

## 결제산업

# PG사, 한 번은 겪어야 할 성장통

티메프(티몬·위메프) 사태 여파가 지속되고 있다. PG 내 규제 사각지대를 해소하려는 당국의 의지가 강하며 오는 9월 15일 선불업 관리·감독을 강화하는 내용의 전자금융거래법 개정안이 시행 예정이다. 현 시점에는 PG의 결제·정산 영역 양쪽에서 안정성을 지닌 사업자에 주목할 만하다. 최선호주로 헥토판이낸셜을 제시한다. 1) 철저한 리스크 관리를 바탕으로 안정적인 결제수익을 창출하고 있으며 2) 신규사업인 해외 정산과 선불업 & PG 대행에 따른 업사이드가 기대된다.

윤유동 (증권/STO)  
02)768-7563, yd.yoon@nhqv.com

## C/O/N/T/E/N/T/S

I. Summary .....	3
II. 티메프 사태로 드러난 PG업의 사각지대.....	4
III. 9월 15일 전자금융거래법 개정안 시행이 가져올 변화.....	7
IV. 중장기 산업 투자심리 개선 기대.....	15
Appendix.....	17
[기업분석]	
헥토파이낸셜 (Buy, TP 27,000원) .....	18
NHN KCP (Buy, TP 10,000원) .....	25
KG이니시스 (Buy, TP 12,000원) .....	31

## I. Summary

### 티메프 이슈는 여전히 진행 중

티메프(티몬·위메프)가 기업회생을 신청한지 어느덧 한 달이 다 되어가지만 관련 여파가 거세다. 사태의 시작은 1) 이커머스의 PG사 겸업, 2) 판매대금 유종의 도덕적 해이에서 비롯되었는데 단기간 내 문제 개선은 쉽지 않을 것으로 전망한다. 상품권사, 중소형 쇼핑 물들의 도산이 이어지고 있으며 아직 일반상품을 제외한 여행상품, 상품권 환불에 대한 책임 소재도 불분명한 상황이다.

### 전금법 개정안 시행으로 규제 강화되나 신규 사업기회도 존재

때마침 전자금융거래법(이하 전금법) 개정안이 시행 예정이다. 주요 내용은 1) 선불전자 지급업자 의무 요건 강화이며, 2) 대표가맹점 PG 등록 의무는 1년의 유예기간을 거쳐 내년부터 시행된다. 그간 암암리에 선불업 혹은 PG 정산업무를 수행하던 사업자들은 이제부터는 라이선스를 직접 취득하거나 타사에 대행을 맡겨야 한다. 직접 라이선스 취득 시 강화된 규제에 감수해야 할 부분이 많기에 대행업 수요증가를 예상하며 이는 **선불업 & PG 라이선스를 모두 보유한 PG사가 신규 사업기회로 삼을 만하다.**

### 결제산업 Top pick은 리스크관리 능력 뛰어난 헥토파이낸셜 제시

**결제업 최선호주로 헥토파이낸셜을 제시한다.** 다양한 지급수단의 결제·정산 업무를 수행하는 현 상황에 가장 부합하는 사업자이다. 은행과 20년 넘게 계좌 영업을 진행해왔기에 그에 준하는 보수적인 리스크관리 체계를 갖추고 있고 재무안정성이 높다. 실제로 티메프 사태에도 선제 대응해 피해액이 미미했다.

- 1) 본업: 매출총이익의 52%를 차지하는 은행 계좌관련 결제·지급업무는 안정적인 매출을 보장하고 있으며 진입장벽이 높아 경쟁사에 대한 우려가 적다. PG사업 중 카드 결제부문은 티메프로 인한 반사수혜를 기대한다.
- 2) 신규사업: 하반기부터 해외 PSP(해외 PG사)를 대상으로 한 정산과 선불업 & PG업 대행 수수료 인식이 점차 가시화될 예정이다. 특히 내년부터는 이를 온기반영한 높은 성장세를 확인 가능하다. 유명 플랫폼 A사, T사, S사, 이커머스 A사 등을 고객으로 확보하였고 향후 순차적으로 추가 오픈할 예정이다. STO 관련 열매컴퍼니의 조각투자 결제서비스 사업도 꾸준히 진행하고 있다.

### NHN KCP, KG이니시스 Buy 투자의견 유지

NHN KCP, KG이니시스에 대한 긍정적인 시각을 유지한다. 단기적인 실적 하락은 불가피하나 보유 가맹점 및 재무상황을 점검하는 기회로 삼을 수 있다. 국내외에서 인지도가 높고 모회사가 든든한 우량 PG사이기에 중장기적으로 투자심리 개선을 기대한다.

결제업종 투자의견/투자지표

(단위: 원, 배, %, 십억원)

종목명	코드	투자의견	목표주가 (12M)	현재가	PER		PBR		ROE		배당수익률	
					2024E	2025F	2024E	2025F	2024E	2025F	2024E	2025F
헥토파이낸셜	234340.KQ	Buy(신규)	27,000(신규)	17,700	10.4	8.1	1.1	1.0	11.1	12.8	2.0	2.0
NHN KCP	060250.KQ	Buy(유지)	10,000(하향)	7,420	10.6	7.9	1.2	1.1	12.0	14.7	2.7	2.7
KG이니시스	035600.KQ	Buy(유지)	12,000(하향)	9,610	4.4	3.7	0.5	0.5	12.1	12.9	4.4	4.4

주: 9월 4일 종가 기준; 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

## II. 티메프 사태로 드러난 PG업의 사각지대

### 원인은 이커머스사의 PG 겸업

#### 티메프發 피해 지속

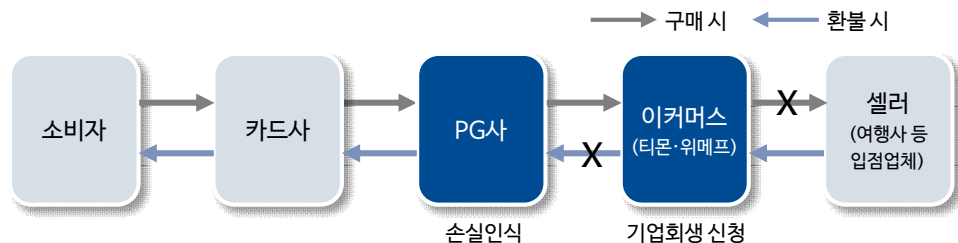
이커머스사 티메프 사태 파장이 거세다. 인터파크커머스와 해피머니도 기업회생을 신청하였고 바보사랑, 1300K, 사자마켓 등 중소형 쇼핑몰들의 도미노 경영난이 가시화되고 있다. 중소 이커머스에 대한 투자가 줄어드는 가운데, 여러 플랫폼에 동시 입점한 셀러들이 티메프에서 정산을 받지 못해 파산하고 있기 때문이다. 티메프의 미정산금은 최종 1.3조원이라고 밝혔다.

#### 여행상품, 상품권 환불 규모에 주목

언론에 따르면 현재까지 소비자를 대상으로 PG사는 359억원 환불을 완료하였다. 여신전문금융업법상 신용카드 회원이 거래 취소 또는 환불을 요구 시 PG사는 이에 따라야 하기 때문이다. 소비자들이 환불을 요구하는 품목은 크게 1) 일반상품 2) 여행상품 3) 상품권 세 가지이다. 환불 완료된 359억원 대부분은 일반상품으로 추측하며 이는 티메프의 결제를 담당하던 11개의 PG사가 나눠서 손실로 인식하게 된다.

관건은 상품권과 여행상품 환불에 대한 책임 소재이다. 일반상품은 티메프 사태 이후 서비스 종료 직전 약 1~2주간 물품을 구매하였는데 받지 못한 케이스이지만, 여행과 상품권의 경우 몇 달 전부터 구매하는 사례가 많다. 따라서 이와 관련된 금액도 상당할 것으로 파악되며 추이를 지켜볼 필요가 있다.

그림1. 결제 구조



자료: NH투자증권 리서치본부

그림2. 여신전문금융업법(여전법) 제 19조(가맹점의 준수사항)

⑦ 결제대행업체는 다음 각 호의 사항을 지켜야 한다. <개정 2015. 1. 20.>

1. 물품의 판매 또는 용역의 제공 등을 하는 자의 신용정보 및 신용카드등에 따른 거래를 대항한 내용을 신용카드업자에게 제공할 것
2. 물품의 판매 또는 용역의 제공 등을 하는 자의 상호 및 주소를 신용카드회원등이 알 수 있도록 할 것
3. 신용카드회원등이 거래 취소 또는 환불 등을 요구하는 경우 이에 따를 것
4. 그 밖에 신용카드회원등의 신용정보보호 및 건전한 신용카드거래를 위하여 대통령령으로 정하는 사항

자료: 국가법령정보센터, NH투자증권 리서치본부

### 티메프의 셀러 정산기간은 60~70일

우선 PG사의 구조를 이해해야 한다. PG사는 전자지급결제대행 업체로 카드사와 가맹점 사이에서 **1) 결제와 2) 정산 업무를 수행**하며 그 대가로 수수료를 인식한다. PG사는 1차 PG사와 2차 PG사로 구분할 수 있다. **1차 PG사**는 우리가 흔히 아는 NHN KCP, KG 이니시스 등으로 수많은 가맹점들을 대신하여 카드사와 직접 계약을 맺고 대표가맹점으로 간주되어 **결제·환불·취소** 등의 업무를 수행한다. **2차 PG사**로는 티몬, 위메프 등의 기업이 등록되어 있으며 **정산** 업무를 주로 수행한다.

