스 확대에 나서고 있다. 또한 일본 PG사인 GMO-PG와의 협업을 통해 KG이니시스의 국내 가맹점은 일본 법인을 설립하지 않고도 자사의 쇼핑몰로 일본 시장에 진출함으로써 국내외 거래액이 증대되고 있다. 본업의 성장에 집중할 때가 왔다.

KG이니시스의 주요 가맹점



자료: 신한투자증권

I. 밸류에이션 및 실적 추정

투자의견 '매수', 목표주가 13,000원으로 커버리지 개시

목표주가는 12MF EPS 2,631원에 Target PER 5.0배를 적용해 13,000원으로 산출했다. Target PER은 2019~2023년 기간 중 산업 호황기인 2021년을 제외한 최저 PER 평균에 15% 할인한 5.0배로 적용했다. F&B, 교육 등 다양한 계열사 보유로 PG 본업의 실적 및 멀티플이 제대로 평가받기 어려운 상황을 반영했다.

현 주가는 12MF PER 기준 3.6배로 밴드 역사적 하단에 위치한다. 부정적인 업황에 더해 결제주로서 주목받지 못하는 상황이 지속됐기 때문이다. 역설적으로 다변화된 포트폴리오로 실적안정성은 높다. 가격 매력도에 주목할 시점이다.

과거 P/E 밸류에이션

(배)	2019	2020	2021	2022	2023
P/E(Hihg)	22.0	57.4	83.1	35.0	17.7
P/E(Avg.)	16.0	38.6	61.6	19.8	12.4
P/E(Low)	10.3	15.6	35.9	12.2	9.0
P/E(FY End)	20.8	52.4	35.9	15.4	11.7

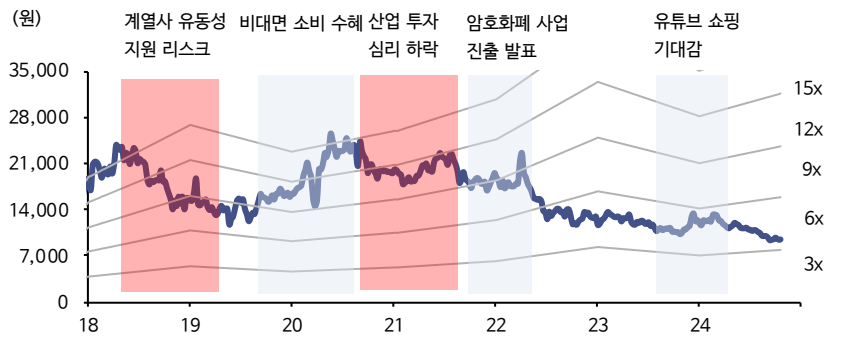
자료: Quantiwise, 신한투자증권

목표주가 산출 테이블

구분	값	비고
2024F EPS	2,344	지배주주 기준 EPS
2025F EPS	2,699	지배주주 기준 EPS
12MF EPS (원)	2,631	
Tartet PER (배)	5.0	산업 호황기인 2021년 제외한 2019~2023년 기간 최저 PER 평균 5.9배에 15% 할인
목표주가 (원)	**13,000**	
현재주가 (원)	9,480	10월 15일 기준
Upside (%)	**37.1**	

자료: 신한투자증권 추정

KG이니시스 12MF PER 밴드



자료: Quantiwise, 신한투자증권 추정

실적 추정

3분기 별도 PG거래액 8.0조원(-4% YoY) 전망

가맹점 내 중소형/호스팅 비중 높았던 만큼 단기적으로 거래액 감소 불가피

3Q24 연결기준 매출액과 영업이익은 각각 3,440억원(-0.9% YoY), 284억원(-3.3% YoY, OPM 8.2%)으로 추정한다. 결제 부문의 거래액 부진으로 인한 매출 감소를 F&B, 교육 등 자회사의 무난한 실적이 일부 상쇄할 것으로 예상한다.