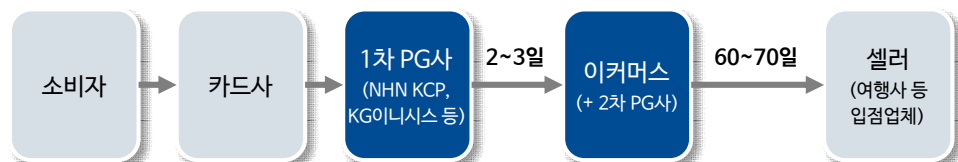
연간 매출액이 30억원 이하인 영세·중소가맹점들은 통상 1개의 PG를 사용하지만, 이를 초과하는 일반가맹점의 경우 직접 PG 라이선스를 취득해 2개의 PG를 사용하기도 한다. 1차에 비해 2차 PG사는 쉽게 등록 후 영업이 가능하기 때문이며 여전법도 1차 PG사를 대상으로 규율한다.

티메프 사태를 예로 들면 결제 시 소비자 → 카드사 → 1차 PG → 2차 PG → 가맹점으로 정산이 이루어진다. 다만 1차 PG사는 2~3일내로 2차 PG사인 티메프에 대금을 정산해주지만, 2차 PG사는 입점업체에 60~70일 이후 대금을 정산해준다. 이커머스와 PG 겸업에 대한 관리가 없었기에 두달 동안 대금을 다른 용도로 사용해도 알 길이 없다.

### 도덕적 해이와 오픈마켓에 대한 규제 부재가 불러온 결과

즉 이번 사태의 원인은 1) 이커머스와 PG사의 겸업 2) 판매대금 관리 규제 사각지대로 볼 수 있다. 그간 당국은 판매자와 소비자만 관리하였지 판매중개사에 해당하는 오픈마켓에 대한 규율은 부재했다. 이에 대응하여 정부는 이커머스의 정산기한을 40일 이내로 단축하고, 제3기관을 통해 대금의 별도관리 등을 의무화할 예정이라고 밝혔다.

그림3. PG사 정산 구조



자료: NH투자증권 리서치본부

## 티메프로 드러난 상테크의 실체

추가로 상품권 이슈도 불거졌다. 티메프는 최근 몇 년간 해피머니, 컬처랜드 등의 상품권을 대량 판매하였는데 유동성 확보가 목적이었을 것으로 추측한다. 특히 사태가 터지기 몇달 전부터 할인율을 확대하며 마케팅을 강화했다. 할인율을 고려하면 티메프가 적자를 감수하면서까지 단기 자금이 필요했음을 알 수 있다.

이는 일명 '상테크(상품권+재테크)'라고 불리며 소비자들 사이에서 상품권의 현금화 방법이 공유되었다. 티메프는 통상 상품권을 8% 할인된 가격으로 판매했는데 이를 신용카드로 구매 후 페이코, 네이버페이, SSG페이 등의 포인트로 전환해 연계 가맹점에서 현금처럼 사용할 수 있었기 때문이다. 티메프는 유동성 확보, 상품권사는 판매수수료 제외한 수익, 소비자는 카드실적 적립 및 할인된 가격으로 포인트 사용의 혜택을 누려왔다.

## 상품권사들의 유동성도 불안한 수준

하지만 사태 발생 후 핀테크사들이 해피머니의 포인트 전환을 막으며 상품권을 대량으로 사들인 소비자들의 환불 요청이 이어지고 있다. 문제는 여기에 대한 책임 소재를 가리기 쉽지 않다. 상품권은 일종의 선불전자지급수단인데 관련 규제가 명확하지 않기 때문이다. 8월 27일 해피머니는 기업회생을 신청하였으며 언론에 따르면 티메프는 월평균 2,300억원어치 상품권을 판매한 것으로 알려져 있다.

올해 9월 시행 예정인 전금법 개정안에서는 선불충전금의 100%를 별도 관리하게 할 예정이었지만 그 직전에 문제가 발생했다. 현재 (주)한국문화진흥을 제외한 상품권사는 유동성이 넉넉하지 않은 것으로 파악되어 사태 장기화 시 추가적인 파장이 있을 수 있다.

그림4. 티몬에서 판매한 해피머니 상품권 예시

자료: 티몬, NH투자증권 리서치본부

### III. 9월 15일 전자금융거래법 개정안 시행이 가져올 변화

#### 1) 선불충전금 이용자 보호 강화

##### 전금법 개정 시 PG사 역할 확대

앞서 언급한 전금법 개정안은 오는 9월 15일 시행 예정이다. 최근 몇 년간 PG, 선불 시장 규모가 확대되며 관리·감독 강화에 대한 필요성이 대두되었는데 이번 사태로 인해 더욱 주목받고 있다. 지난 3일 관련 내용을 담은 시행령이 국무회의를 통과했다.

주요 내용은 1) 선불전자지급업자 의무 요건 강화이며 2) 대표가맹점 PG 등록 의무는 1년간의 유예기간을 거쳐 내년 9월 15일부터 시행된다. 모두 기존 PG사가 신규 사업 기회로 삼을 수 있는 부분이다.

##### F&B 업체의 추가 수익원으로 성장해온 기프트콘 시장

먼저 선불충전금이란 이용자들이 송금·결제 편의를 위해 금융플랫폼에 맡긴 예치금을 뜻한다. 상품권, 카카오톡 선물하기를 위해 충전한 카카오페이머니, 온라인 쇼핑을 위해 충전한 네이버페이머니 등이 해당된다. 미리 현금을 지불하는 만큼 이용 시 높은 포인트 적립률 등의 혜택을 제공해 왔다.

이와 유사한 개념으로 모바일쿠폰, 게임포인트, 치킨, 케이크, 커피 등의 기프트콘이 있다. 기프트콘(e쿠폰)은 소비자의 추가 구매를 유도하는 효과가 있어 단기간내 시장이 빠르게 성장해 왔다. 예를 들어 선물로 받은 커피쿠폰 사용 시 잔액 환불이 불가하거나, 추가 금액을 지불해 금액에 맞게 결제해야 하는 경험을 했을 것이다. 또한 깜박 잊고 쿠폰을 사용하지 않을 경우 낙전수입도 존재한다.

그림5. 게임 상품권 예시



자료: NH투자증권 리서치본부

그림6. 카페 상품권 예시



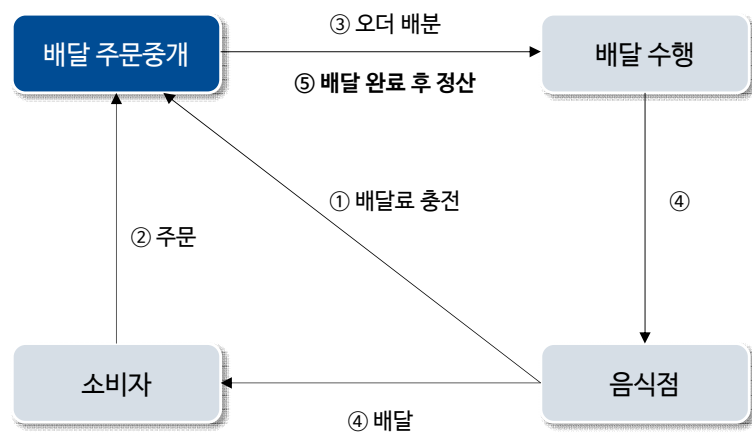
자료: NH투자증권 리서치본부

## 다수의 업체가 선불업에 해당 예정

이들은 과거 선불충전금으로 인정되지 않았지만 개정안에서는 ‘선불수단은 구입가능한 재화·용역이 2개 업종 이상이어야 한다’는 기준이 삭제된다. 즉 앞으로는 충전금을 1개 업종에서 사용할 수 있는 게임사, 마트, F&B 등 다수의 업체들이 선불업 감독 대상에 포함된다.

〈그림 7〉과 같이 대리운전, 택배, 배달 중개사는 미리 돈을 충전하고 결제하는 경우가 많다. 1) 서비스는 제3자가 제공하지만 정산은 중개사가 하기에 선불 라이선스가 필요하며 2) 만약 선불금이 아닌 돈을 받더라도 타인을 대신하여 정산하였기에 향후 PG 라이선스가 필요하다. 어느 경우라도 사각지대로 운영되던 시장의 양성화가 목적이다.

그림7. 선불업 해당 예시



자료: NH투자증권 리서치본부



**선불업 등록 요건  
충족 쉽지 않아  
대행수요 확대 기대**

사업 지속을 위해서는 개정안에 대비해 1) 직접 선불업 라이선스를 취득하거나, 2) 혹은 타사에 선불업 대행을 맡기는 두 가지 선택지가 있다.

대행 수요가 확대될 가능성이 높다. 선불업 등록 요건은 최소 자본금 20억원, 부채비율 200% 이내, 물적 설비, 대주주의 결격사유 해당 여부 검토 등으로 까다롭기 때문이다. 향후 선불충전금의 100%에 해당하는 금액도 별도 관리해야 하는데 결제사업이 본업이 아닌 사업자가 자금과 인력을 투입해 라이선스를 취득하는 것은 부담이다.

**선불업 + PG  
라이선스 보유한  
사업자에 주목**

따라서 전자금융업자 중 이미 선불업자 라이선스를 보유한 전업 PG사에 대해 문의가 증가할 것으로 전망한다. PG사는 기본적인 결제수단을 제공 가능하며 물적 요건들을 충족하는 인프라를 갖추고 있다. 또한 오랜 시간 카드사와의 네트워크를 유지해온 대외역량도 보유하고 있어 당국의 강화된 관리·감독에도 대응 가능하다.

참고로 7월 기준 선불업 & PG 라이선스를 동시에 보유한 사업자는 총 58개사인데 이중 방금 서술한 내용을 제대로 이행 가능한 PG사는 한정적일 것으로 추측한다. 언론에 따르면 헥토판이낸셜, 다날, 코나아이, 하이픈코퍼레이션이 선불 운영 대행을 준비 중이며 NHN KCP도 라이선스 획득 예정이다.

**그림8. 전금법 개정 내용 중 일부**

**<선불업 감독 대상 확대 관련 주요 「전자금융거래법」 개정 내용>**

- ① (기존) 구입가능한 재화용역이 2개 업종 이상이어야 선불수단 해당 → (개정) 업종 기준 삭제
- ② (기존) 발행인 및 특수관계인(모·자회사)을 제외한 제3자에게 사용되어야 선불수단 해당 → (개정) 특수관계인이 삭제되어, 모·자회사에서 사용되는 경우에도 선불수단 해당
- ③ (기존) 가맹점 수 10개 이하면 등록 면제 → (개정) 가맹점이 1개일 경우 등록 면제
- ④ (기존) 발행잔액이 30억원(시행령) 이하인 경우 등록 면제 → (개정) 발행잔액 및 연간 총발행액이 일정 금액(시행령) 미만인 경우 등록 면제

자료: 금융위원회, NH투자증권 리서치본부

## 2) 1년뒤 시행될 대표가맹점 PG 등록 의무화

### 하위가맹점에 정산 시 PG 라이선스 필요

두 번째 주요 내용은 대표가맹점의 PG 등록 의무화이다. 1년간의 유예기간을 거쳐 내년 9월 15일부터 시행된다. 이는 백화점, 편의점, 쇼핑몰 등 유통업체들이 주요 대상이다. 그동안 페이샤(네이버페이, 카카오페이 등)는 모든 입점업체와 계약할 수 없으니 백화점과 대표로 계약을 맺었고, 백화점은 페이샤로부터 판매대금을 받아 입점업체에 정산해주었다. 이는 PG사의 정산기능과 유사하여 PG 등록이 필요하다고 안내되고 있지만 미등록으로 운영하는 업체가 많았다.

앞으로는 의무적으로 PG사로 등록해야 한다. 대표적으로 배달플랫폼 B사, 숙박플랫폼 Y사 등이 PG 등록을 마쳤다. 다만 PG 라이선스 취득은 선불업과 마찬가지로 관련 요건 충족이 필요하며 기존 유통업에 신규 규제가 추가되기에 부담이 크다.

### PG사 규제 리스크로 라이선스 직접 취득보다는 대행문의 증가 예상

이 역시 두가지 선택지가 존재한다. 1) 직접 PG 라이선스를 취득하거나, 2) 혹은 타사에 PG 대행을 맡길 수 있다. 기존 당국의 의도는 미등록 PG사들의 라이선스 취득을 통한 정산 관리 강화가 목적이었다. 그러나 티메프 사태로 인해 강도가 더 높아질 전망으로 라이선스 직접취득의 매력에 하락하였다. 유통업체들은 규제 리스크를 줄이기 위해 기존 PG 사업자와의 제휴(대행)를 준비하며 문제를 해결해갈 것으로 예상된다.

#### 그림9. 금융위원회 보도자료 중 일부

□ 이번 전자금융거래법 시행령 개정과 무관하게, 현행 전자금융거래법규에 따르면 플랫폼, 유통업체 본사 등이 전자적 방법으로 재화의 구입 또는 용역 이용의 대가 정산을 대행하거나 매개하는 경우 전자지급결제대행업자(PG사)로 등록해야 합니다.

\* 해당 의무가 있음에도 등록하지 않을 경우 형사처벌(3년 이하의 징역 또는 2천만원 이하의 벌금) 대상

○ 이번 시행령 개정안에서 전자금융업자에게 미등록 PG사와 (대표)가맹점 계약을 체결하지 않도록 의무를 부과한 것은, 지급결제 과정에서 불법 미등록 PG사\*가 개입하지 못하도록 한 것입니다.

\* 하위 가맹점에게 미정산할 위험, 탈세 등 불법행위 조장, 실가맹점이 표출되지 않는 등 거래내역의 불투명성, 이용자 환불 애로 등의 지급결제 불안정성 존재

○ 또한, 플랫폼이나 유통업체 본사 등이 반드시 결제대금 정산업무를 해야 하는 것은 아니며, 정산업무를 외부 PG사가 대행하는 경우\*에는 전자 지급결제대행업 등록이 필요하지 않습니다.

\* 예: 전문 PG사를 통해 플랫폼 입점사에게 결제대금 정산하고 플랫폼 등은 정산에 필요한 정보(입점사의 계좌정보 등)만을 제공

자료: 금융위원회, NH투자증권 리서치본부

표1. 전자금융업 등록 현황

(2024년 7월 19일 기준)

등록날짜	전자금융업자명	선불전자지급 수단발행업	직불전자지급 수단발행업	전자지급결제 대행업(PG)	결제대금예치업 (ESCROW)	전자고지결제업 (EBPP)
2007-04-19	(주)마이비	●		●		
2007-05-18	이지스엔터프라이즈(주)			●		●
2007-06-19	(주)케이에스넷	●		●	●	
2007-06-20	(주)티머니	●		●		
2007-06-20	(주)엘지씨엔에스			●	●	
2007-06-25	(주)케이지이니시스	●		●	●	
2007-06-28	한국정보통신(주)	●	●	●	●	
2007-06-28	나이스정보통신(주)	●		●		
2007-06-29	(주)페이게이트			●	●	
2007-06-29	(주)지마켓	●		●	●	
2007-06-29	(주)케이지모빌리언스	●	●	●	●	
2007-06-29	효성에프엠에스(주)			●		●
2007-06-29	씨제이올리브네트웍스(주)	●		●		
2007-06-29	엔에이치엔케이씨피(주)			●	●	
2007-07-13	(주)동서아이에스					●
2007-07-19	(주)카카오	●		●	●	
2007-07-25	브이피(주)			●		
2007-09-18	(주)핵토파이낸셜	●		●	●	●
2007-11-22	부산하나로카드(주)	●				
2008-03-18	페이레터(주)			●		
2008-03-19	한국결제네트웍스 유한회사			●	●	
2008-03-20	에스엠하이플러스(주)	●				
2008-06-30	(주)더존비즈온			●	●	●
2008-09-25	갤럭시아머니트리(주)	●	●	●	●	
2008-12-26	(주)티모넷			●		
2009-07-03	에스케이커뮤니케이션즈(주)	●				
2009-07-03	(주)다날	●		●	●	
2010-07-22	(주)DGB유페이	●		●		
2010-08-19	스탠다드네트웍스(주)			●		
2010-10-29	(주)로카모빌리티	●		●		
2010-11-03	(주)엑심베이			●		
2011-03-28	(주)하렉스인포텍		●	●		●
2011-08-01	(주)핀플넷	●				
2011-09-30	(주)스마트로	●		●	●	●
2011-10-01	에스케이플래닛(주)	●		●		
2012-07-27	(주)쿠콘	●		●		
2012-12-07	코레일네트웍스(주)	●		●		
2013-01-17	(주)한페이시스	●		●		
2013-12-06	케이비증권(주)		●			
2014-04-04	신한금융투자(주)		●			
2014-04-04	미래에셋증권(주)		●	●		
2014-05-02	한국철도공사	●				
2014-08-05	NH투자증권(주)		●			
2015-01-07	비바리퍼블리카(주)	●	●	●	●	●
2015-04-08	유니월(주)			●	●	
2015-04-29	(주)페이누리			●		
2015-05-04	(주)토마토페이			●		
2015-05-04	교보증권(주)		●			
2015-05-22	롯데멤버스(주)	●	●	●	●	

자료: 금융감독원, NH투자증권 리서치본부

## 전자금융업 등록 현황 (계속)

(2024년 7월 19일 기준)

등록날짜	전자금융업자명	선불전자지급 수단발행업	직불전자지급 수단발행업	전자지급결제 대행업(PG)	결제대금예치업 (ESCROW)	전자고지결제업 (EBPP)
2015-06-05	DB금융투자(주)		●			
2015-06-23	구글페이먼트코리아(유)	●		●		
2015-07-16	(주)인스타페이			●		
2015-07-30	(주)와이즈케어			●		
2015-08-04	유안타증권(주)		●			
2015-09-22	(주)유진투자증권		●			
2015-09-22	(주)코나아이	●	●	●		
2016-02-04	(주)사이렉스페이			●		
2016-03-02	원스토어(주)	●		●		
2016-04-07	(주)원넷			●		
2016-04-14	(주)SK증권		●			
2016-04-19	(주)우아한형제들	●		●		
2016-04-25	(주)유디아아이디			●	●	
2016-05-31	(주)다우데이타			●	●	
2016-06-02	(주)페이투스			●	●	
2016-08-10	나이스페이먼츠(주)			●	●	
2016-08-26	(주)13마일			●		
2016-09-13	(주)티몬	●		●	●	
2016-10-14	(주)아이씨비	●		●	●	
2016-11-11	쿠팡페이(주)	●		●	●	
2017-01-06	블루월넷(주)	●		●	●	●
2017-01-06	한국신용카드결제(주)			●	●	
2017-02-02	(주)원글로벌페이			●		
2017-03-24	(주)핑거			●		
2017-04-11	엔에이치엔페이코(주)	●	●	●	●	●
2017-04-14	(주)카카오페이	●	●	●	●	●
2017-04-28	(주)지오엠아이앤씨			●		
2017-05-17	(주)핀크	●				
2017-08-28	(주)더페이원			●		
2017-10-27	웰컴페이먼츠(주)	●		●	●	●
2017-10-27	(주)이지피취			●		
2017-11-06	(주)인피니소프트			●		
2017-12-15	(주)위드페이먼츠			●		
2018-01-08	(주)오렌지스퀘어	●				
2018-01-24	(주)케이윌피에스			●		
2018-02-05	온오프코리아(주)			●		
2018-03-13	(주)티엔디엔			●		
2018-04-13	아고다페이먼트코리아(유)			●		
2018-06-29	케이아이에스정보통신(주)	●		●	●	●
2018-06-29	(주)섹타나인	●		●	●	
2018-07-19	(주)코리아페이먼트서비스			●		
2018-09-05	(주)더즌			●		
2018-09-10	십일번가(주)	●		●	●	
2018-10-05	(주)로드시스템	●		●		
2018-12-07	(주)코벤			●		
2018-12-10	(주)스토리정보통신			●		
2019-03-04	옴타옴플랫폼(주)			●		
2019-04-04	(주)위메프			●		
2019-04-08	(주)차이코퍼레이션	●	●	●		
2019-04-18	(주)이나인페이			●		
2019-05-10	(주)에버페이먼트			●		