PG거래액(별도)은 8.0조원(-4.3% YoY)으로 추정한다. 큐텐그룹 산하 소셜커머스 거래액 이탈 및 일부 중소형 쇼핑몰 도산 등을 반영했다. 가맹점 중 중소형/호스팅 비중이 높은 만큼 당분간 가맹점 거래액 감소는 불가피할 것이다. 글로벌 IT 가맹점 신규 단말기 사전예약으로 글로벌 부문 거래액은 비교적 양호했을 것이다. 선제적인 리스크 관리를 통해 대손 익스포저가 제한적인 점은 긍정적이다.

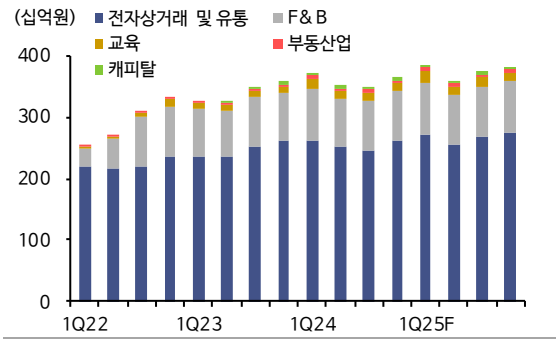
가맹점 카테고리 중 중소형/호스팅, 글로벌이 비교적 수익성이 높았던 만큼 별도 기준 GPM은 하락했을 것으로 가정했다. 다만 매출 내 결제부문의 비중 축소로 연결 기준 마진은 전분기수준을 유지했을 것으로 본다. 기존엔 F&B, 교육, 금융업(캐피탈) 등 계열사의 사업포트폴리오 확장으로 사업역량이 분산된다는 아쉬움도 있었으나 현 국면에서는 실적 하방을 막아주는 역할을 톡톡히 하는 중이다.

KG이니시스 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	FY23	FY24F	FY25F
매출액	**323.6**	**320.6**	**347.1**	**353.5**	**367.8**	**348.0**	**344.0**	**360.6**	**1,344.8**	**1,420.5**	**1,485.6**
전자상거래 및 유통	235.6	236.7	252.0	262.7	261.5	251.2	**245.1**	261.6	987.1	**1,019.5**	1,067.8
F&B	78.3	72.3	81.3	78.2	83.6	78.0	**81.5**	82.1	310.1	**325.1**	332.0
교육	9.6	10.7	10.6	9.2	18.4	13.8	**13.7**	12.2	40.1	**58.0**	63.5
매출원가	256.6	250.1	272.8	278.0	290.9	272.3	**269.3**	282.7	1,057.4	**1,115.2**	1,164.1
매출총이익	67.0	70.5	74.3	75.5	76.9	75.7	**74.7**	78.0	287.4	**305.3**	321.5
판관비	44.1	44.6	45.0	47.5	46.9	48.9	**46.3**	49.5	181.1	**191.7**	198.8
영업이익	**22.9**	**25.9**	**29.3**	**28.1**	**29.9**	**26.8**	**28.4**	**28.5**	**106.3**	**113.6**	**122.6**
OPM	7.1	8.1	8.5	7.9	8.1	7.7	**8.2**	7.9	7.9	**8.0**	8.3
영업외손익	(1.1)	6.0	(2.6)	13.7	(2.5)	(1.3)	**(4.1)**	(4.2)	16.0	**(12.1)**	(7.1)
당기순이익	18.2	28.3	20.9	29.7	22.9	20.0	**18.9**	18.9	97.1	**80.7**	90.9
지배순이익	**16.3**	**24.2**	**16.8**	**20.0**	**18.6**	**16.7**	**15.0**	**15.1**	**77.4**	**65.4**	**75.3**
NPM	5.0	7.6	4.9	5.7	5.0	4.8	**4.4**	4.2	5.8	**4.6**	5.1