자료: 금융감독원, NH투자증권 리서치본부

## 전자금융업 등록 현황 (계속)

(2024년 7월 19일 기준)

등록날짜	전자금융업자명	선불전자지급 수단발행업	직불전자지급 수단발행업	전자지급결제 대행업(PG)	결제대금예치업 (ESCROW)	전자고지결제업 (EBPP)
2019-05-17	카페24(주)			●		
2019-05-20	(주)엔에스페이먼츠			●		
2019-05-20	(주)시루정보			●		
2019-06-13	트래블파트너익스체인지코리아(주)			●		
2019-06-21	뱅크샐러드(주)	●				
2019-06-26	(주)포리스에프에스코리아리미티드	●		●		
2019-07-11	(주)이롬넷			●		
2019-07-19	(주)바움피엔에스			●		
2019-07-24	한국조폐공사	●				
2019-07-29	(주)통통	●				
2019-07-29	(주)페이플			●		
2019-08-09	(주)케이티	●				
2019-08-13	(주)위대한상상			●		
2019-08-22	코리아결제시스템(주)			●		
2019-08-22	페이업(주)			●		
2019-08-22	(주)아이엘케이코리아			●		
2019-09-04	한국투자증권(주)		●			
2019-09-05	(주)핀샷	●				
2019-09-30	(주)오케이인베스트먼트파트너스	●				
2019-10-08	(주)디셈버앤컴퍼니자산운용	●	●			
2019-10-14	비즈플레이(주)	●	●			
2019-11-01	네이버파이낸셜(주)	●	●	●	●	●
2019-11-19	(주)코페이			●		
2019-11-19	에프케이(주)			●		
2019-11-21	(주)한국결제인증			●		
2019-12-30	(주)센트비	●		●		
2020-01-03	(주)트래블월렛	●				
2020-01-08	페이민트(주)			●		
2020-01-21	(주)엔트페이먼츠			●		
2020-02-05	(주)컬리페이	●		●		
2020-04-09	코드블럭(주)			●		
2020-04-09	(주)에스에스지닷컴	●		●		
2020-06-03	(주)카카오모빌리티	●		●		
2020-06-19	(주)립페이			●		
2020-06-19	(주)이투유			●		
2020-06-25	(주)유렉스			●		
2020-06-30	한패스(주)	●		●		
2020-08-03	토스페이먼츠(주)			●	●	
2020-08-18	(주)글로벌머니익스프레스	●		●		
2020-08-25	한국선불카드(주)	●				
2020-09-16	한화투자증권(주)		●			
2020-10-21	(주)아이오로라	●				
2020-11-02	케이페이먼츠(주)			●		
2020-12-15	(주)아이퀘스트			●		
2020-12-21	(주)유평테크허브	●		●	●	
2020-12-22	(주)위너페이먼츠			●		
2020-12-31	롯데쇼핑(주)	●		●	●	
2021-01-26	(주)모인			●		
2021-01-28	지머니트랜스(주)	●				
2021-01-28	한국전자영수증(주)			●		
2021-03-29	(주)더페이			●		●

자료: 금융감독원, NH투자증권 리서치본부

## 전자금융업 등록 현황 (계속)

(2024년 7월 19일 기준)

등록날짜	전자금융업자명	선불전자지급 수단발행업	직불전자지급 수단발행업	전자지급결제 대행업(PG)	결제대금예치업 (ESCROW)	전자고지결제업 (EBPP)
2021-04-16	(주)와이어바알리	●		●		
2021-04-26	(주)코엠페이먼츠			●		
2021-05-10	(주)루멘페이먼츠			●		
2021-06-30	(주)브라이트픽스			●		
2021-08-06	(주)페이스토리			●		
2021-09-13	현대캐피탈(주)			●	●	●
2021-09-28	(주)야놀자	●				
2021-09-28	(주)당근페이	●		●	●	
2021-09-30	(주)다모아페이			●		
2021-10-20	(주)한국문화진흥	●				
2021-10-20	(주)무신사페이먼츠			●		
2021-11-01	(주)지엘엔인터내셔널	●		●		
2021-11-30	(주)홀빅			●		
2021-12-15	(주)골프존	●		●		
2021-12-15	부국위너스(주)			●		
2021-12-27	(주)케이엘넷			●		
2021-12-30	사단법인 금융결제원			●	●	
2021-12-30	(주)커넥			●		
2022-04-01	(주)인터파크트리플	●		●	●	
2022-05-09	(주)페이네스트	●		●		
2022-07-13	글로벌텍스프리(주)			●		
2022-08-16	(주)핀디	●				
2022-10-20	(주)직페이				●	
2022-11-02	(주)페이워치코리아				●	
2022-11-21	(주)하이폰코퍼레이션	●		●		
2022-12-05	(주)레몬트리	●				
2022-12-26	(주)씨드파이낸셜	●		●		
2023-03-15	(주)웨이업			●		
2023-06-15	(주)핀투			●		
2023-06-21	(주)오비시스	●		●		
2023-07-04	(주)페이시스	●		●		
2023-08-24	(주)보나캠프			●		
2023-09-14	(주)버디페이			●		
2023-09-15	삼성생명보험(주)	●				
2023-11-13	(주)핀트리니티			●		
2023-12-21	(주)비버웍스			●	●	
2023-12-21	(주)스카이클래스			●		
2024-02-19	(주)원성글로벌			●		
2024-04-25	페이툰(주)			●		
2024-04-25	(주)담아페이먼츠			●		
2024-04-29	(주)그린재킷			●		
2024-05-14	(주)데이터젠			●		
2024-05-24	(주)한국결제데이터			●		
2024-07-19	(주)페이스토어			●		
2024-07-19	(주)이룸페이			●		
합 계	총 196개사 (325개 업종)	82 개사	24 개사	159 개사	44 개사	16 개사

자료: 금융감독원, NH투자증권 리서치본부

## IV. 중장기 산업 투자심리 개선 기대

### 지금은 우량 PG사 선별 기회

실적은 단기 하락,  
중장기로 개선되는  
모습 기대

티메프 사태 이후 PG업에 대한 투자심리가 악화되었다. 대표 PG 상장사인 NHN KCP, KG이니시스는 사건 이후 주가가 각각 20%, 12% 하락하였다. 아직 여행상품, 상품권 환불금액 산정은 진행 중으로 티메프의 결제를 담당하던 11개사의 정확한 손실규모는 미지수이다. 당분간 사태를 지켜볼 필요가 있다.

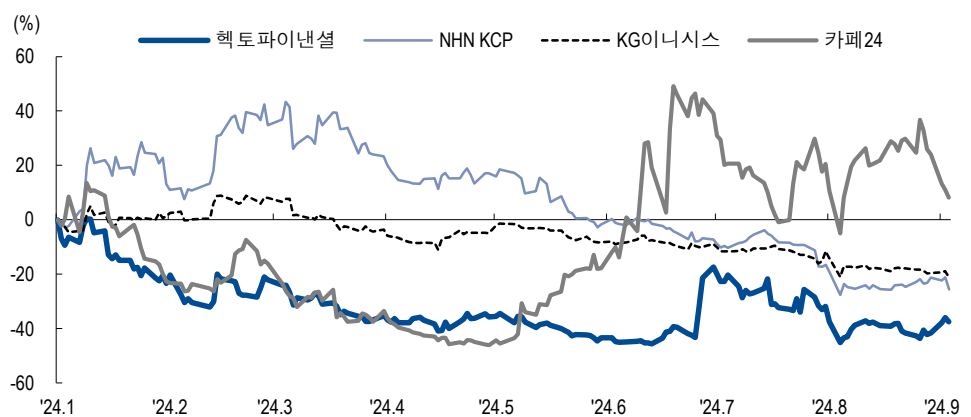
그럼에도 산업 투자 의견은 Positive를 유지한다. 오히려 이 기회에 PG사에 대한 철저한 관리체계가 수립을 기대 가능하다. 그동안 등록된 PG사는 159개에 달할 만큼 산업이 급격히 확대되었지만 감독원에서는 은행, 중소기업, 가상자산에 비해 관리의 중요도가 크지 않았다. 기존 PG사들의 재무점검을 통해 우량 PG사가 선별된다면 사업적으로 주목받는 계기가 될 수 있다.

향후 국내외 가맹점들도 PG 선정 시 재무건전성, 사업안정성 등을 중시할 것으로 전망한다. PG사들은 코로나19 전후로 급성장하며 매출이 확대되었지만 외형성장을 지속하기 위해 가맹점에게 낮은 수수료를 제시하며 출혈경쟁을 이어왔다. 하지만 앞으로는 유동성확보, 자금관리, 원활한 취소·환불 시스템 등의 중요도가 높아질 것으로 예상한다.

국내외 이커머스 산업  
성장은 PG사에게도  
수혜

여전히 이커머스 산업에 대한 높은 관심도 결제산업 매력도를 높인다. 유튜브 쇼핑 연동 서비스를 제공하는 카페24의 경우 MOU 소식, GMV(쇼핑몰거래액) 추이에 따라 주가 변동성이 확대되고 있다. 국내 PG사가 글로벌 PSP사와 MOU를 맺고 해외가맹점을 확보하는 모습도 이와 유사하다. 국내 소비자들의 해외 이커머스 결제 혹은 정산을 국내 PG사가 점차 담당하고 있어 수익이 가시화되는 시점을 주의깊게 지켜볼 만하다.

그림10. 주요 이커머스·결제주 주가 추이



자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

표2. 결재업종 커버리지 Valuation Table

(단위: 원, 배, %)

		해토파이낸셜	삼성카드	NHN KCP	KG 이니시스	나이스정보통신
투자의견		BUY	BUY	BUY	BUY	Hold
목표주가		27,000	54,000	10,000	12,000	24,000
PBR	2024E	1.1	0.6	1.2	0.5	0.5
	2025F	1.0	0.5	1.1	0.5	0.5
	2026F	0.9	0.5	1.0	0.4	0.4
PER	2024E	10.4	7.6	10.6	4.4	4.9
	2025F	8.1	8.1	7.9	3.7	4.6
	2026F	6.8	7.9	7.0	3.5	3.9
BPS	2024E	15,961	77,314	6,070	18,813	36,340
	2025F	18,147	80,552	6,822	20,979	39,962
	2026F	20,739	83,929	7,683	23,331	44,337
EPS	2024E	1,698	5,845	697	2,175	3,989
	2025F	2,186	5,528	945	2,567	4,261
	2026F	2,592	5,677	1,054	2,752	5,013
ROE	2024E	11.1	8.1	12.0	12.1	11.5
	2025F	12.8	7.3	14.7	12.9	11.2
	2026F	13.3	7.2	14.5	12.4	11.9
DPS	2024E	350	2,500	200	420	730
	2025F	350	2,500	200	420	730
	2026F	350	2,500	200	420	730
배당성향	2024E	18.1	39.4	27.6	18.4	16.0
	2025F	14.1	41.7	20.4	15.6	15.0
	2026F	11.9	40.6	18.3	14.6	12.7
배당수익률	2024E	2.0	5.6	2.7	4.4	3.8
	2025F	2.0	5.6	2.7	4.4	3.8
	2026F	2.0	5.6	2.7	4.4	3.8

주: DPS는 보통주 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망



## Appendix. 용어 설명

표A1. 용어 설명

용어	내용
전자지급결제대행 (PG)	- 온라인 구매가 이루어질 때 결제 업체와 온라인 쇼핑몰 사이에서 전자 결제를 대행해주는 서비스
1차 PG사	- 계약을 맺은 가맹점의 결제 및 정산 수행
2차 PG사	- 계약을 맺은 하위사업자에 1차 PG사의 결제를 제공하고 정산 수행
간편결제	- 신용카드나 은행 계좌 등의 결제 정보를 앱이나 웹에 입력해 두고, 간편한 인증만으로 결제하는 방식
선불전자지급수단	- 선불충전금을 통해 송금·결제 등을 이용하는 서비스. 네이버페이, 카카오페이 등의 머니 충전이 해당
결제대금예치 (Escrow)	- 구매대금을 예치받고 구매자의 물품수령 확인 후 대금을 판매자에게 지급
전자고지결제	- 전자적인 방식으로 아파트 관리비 등 고지서를 발행하고 대금을 받아 정산
PSP (Payment Service Provider)	- 국내 PG와 동일하게 결제·정산서비스 제공하는 글로벌 기업. Paypal, Adyen, Worldline 등이 해당
STO (Security Token Offering)	- 기초자산에 근거하여 발행된 토큰에 투자하고 그에 따른 권리 행사 및 배당을 받는 금융투자상품

자료: 언론보도, NH투자증권 리서치본부

# 헥토파이낸셜 (234340.KQ)

## 알고보니 대어(大魚)

PG 업무 중 현금결제뿐만 아니라 정산에도 두각을 보이는 사업자. 은행과 형성된 지급이체망을 바탕으로 해외고객 확보 활발. 해외 이커머스 호조가 지속되고 있어 사업 확장성 높으며 지금부터 관심 가져볼 만

Analyst 윤유동  
02)768-7563, yd.yoon@nhqv.com

※ESG Index/Event는 20페이지 참조

Buy (신규)

### 은행과의 오랜 네트워크가 보장하는 안정성

투자 의견 Buy 및 목표주가 27,000원 제시. 2025F 지배순이익 207억원에 Target PER 13배(산업 투자심리 하락기인 2022년 PER에 25% 할인)를 적용

티메프 신용카드 PG 거래액은 적고 상품권 리스크 미미한 것으로 파악. 은행을 상대로 가상계좌 사업을 20년째 이어오고 있어 그에 준하는 리스크관리 체계 적용하기 때문. 2024E 온라인 쇼핑거래액 241조원 중 반사수혜에 따른 M/S 2%p 증가 가정하였으며 타 수익원과 합산 시 PG부문 수익 26% 성장 전망

### 정산 부문에서 해외 고객사 확보

2024E 영업수익 1,572억원(+2.7% y-y), 영업이익 157억원(+25.1% y-y) 전망. 신사업 수익은 내년부터 온기 반영될 예정

- 정산:** 해외 PG인 PSP를 통해 유명 플랫폼 A사, T사, S사, 이커머스 A사의 국내 셀러 정산 담당. 절차 간소화와 비용절감을 이점으로 추가 고객사 확보 전망. 영업외 관련수익 1Q24 2억원, 2Q24 3억원 반영. 3Q24E 5억원 예상
- 선불업 & PG 대행:** 선불업과 PG 라이선스 모두 보유. 9월 15일 시행 예정인 전자금융거래법 개정안에 대비하고자 하는 다수의 기업에서 문의가 오는 중. 업무 대행에 따른 수익은 하반기부터 점차 반영 예정
- STO:** 열매컴퍼니의 결제서비스를 제공하였으며 시장 개화 시 사업확대 기대

### 헥토파이낸셜 3분기 실적 Preview (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원, %)

	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E					4Q24F
					예상치	y-y	q-q	기준 추정	컨센 서스	
영업수익	39.7	38.6	37.1	38.1	40.5	2.1	6.5	-	41.0	41.6
영업이익	3.8	2.9	4.0	3.6	4.2	9.7	17.2	-	4.5	3.9
영업이익률	9.6	7.5	10.9	9.4	10.3	-	-	-	10.9	9.5
세전이익	5.5	0.1	4.1	4.9	5.6	0.9	13.6	-	5.3	5.3
(지배)순이익	4.0	1.6	3.4	4.1	4.4	9.7	6.6	-	4.4	4.2

자료: 헥토파이낸셜, FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

목표주가	27,000원 (신규)
현재가 (24/9/4)	17,700원
업종	기타서비스
KOSPI / KOSDAQ	2,580.8 / 731.75
시가총액(보통주)	167.3십억원
발행주식수(보통주)	9.5백만주
52주 최고가('24/01/10)	28,450원
최저가('23/11/01)	13,980원
평균거래대금(60일)	3,487백만원
배당수익률(2024E)	2.00%
외국인지분율	3.6%
주요주주	
헥토피노베이션 외 5 인	40.0%

주가상승률	3개월	6개월	12개월	
절대수익률 (%)	13.2	-17.9	7.2	
상대수익률 (%p)	30.8	-2.0	34.7	
	2023	2024E	2025F	2026F
영업수익	153	157	169	180
증감률	18.4	2.7	7.7	6.2
영업이익	13	16	20	24
증감률	-2.1	25.1	28.9	20.3
영업이익률	8.2	10.0	12.0	13.6
(지배)순이익	11	16	21	25
EPS	1,194	1,698	2,186	2,592
증감률	-19.4	42.3	28.7	18.6
PER	22.4	10.4	8.1	6.8
PBR	1.8	1.1	1.0	0.9
ROE	8.3	11.1	12.8	13.3
ROA	3.0	3.5	3.9	4.2
DPS	350	350	350	350
배당수익률	1.3	2.0	2.0	2.0

단위: 십억원, %, 원, 배  
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준  
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

## Summary

핵토파이낸셜은 핵토피노베이션의 자회사로 2019년에 코스닥 상장하였으며 2022년 사명을 세틀뱅크에서 핵토파이낸셜로 변경. 가상계좌, 페이, 신용카드, 휴대폰결제 등 모든 결제수단을 처리하고 있으며 더 나아가 데이터사업까지 진행. 해외 정산을 본격적으로 시작하였고 전금법 개정안에 따른 선불업 및 PG 대행을 준비 중. 아마존 선정산도 론칭 예정

### Share price drivers/Earnings Momentum

- 유명 해외사들의 PG 정산수요 확대
- 선불업 및 PG사 대행수요 확대
- PG 사업부문 반사이익 기대

### Downside Risk

- 해외고객 확보를 위한 경쟁 심화
- 전금법 개정안 시행 지연
- 사업범위 확대에 따른 높은 관리역량 요구

### Cross valuations (단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2024E	2025F	2024E	2025F	2024E	2025F
NHN KCP	10.6	7.9	1.2	1.1	12.0	14.7
KG 이니시스	4.4	3.7	0.5	0.5	12.1	12.9
다날	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
KG 모빌리언스	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

### Historical valuations (단위: 배, %)

Valuations	2022	2023	2024E	2025F	2026F
PER	13.0	22.4	10.4	8.1	6.8
PBR	1.3	1.8	1.1	1.0	0.9
ROE	10.4	8.3	11.1	12.8	13.3
ROA	4.2	3.0	3.5	3.9	4.2

자료: NH투자증권 리서치본부

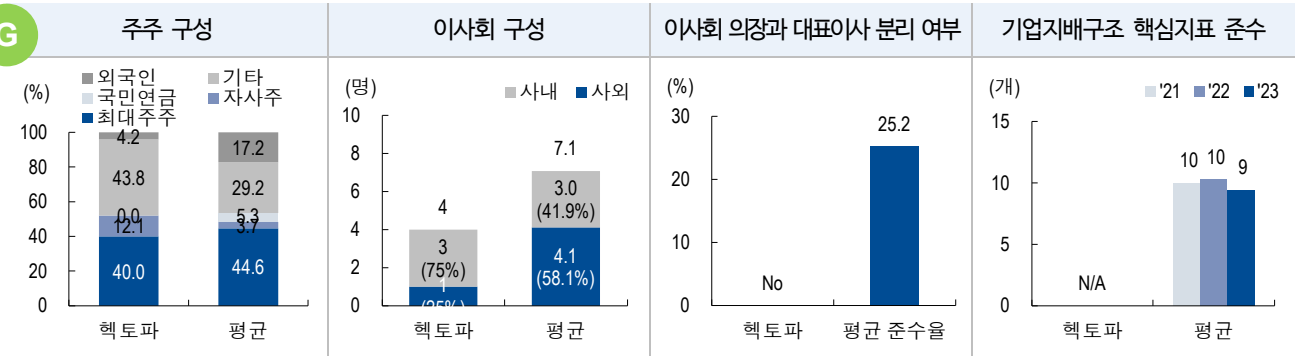
### Historical Key financials (단위: 십억원, %)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
<b>영업수익</b>	-	-	-	-	-	77	110	129	153
간편현금결제	-	-	-	-	-	37	45	50	47
가상계좌	-	-	-	-	-	22	24	24	24
PG	-	-	-	-	-	15	31	42	63
펌뱅크	-	-	-	-	-	2	3	3	3
데이터	-	-	-	-	-	-	-	1	5
기타	-	-	-	-	-	1	8	10	12
<b>영업비용</b>	-	-	-	-	-	67	95	116	141
인건비	-	-	-	-	-	10	16	20	27
지급수수료	-	-	-	-	-	47	66	79	87
광고선전비	-	-	-	-	-	0	3	5	5
<b>영업이익</b>	-	-	-	-	-	10	15	13	13
<b>영업이익률</b>	-	-	-	-	-	12.6	13.9	9.9	8.2
영업외손익	-	-	-	-	-	5	13	2	2
세전이익	-	-	-	-	-	15	28	15	15
법인세	-	-	-	-	-	4	6	2	4
<b>(지배)순이익</b>	-	-	-	-	-	11	20	14	11