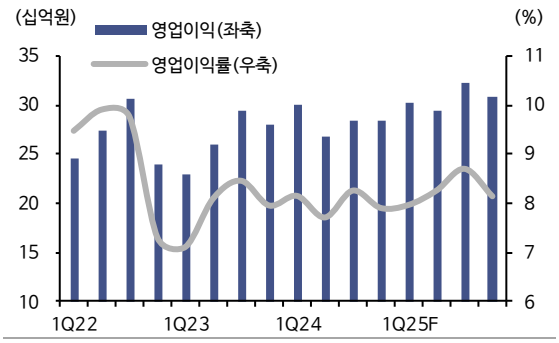
자료: 신한투자증권 추정

부문별 매출액 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

영업이익 및 영업이익률 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

II. 투자포인트

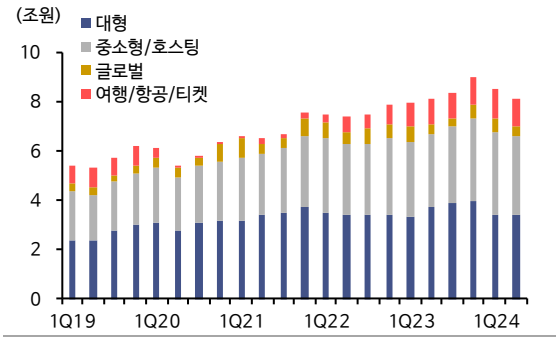
선제적인 리스크 관리가 돋보이는 국면

수익성/리스크 관리에 방점을 두는 전략 유효

선제적인 리스크 관리로 티메프 관련 대손 손실은 제한적인 것으로 파악된다. 환불 보류 중인 상품권/여행상품 분쟁조정 결론이 연말에 나오는 만큼 관련 대손은 4분기중 일괄 반영 예정이다. 이전부터 리스크 관리를 위해 소셜커머스향 상품권 물량을 일부 축소한 것으로 전해진다. 이번 사태 영향으로 도산한 중소형 쇼핑몰 대상으로도 작년부터 지급보류/보증보험 등 안전장치를 마련하고 PG원가를 인상했던 것으로 파악된다. 선제적인 리스크 관리 역량이 돋보이는 국면이다.

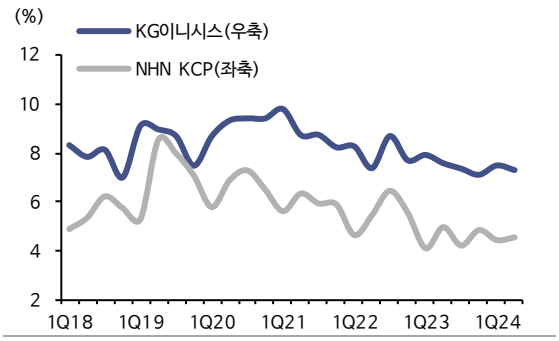
대형 PG사들이 역마진을 감수하면서까지 가맹점 확보에 나섰지만 당사는 그간 적정 마진을 챙길 수 있는 건실한 가맹점 중심으로 성장을 했다. 경쟁업체 대비 높은 수익성은 당분간 지속될 것으로 전망한다.

가맹점 카테고리별 거래액 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

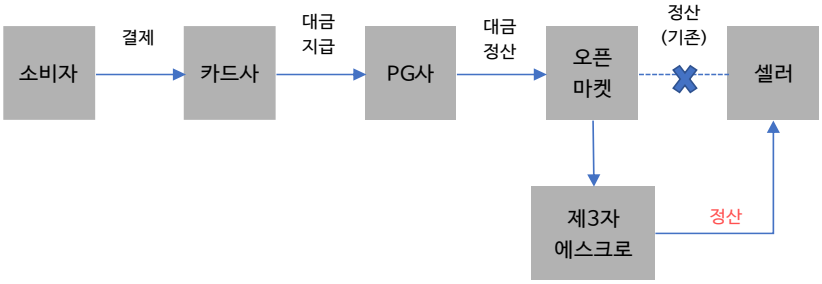
대형 PG사 간 영업이익률 비교



자료: Quantiwise, 신한투자증권 / 주: 별도 기준

한편 인터파크커머스는 기존에 티몬을 PG사로 뒀지만 티메프 사태 발생 이후 정산대금 유용을 막기 위해 당사에 에스크로 정산서비스를 요청했던 것으로 알려진다. 기존에도 PG 에스크로 정산서비스를 제공했던 만큼 이커머스 내 에스크로 정산대행이 확대될 경우 동사에게도 수혜가 기대된다.