자료: 핵토파이낸셜, NH투자증권 리서치본부

## ESG Index & Event

G

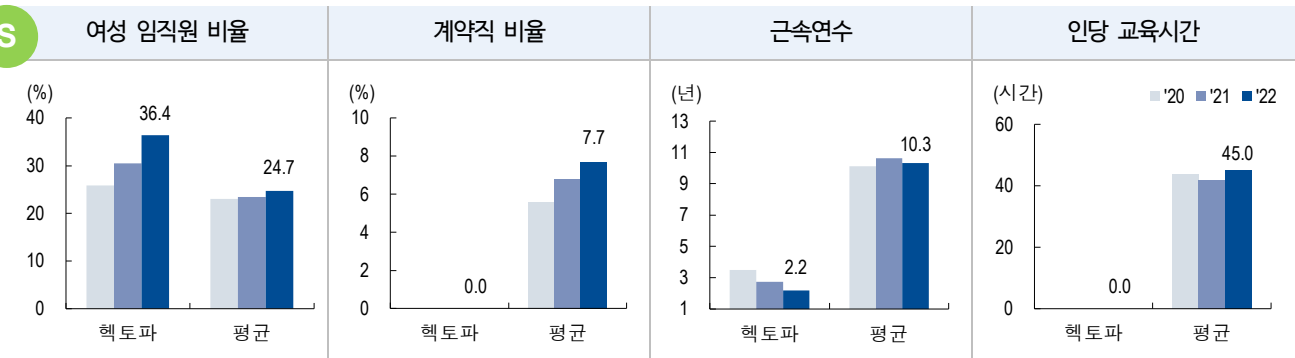


주1: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 대상

주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황

자료: 핵토파이낸셜, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부

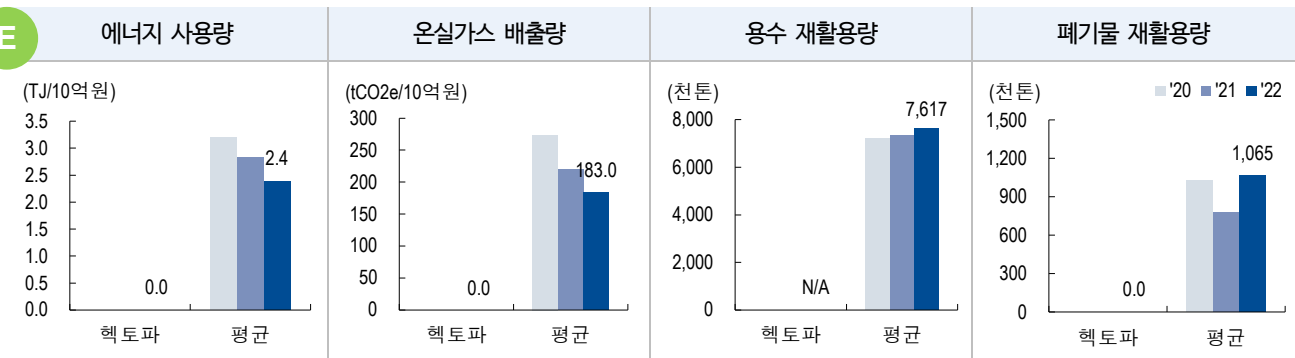
S



주: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 208개사 중 지속가능경영보고서 공시한 124개사 대상

자료: 핵토파이낸셜, NH투자증권 리서치본부

E



주: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 208개사 중 지속가능경영보고서 공시한 124개사 대상

자료: 핵토파이낸셜, NH투자증권 리서치본부

## ESG Event

E	N/A	- N/A
S	N/A	- N/A
G	2019.7	- 코스닥시장 상장

자료: 핵토파이낸셜, NH투자증권 리서치본부

표1. 핵토파이낸셜 Target PER Valuation

(단위: 십억원, 원, 배, 주)

		Value	Note
(지배)순이익		20	2025F 기준
목표 PER	13		산업 투자심리 하락기 '22 PER 25% 할인
총 기업가치		258	
총 주식수		9,453,000	
목표주가		27,000	
현재가		17,700	24.9.4 기준
Upside		53%	

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표2. 핵토파이낸셜 분기 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24F	2023	2024E	2025F
영업수익	39.7	38.6	37.1	38.1	40.5	41.6	153.1	157.2	169.3
간편현금결제	12.7	9.4	8.9	7.9	8.9	8.0	47.2	33.7	32.7
가상계좌	6.1	5.9	5.9	5.8	5.9	5.8	23.8	23.4	22.8
PG	16.1	17.8	17.3	19.0	20.3	22.5	62.9	79.1	83.1
핀뱅킹	0.6	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6	2.6	2.6	2.6
데이터	1.4	1.2	1.2	1.0	1.0	1.0	4.6	4.3	4.1
기타	2.7	3.5	3.1	3.7	3.7	3.7	12.0	14.1	24.0
% y-y									
영업수익	18.1	7.3	2.1	-1.1	2.1	7.7	18.4	2.7	7.7
간편현금결제	0.0	-26.7	-28.9	-36.8	-30.0	-15.0	-5.3	-28.5	-3.0
가상계좌	-3.1	0.8	1.7	-2.5	-2.5	-2.5	-1.0	-1.5	-2.5
PG	40.1	41.6	24.8	26.0	26.0	26.0	49.4	25.8	5.0
핀뱅킹	1.5	0.0	-4.4	-2.9	-0.2	-2.0	2.8	-2.4	0.8
데이터	-	13.1	44.9	-7.9	-27.7	-19.1	321.0	-7.2	-4.0
영업비용	35.9	35.7	33.0	34.5	36.3	37.7	140.5	141.5	149.1
인건비	7.2	6.1	6.7	6.9	7.0	7.1	27.2	27.8	29.8
지급수수료	23.4	20.8	20.8	21.8	22.1	22.3	87.4	87.0	91.3
광고선전비	1.4	1.4	0.6	0.4	0.4	0.4	5.3	2.0	1.8
영업이익	3.8	2.9	4.0	3.6	4.2	3.9	12.6	15.7	20.3
OPM %	9.6	7.5	10.9	9.4	10.3	9.5	8.2	10.0	12.0
% y-y	-6.5	-2.4	41.3	18.7	9.7	35.9	-2.1	25.1	28.9
세전이익	5.5	0.1	4.1	4.9	5.6	5.3	14.6	19.8	26.2
(지배)순이익	4.0	1.6	3.4	4.1	4.4	4.2	11.3	16.1	20.7
% y-y	16.1	-73.8	16.2	47.2	9.7	162.5	-19.4	42.3	28.7

자료: 핵토파이낸셜, NH투자증권 리서치본부 전망

1) 신규 사업 ①  
: 해외 정산 수익은  
올해 하반기 가시화,  
내년 본격화 예정

해외 정산 모델은 해외 PSP(Payment Service Provider)가 보유하고 있는 가맹점을 대상으로 한다. PSP란 해외 PG사로 결제·정산서비스를 제공하는 기업을 뜻하며 Paypal, Adyen, Worldline, 핑퐁페이먼트 등이 대표적인 글로벌 PSP이다. 각 PSP는 국내 PG사와 마찬가지로 해외 업체들을 가맹점으로 보유하고 있다. 통상적으로 국내 PG사가 해외 업체들의 국내 카드결제 중개를 위해 영업할 때 PSP와 접촉한다.

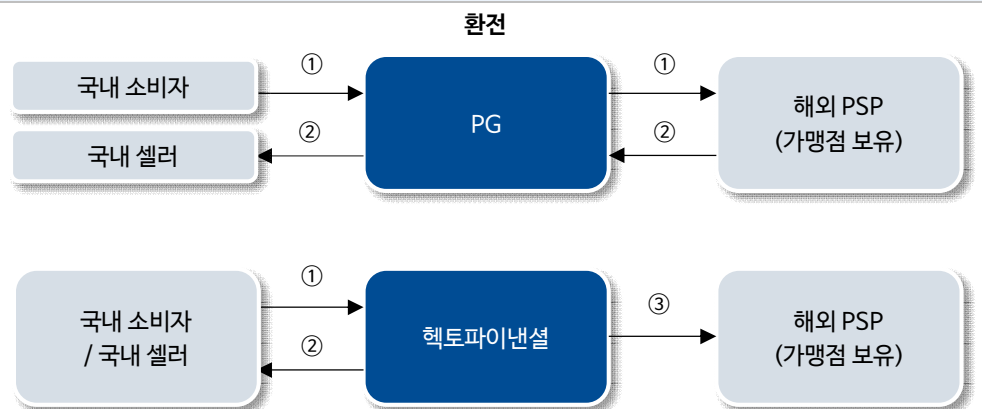
1) **차액정산**: 기존에는 국내소비자가 해외 플랫폼에서 결제 시, 원화결제대금을 PG사가 환전하여 본국 플랫폼에 전달하고, 이는 플랫폼이 다시 재환전하여 입점한 국내 셀러들에게 정산하였다. 이 과정에서 비용절감, 절차 간소화를 위해 동사는 국내소비자의 결제 대금과 셀러들에게 보내줄 정산대금을 서로 상계 후, 차액만 환전하여 본국으로 전달하는 모델을 적용하였다. 환율은 계약에 따라 최종 보내는 시점을 기준으로 한다.

2) **일반정산**: 해외 플랫폼으로부터 외화대금을 받아서 입점한 국내셀러들에게 환전하여 정산해준다. 국내 결제수단이 없어 외화로만 결제되는 경우가 이에 해당된다.

첫 번째 방법은 간단해 보이지만 금융감독원 및 한국은행에 신고가 필요하며, 대량의 트래픽을 처리할 수 있는 계좌 인프라를 갖추어야해 여태껏 시도한 기업이 없었다. 동사는 2021년부터 정산 사업을 강화해왔으며 올해 하반기 가시화, 내년부터 본격적으로 실적 반영 예정이다. 현재 유명 플랫폼 A사, T사, S사, 이커머스 A사 등이 고객이며 순차적으로 추가 오픈 예정이다.

수익구조는 ① 환전수수료는 정률제로 거래대금의 일부를 수취하며 영업외수익으로 반영된다. ② 지급이체수수료는 정액제로 이체 건이 많을수록 유리하며 PG 부문에 반영된다.

그림1. 해외 정산 구조



자료: NH투자증권 리서치본부

**신규사업 ②**  
**: 선불업 & PG업**  
**대행 수요는 하반기**  
**반영 예정**

9월 15일 전금법 개정안에 따르면 다수의 기업들의 선불업 라이선스, 내년에는 PG업 라이선스 취득까지 필요한데 1) 이를 직접 취득하거나 2) 타사에 대행을 맡길 수 있다. 이용금액은 업체 규모에 따라 정액제와 정률제로 나뉜다. 게임사, 상품권사 등 현재 10곳 이상과 논의 중이며 3Q24 혹은 4Q24 실적부터 반영 예정이다. 시간을 두고 점차 수익이 증가하는 모습을 기대한다.

**2) 본업: 대부분**  
**성숙산업이며,**  
**티메프로**  
**PG 부문 반사수혜**  
**기대**

동사 본업은 현 수준을 유지할 것으로 전망한다. 기본 수익모델은 다양한 결제수단 제공에 따른 수수료 수취이다. 특히 전 은행과의 네트워크를 바탕으로 계좌기반 결제수단에 강점을 보인다.

- 1) **간편현금결제:** 매출총이익의 27%를 차지한다. 시장 M/S 50%이다. 소비자들이 페이  
에 돈을 충전 시 필요한 계좌 등록, 데이터처리 등을 도와주고 수수료를 수취한다.
- 2) **가상계좌:** 매출총이익의 22%를 차지한다. 시장 M/S 90%로 1위이다. 공과금 납부  
등 무통장입금에 필요한 계좌번호를 부여하고 결제를 처리해준다. 은행은 신뢰도 구  
축이라는 진입장벽이 존재하여 신규기업 진출이 쉽지 않다.
- 3) **PG:** 매출총이익의 22%를 차지한다. 이번 티메프 사태로 인한 타사 고객이탈 시 반  
사수혜를 기대 가능하다. 카드결제 시장은 과점시장이기에 보수적으로 기존 M/S 약  
5%에서 7%로 성장 가정하였다. 여기에 정산에 따른 지급이체수수료 등을 합산하여  
PG 수익 +26% y-y를 전망한다. 2022년부터는 휴대폰 PG 사업도 진행 중이다.
- 4) **핀뱅킹:** 매출총이익의 3%를 차지한다. 기업들을 대신해서 은행과 계약을 맺고 지급·  
정산 업무를 도와준다.
- 5) **데이터/기타:** 매출총이익의 25%를 차지한다. 자회사 핵토포데이터에서 마이데이터 사  
업을 영위하며 신규 서비스 론칭 예정이다. 그외 오프라인 키오스크도 유통한다.

Statement of comprehensive income				
(십억원)	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
영업수익	153	157	169	180
간편현금결제	47	34	33	33
가상계좌	24	23	23	22
PG	63	79	83	90
핀뱅킹	3	3	3	3
데이터	5	4	4	4
기타	12	14	24	28
영업비용	141	142	149	155
인건비	27	28	30	32
감가상각비	5	5	5	5
자금수수료	87	87	91	95
광고선전비	5	2	2	2
기타	16	20	21	21
영업이익	13	16	20	24
영업외손익	2	4	6	7
세전이익	15	20	26	31
법인세	4	4	5	7
당기순이익	11	16	21	25
(지배)순이익	11	16	21	25

Statement of financial position				
(십억원)	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
자산총계	377	465	526	580
현금및현금성자산	137	205	267	320
매출채권	8	8	8	8
기타금융자산	154	172	172	172
관계기업투자	5	5	5	5
FVPL	38	37	37	37
유형자산	3	4	4	4
무형자산	19	19	19	19
기타	13	14	14	14
부채총계	232	306	347	376
유동부채	228	302	343	372
비유동부채	4	4	4	4
자본총계	145	158	179	203
지배지분	137	151	172	196
자본금	5	5	5	5
자본잉여금	55	55	55	55
기타자본구성요소	-29	-29	-29	-29
이익잉여금	107	120	141	166
비지배지분	8	7	7	7

Valuation				
(원, 배, %)	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
EPS	1,194	1,698	2,186	2,592
BPS	14,535	15,961	18,147	20,739
PER	22.4	10.4	8.1	6.8
PBR	1.8	1.1	1.0	0.9
ROE	8.3	11.1	12.8	13.3
ROA	3.0	3.5	3.9	4.2
DPS	350	350	350	350

Stability				
(백만주, %)	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
주식 수				
보통주	9.5	9.5	9.5	9.5
우선주	0.0	0.0	0.0	0.0
자사주	1.2	1.1	1.1	1.1
주주환원				
배당수익률	1.3	2.0	2.0	2.0
배당성장	25.7	18.1	14.1	11.9



# NHN KCP (060250.KQ)

## 여행상품·상품권 환불 금액이 관건

티메프 관련 총 손실액은 미정이나 업계에서 높은 카드결제 점유율을 감안하여 보수적으로 추정. 목표주가 하향하나 1위 PG 입지를 다져온 만큼 본업 경쟁력이 쉽게 흔들리지는 않을 전망

Analyst 윤유동  
02)768-7563, yd.yoon@nhqv.com

※ESG Index/Event는 27페이지 참조

Buy (유지)

### 아직은 조심스럽게 접근

투자 의견 Buy 유지하나 목표주가 13,000원에서 10,000원으로 하향. 2025F 지배순이익 379억원에 Target PER 11배(산업 투자심리 하락기 초입인 2022년 PER에 45% 할인) 적용

티메프 관련 손실은 3분기 실적에 반영 예정. 다만 여행상품, 상품권 환불 책임 소재는 파악 중으로 총 손실액은 미정. 티메프 결제를 수행한 11개사에 공통적으로 해당되는 이슈. 각 사의 M/S 파악은 어려우나 카드결제 영업이 활발한 사업자 중심으로 M/S 높았을 것으로 추측. 참고로 사태가 본격화되기 전인 2분기 실적에서 NHN PAYCO는 대손상각비 102억원을 선제적으로 인식

해외가맹점 이탈에 대한 우려는 제한적. 국내 대비 단기간내 계약 변경이 쉽지 않으며 맞춤 결제 인프라 구축에도 많은 시간이 소요되기 때문. B2B 현금결제서비스와 싱가포르 법인을 거점으로 한 해외진출 지속적으로 준비 중

### 전금법 개정안에 따른 사업기회 인지

전금법 개정안 내용에 대해 숙지하고 있고 선불 라이선스 취득 준비. 라이선스 획득 시 선불업 & PG업 변화에 모두 대응이 가능하여 대형사인 동사에도 대행 문의 많을 것으로 예상

목표주가 10,000원 (하향)

현재가 (24/9/4) 7,420원

업종	금융서비스
KOSPI / KOSDAQ	2,580.8 / 731.75
시가총액(보통주)	298.0십억원
발행주식수(보통주)	40.2백만주
52주 최고가('24/03/05)	14,300원
최저가('24/08/05)	7,220원
평균거래대금(60일)	1,862백만원
배당수익률(2024E)	2.70%
외국인지분율	16.6%

주요주주	
엔에이치엔페이코 외 5 인	42.6%
제이피모건 애셋 매니지먼트 (아시아 퍼시픽) 리미티드	5.0%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	-24.7	-45.7	-17.7
상대수익률 (%p)	-13.0	-35.2	3.3

	2023	2024E	2025F	2026F
매출액	972	1,106	1,089	1,176
증감률	18.1	13.8	-1.5	8.0
영업이익	42	44	40	45
증감률	-5.1	4.5	-9.6	14.6
영업이익률	4.3	4.0	3.6	3.9
(지배)순이익	35	28	38	42
EPS	879	697	945	1,054
증감률	1.0	-20.7	35.5	11.5
PER	11.7	10.6	7.9	7.0
PBR	1.8	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	2.6	-1.0	-2.7	-4.1
ROE	16.7	12.0	14.7	14.5
부채비율	133.4	144.4	151.7	159.2
순차입금	-290	-347	-420	-507

단위: 십억원, %, 원, 배  
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준  
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

### NHN KCP 3분기 실적 Preview (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원, %)

	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E					4Q24F
					예상치	y-y	q-q	기준 추정	컨센 서스	
매출액	243.1	268.4	268.2	275.9	272.9	12.2	-1.1	268.0	275.1	288.8
영업이익	9.6	12.4	11.2	11.7	9.3	-3.4	-20.1	10.2	12.0	11.7
영업이익률	4.0	4.6	4.2	4.2	3.4			3.8	4.3	4.1
세전이익	11.6	10.3	16.4	15.1	1.3	-88.8	-91.4	11.9	11.9	3.8
(지배)순이익	8.8	8.8	12.6	11.5	1.0	-88.7	-91.4	9.1	10.6	2.9