제3자 에스크로 대행 서비스 프로세스



자료: 신한투자증권

BNPL과 유사한 렌탈페이 고성장

렌탈과 할부가 결합된 결제서비스 모델

PG 본업 대비 고마진 수익성 제고에 긍정적

KG이니시스는 2021년 PG업계 최초로 구독경제 전용 솔루션 '렌탈페이'를 출시했다. 렌탈페이는 렌탈과 할부의 장점이 결합된 신규 결제서비스이다. 가맹점의 물건을 판매가격보다 비교적 저렴하게 구매한 후 고객과 렌탈 계약을 맺는다. 소비자는 렌탈페이를 통해 12개월에서 최대 60개월 사이에서 소비자가 원하는 기간을 정해 구매할 수 있다. 고객이 선택한 기간에 맞춰 월별로 신용카드로 분할납부를 할 때마다 KG이니시스의 결제망을 타고 대금이 정산된다. 따라서 해당사업을 통해 1) 렌탈 수익과 2) PG서비스 수익 등이 발생한다. PG 사업 대비 마진률이 높아 전사 수익성 제고에도 긍정적이다.

올해 렌탈페이 매출액 800억원 수준 전망

렌탈페이는 견조한 성장을 지속하며 출시 1년 만인 2022년 매출액 300억원을 돌파했다. 올해 렌탈페이 매출액은 800억원 수준으로 전망한다.(2023년 630억원) 제휴몰, 제휴브랜드의 확대로 렌탈페이의 성장은 가속화 될 것으로 판단한다

렌탈페이를 쓰는 이유

가전제품, 골프, 인테리어 등 고가 상품을 판매하는 가맹점의 경우 렌탈 서비스 니즈는 있었으나 인프라가 없는 경우가 많다. 소비자는 부족한 소비 여력 내에서 원하는 물건을 할부수수료 없이 제품을 렌탈로 이용할 수 있다. 1) 고가 상품 구매에 따른 부담을 줄여 사업자의 매출을 증대시키고, 2) 렌탈 사업에 진출하지 않고도 회전율을 높일 수 있는 효과를 바탕으로 다수의 가맹점들을 확보 중이다. 카페24에 따르면 렌탈페이를 도입한 쇼핑몰은 평균적으로 매출의 20%가 렌탈 구매로 전환되고, 총매출이 약 15% 정도 늘어났다고 한다.

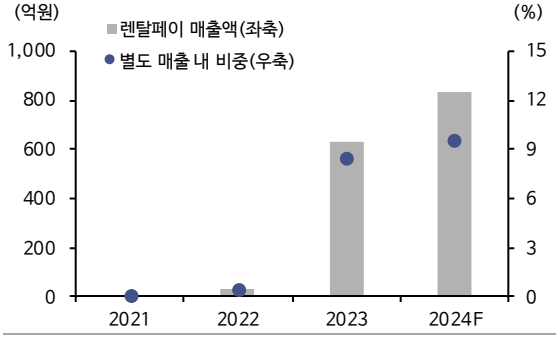
국내 BNPL 서비스의 한도는 보통 30만원이며, 분할납부가 아닌 후불결제에 불과하다. 굳이 중저가 물건을 길어야 한달 뒤에 대금을 납부하는 후불결제를 통해 결제할 유인이 적다. 신용카드 무이자 할부 역시 기간이 한정된다. 당사의 니치 마켓 공략이 유효했다고 판단한다.

렌탈페이 사업 구조



자료: 회사 자료, 신한투자증권

렌탈페이 매출액 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
자산총계	**1,453.0**	**1,712.1**	**1,813.4**	**1,873.2**	**1,937.4**
유동자산	604.0	738.6	826.7	884.1	963.2
현금및현금성자산	179.8	94.6	142.7	164.1	190.9
매출채권	74.4	85.2	90.9	95.7	102.4
재고자산	36.1	37.7	42.0	45.8	51.5
비유동자산	849.0	877.5	890.6	893.1	878.2
유형자산	215.2	196.7	199.3	189.4	162.8
무형자산	189.9	184.1	184.1	184.1	184.1
투자자산	159.8	175.3	185.9	198.2	209.9
기타금융업자산	0.0	96.0	96.0	96.0	96.0
부채총계	**847.3**	**1,016.7**	**1,048.4**	**1,029.3**	**1,006.8**
유동부채	751.6	782.2	849.7	826.1	792.4
단기차입금	70.2	113.7	168.7	146.7	116.7
매입채무	15.3	15.3	16.2	16.9	17.9
유동성장기부채	145.3	106.3	116.3	101.3	79.3
비유동부채	95.7	181.5	140.3	139.1	143.7
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	61.1	141.2	104.7	101.9	104.2
기타금융업부채	0.0	53.0	58.3	64.2	70.6
자본총계	**605.7**	**695.4**	**765.0**	**843.9**	**930.7**
자본금	14.0	14.0	14.0	14.0	14.0
자본잉여금	77.8	78.3	78.3	78.3	78.3
기타자본	(23.9)	(23.9)	(23.9)	(23.9)	(23.9)
기타포괄이익누계액	29.0	33.3	33.3	33.3	33.3
이익잉여금	304.8	373.8	428.0	491.3	562.0
지배주주지분	**401.7**	**475.4**	**529.7**	**593.0**	**663.7**
비지배주주지분	204.0	220.0	235.3	250.9	267.0
*총차입금	276.6	361.4	389.9	350.1	300.4
*순차입금(순현금)	45.9	80.9	59.6	(7.3)	(91.6)

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	**1,177.6**	**1,344.8**	**1,420.5**	**1,485.6**	**1,577.3**
증감률 (%)	16.4	14.2	5.6	4.6	6.2
매출원가	**907.3**	**1,057.4**	**1,115.2**	**1,164.1**	**1,230.3**
매출총이익	**270.3**	**287.4**	**305.3**	**321.5**	**346.9**
매출총이익률 (%)	23.0	21.4	21.5	21.6	22.0
판매관리비	**163.8**	**181.1**	**191.7**	**198.8**	**211.9**
영업이익	**106.5**	**106.3**	**113.6**	**122.6**	**135.0**
증감률 (%)	(0.1)	(0.2)	6.8	8.0	10.1
영업이익률 (%)	9.0	7.9	8.0	8.3	8.6
영업외손익	(15.9)	16.0	(12.1)	(7.1)	(7.0)
금융손익	(6.1)	(9.3)	(9.7)	(10.2)	(10.1)
기타영업외손익	(13.2)	16.4	(5.2)	0.1	0.2
종속 및 관계기업관련손익	3.4	8.9	2.8	2.9	2.9
세전계속사업이익	**90.7**	**122.3**	**101.4**	**115.5**	**128.0**
법인세비용	20.3	25.2	20.7	24.6	27.4
계속사업이익	70.4	97.1	80.7	90.9	100.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**70.4**	**97.1**	**80.7**	**90.9**	**100.6**
증감률 (%)	13.3	38.0	(16.9)	12.6	10.7
순이익률 (%)	6.0	7.2	5.7	6.1	6.4
(지배주주)당기순이익	57.3	77.4	65.4	75.3	84.5
(비지배주주)당기순이익	13.1	19.7	15.3	15.6	16.1
총포괄이익	56.9	103.5	88.4	100.1	111.6
(지배주주)총포괄이익	43.2	83.9	71.7	81.2	90.5
(비지배주주)총포괄이익	13.7	19.6	16.7	19.0	21.1
EBITDA	**151.7**	**150.7**	**141.0**	**158.5**	**183.6**
증감률 (%)	0.1	(0.7)	(6.4)	12.5	15.8
EBITDA 이익률 (%)	12.9	11.2	9.9	10.7	11.6

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로인한현금흐름	**54.0**	**(2.2)**	**57.7**	**100.7**	**113.6**
당기순이익	70.4	97.1	80.7	90.9	100.6
유형자산상각비	45.2	44.4	27.4	35.9	48.6
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
외화환산손실(이익)	(0.3)	(0.3)	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	2.2	(29.1)	1.3	1.3	1.3
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	(0.9)	(8.9)	(8.9)	(8.9)	(8.9)
운전자본변동	(71.6)	(123.0)	(40.5)	(16.1)	(25.6)
(법인세납부)	(26.7)	(27.1)	(20.7)	(24.6)	(27.4)
기타	35.7	44.7	18.4	22.2	25.0
투자활동으로인한현금흐름	**(79.3)**	**(132.0)**	**(30.5)**	**(26.8)**	**(23.9)**
유형자산의증가(CAPEX)	(9.9)	(17.5)	(30.0)	(26.0)	(22.0)
유형자산의감소	0.8	0.9	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(2.5)	(6.8)	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	(65.4)	(21.9)	(1.6)	(3.4)	(2.8)
기타	(2.3)	(86.7)	1.1	2.6	0.9
FCF	71.2	52.4	52.0	89.4	106.6
재무활동으로인한현금흐름	**(67.6)**	**51.2**	**17.4**	**(51.0)**	**(61.6)**
차입금의 증가(감소)	(85.5)	100.2	28.6	(39.9)	(49.6)
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(14.5)	(14.5)	(11.2)	(11.2)	(12.0)
기타	32.4	(34.5)	(0.0)	0.1	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	1.4	(1.3)	(1.3)
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(0.1)	(0.1)	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	**(93.0)**	**(83.1)**	**45.9**	**21.5**	**26.7**
기초현금	272.8	179.8	96.7	142.7	164.1
기말현금	179.8	96.7	142.7	164.1	190.9

자료: 회사 자료, 신한투자증권

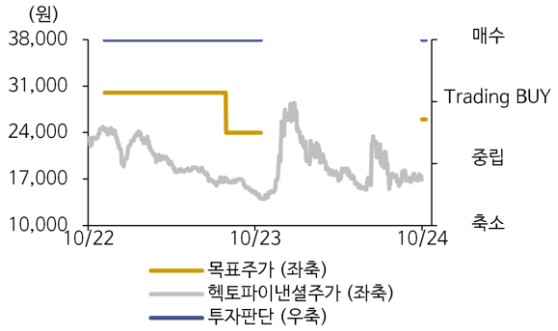
주요 투자지표

12월 결산	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (당기순이익, 원)	2,522	3,480	2,893	3,258	3,605
EPS (지배순이익, 원)	2,054	2,775	2,344	2,699	3,029
BPS (자본총계, 원)	21,705	24,922	27,414	30,243	33,351
BPS (지배지분, 원)	14,394	17,039	18,982	21,252	23,784
DPS (원)	400	420	420	450	520
PER (당기순이익, 배)	4.6	3.4	3.3	2.9	2.6
PER (지배순이익, 배)	5.7	4.3	4.0	3.5	3.1
PBR (자본총계, 배)	0.5	0.5	0.3	0.3	0.3
PBR (지배지분, 배)	0.8	0.7	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA (배)	3.8	4.2	4.0	3.2	2.4
배당성향 (%)	18.6	14.4	17.1	15.9	16.4
배당수익률 (%)	3.4	3.5	4.4	4.7	5.5
수익성					
EBITTDA 이익률 (%)	12.9	11.2	9.9	10.7	11.6
영업이익률 (%)	9.0	7.9	8.0	8.3	8.6
순이익률 (%)	6.0	7.2	5.7	6.1	6.4
ROA (%)	4.9	6.1	4.6	4.9	5.3
ROE (지배순이익, %)	15.1	17.7	13.0	13.4	13.5
ROIC (%)	40.7	32.3	28.7	30.6	33.3
안정성					
부채비율 (%)	139.9	146.2	137.0	122.0	108.2
순차입금비율 (%)	7.6	11.6	7.8	(0.9)	(9.8)
현금비율 (%)	23.9	12.1	16.8	19.9	24.1
이자보상배율 (배)	9.2	6.3	5.7	6.2	7.8
활동성					
순운전자본회전율 (회)	(6.3)	(10.1)	(16.6)	(25.0)	(41.7)
재고자산회수기간 (일)	6.6	10.0	10.2	10.8	11.3
매출채권회수기간 (일)	18.3	21.7	22.6	22.9	22.9

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자의견 및 목표주가 추이

헥토파이낸셜 (234340)

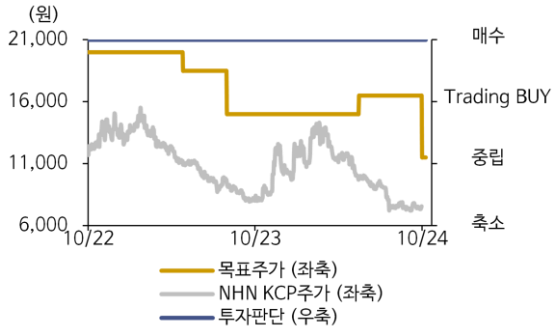


일자	투자 의견	목표 주가 (원)	괴리율 (%) 평균	괴리율 (%) 최고/최저
2022년 11월 21일	매수	30,000	(29.1)	(17.7)
2023년 05월 22일		6개월경과	(41.5)	(37.5)
2023년 08월 14일	매수	24,000	(33.3)	(29.1)
2023년 10월 30일		커버리지제외	-	-
2024년 10월 16일	매수	26,000	-	-

주: 목표주가 괴리율 산출 기간은 6개월 기준

투자의견 및 목표주가 추이

NHN KCP (060250)

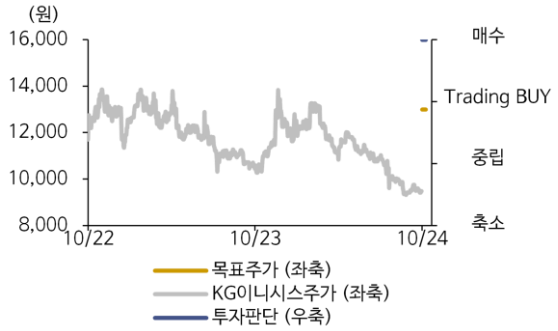


일자	투자 의견	목표 주가 (원)	괴리율 (%) 평균	괴리율 (%) 최고/최저
2022년 08월 11일	매수	20,000	(34.7)	(22.5)
2023년 02월 12일		6개월경과	(37.0)	(25.7)
2023년 05월 12일	매수	18,500	(45.1)	(39.3)
2023년 08월 16일	매수	15,000	(34.4)	(12.7)
2024년 02월 17일		6개월경과	(19.3)	(4.7)
2024년 05월 31일	매수	16,500	(49.1)	(39.2)
2024년 10월 16일	매수	11,500	-	-

주: 목표주가 괴리율 산출 기간은 6개월 기준

투자의견 및 목표주가 추이

KG이니시스 (035600)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	괴리율 (%) 평균	괴리율 (%) 최고/최저
2024년 10월 16일	매수	13,000		

주: 목표주가 괴리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자: 박현우, 은경완)
- 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	◆ 매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 ◆ Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% ◆ 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% ◆ 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	◆ 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 ◆ 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 ◆ 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 10월 12일 기준)

매수 (매수)	94.59%	Trading BUY (중립)	3.47%	중립 (중립)	1.93%	축소 (매도)	0.00%