자료: NHN KCP, FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

## Summary

NHN KCP는 1994년 설립 후 2002년 코스닥에 상장. 최대주주는 NHN페이코(지분율 42.6%). PG, VAN, O2O등 사업 영역을 확장하며 온/오프라인 통합 결제 서비스 제공. 코로나19 전후로 크게 성장 후 PG 및 온라인 VAN 서비스 점유율에서 1위 유지. 외형 및 수익성 확대를 위해 해외결제 서비스 대형 가맹점 확보에 노력

## Share price drivers/Earnings Momentum

- 온라인 결제 시장 성장
- 핀테크 산업에 대한 투자심리 개선
- 해외 가맹점 유입 지속

## Downside Risk

- 티메프의 여행상품, 상품권 판매관련 손실 확대
- 해외가맹점 일부 PG사 변경
- 경기 침체로 인한 소비 위축

## Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2024E	2025F	2024E	2025F	2024E	2025F
KG 이니시스	4.4	3.7	0.5	0.5	12.1	12.9
헥토파이낸셜	10.4	8.1	1.1	1.0	11.1	12.8
KG 모빌리언스	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
다날	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

## Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2022	2023	2024E	2025F	2026F
PER	15.4	11.7	10.6	7.9	7.0
PBR	2.7	1.8	1.2	1.1	1.0
ROE	19.3	16.7	12.0	14.7	14.5
ROA	7.9	7.1	5.0	5.9	5.7

자료: NH투자증권 리서치본부

## Historical Key financials

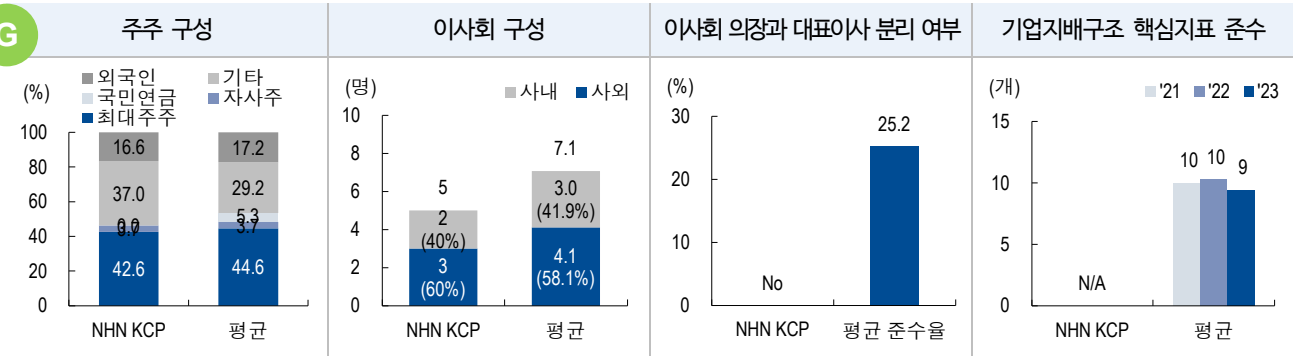
(단위: 십억원, %)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
매출액	195	272	352	433	470	625	745	823	972
영업이익	11	12	18	22	32	40	43	44	42
영업이익률(%)	5.6	4.2	5.1	5.0	6.8	6.4	5.8	5.4	4.3
세전이익	13	13	15	21	38	36	44	46	46
순이익	9	10	10	17	24	30	30	35	35
지배자분순이익	10	10	11	17	25	30	30	35	35
EBITDA	22	23	29	31	40	46	48	49	47
CAPEX	3	3	33	6	8	3	2	5	1
Free Cash Flow	-6	20	-14	23	65	56	66	36	63
EPS(원)	247	262	273	429	611	747	758	870	879
BPS(원)	2,343	2,410	2,655	2,886	3,166	3,835	4,050	4,940	5,565
DPS(원)	56	0	0	82	132	0	0	200	200
순차입금	-89	-100	-87	-93	-136	-189	-215	-250	-290
ROE(%)	21.1	11.0	10.8	15.5	20.2	21.3	19.2	19.3	16.7
ROIC(%)	-169.9	-71.4	-364.0	148.1	-223.0	-66.5	-37.5	-34.8	-31.7
배당성향(%)	22.2	0.0	0.0	18.5	20.3	0.0	0.0	22.1	21.9
배당수익률(%)	0.5	0.0	0.0	1.2	1.0	0.0	0.0	1.5	1.9
순차입금 비율(%)	-96.1	-105.5	-82.8	-80.1	-106.5	-122.8	-132.0	-126.0	-129.5

자료: NHN KCP, NH투자증권 리서치본부

## ESG Index &amp; Event

G

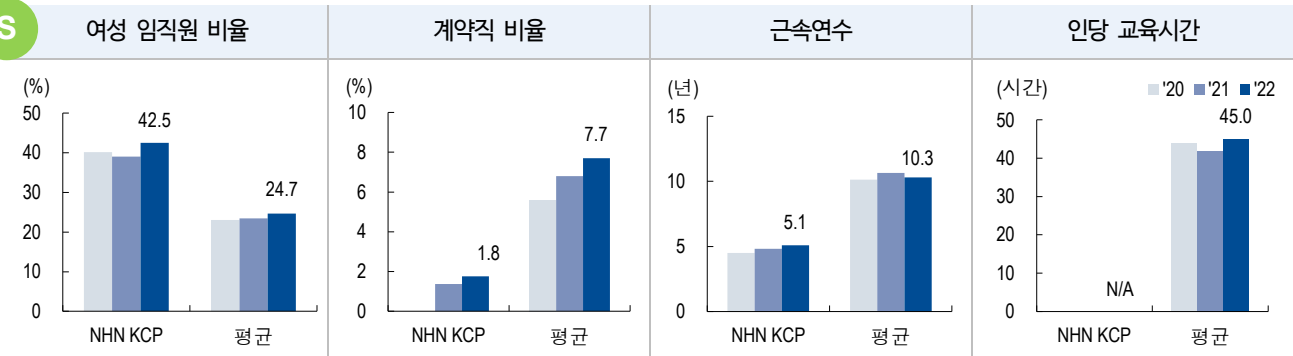


주1: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 대상

주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황

자료: NHN KCP, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부

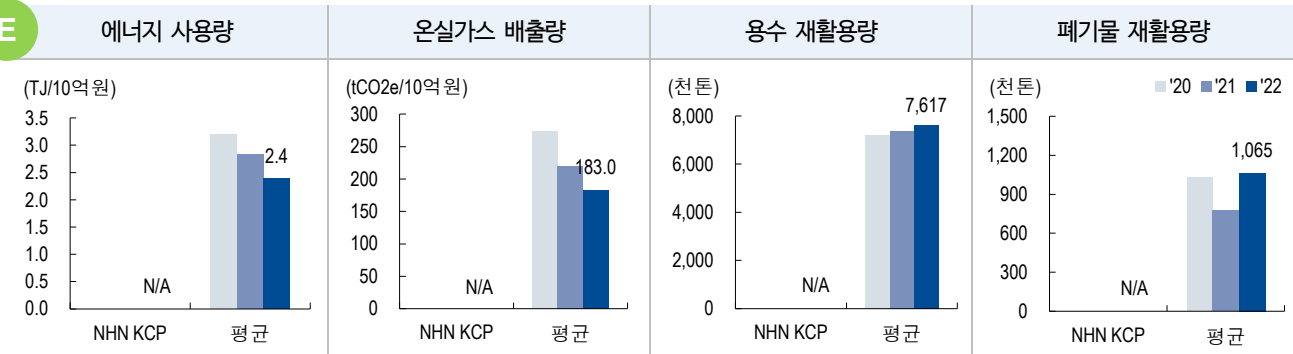
S



주: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 208개사 중 지속가능경영보고서 공시한 124개사 대상

자료: NHN KCP, NH투자증권 리서치본부

E



주: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 208개사 중 지속가능경영보고서 공시한 124개사 대상

자료: NHN KCP, NH투자증권 리서치본부

## ESG Event

E	2018.4	- 오폐(ofo)의 공유 자전거 사업 국내 파트너로서 결제 서비스사로 참여
S	2022.3	- 지속가능경영보고서를 정기적으로 발간, 정보보안 활동에 힘을 실어 개인정보유출 리스크 최소화
G	2021.8	- 코스닥에 상장된 결제사 중 최초로 ESG위원회 설치
	2019.3	- 2018년 코스닥 시장 공시우수법인으로 선정

자료: NHN KCP, NH투자증권 리서치본부

## 투자의견 Buy 유지 및 목표주가 10,000원으로 하향

**투자의견 Buy 유지:**  
**증장기로는 굳건한**  
**펀더멘털**

NHN KCP에 대해 투자의견 Buy를 유지한다. 티메프로 인한 손실규모, 기존 가맹점과의 관계에 대한 우려가 존재하지만 장기적으로 경쟁력 유지는 변함없을 전망이다. 동사의 강점은 해외 가맹점의 결제 확보인데 이들은 국내 대비 단기간내 계약 변경이 쉽지않고 맞춤 결제 인프라를 구축해야 하기에 당장 파트너사를 변경할 우려는 제한적이다.

**목표주가 하향:**  
**추정치 하향과**  
**Target PER 11배**  
**적용**

목표주가는 기존 13,000원에서 10,000원으로 하향한다. 티메프 이슈에 따른 높은 주가 변동성을 감안하여 산정시점을 2025F로 변경하였다. 비우호적인 매크로 환경으로 산업 투자심리 하락기였던 2022년 PER에 기존할인율 45%를 적용하여 Target PER은 13배에서 11배로 조정되었다.

EPS는 2024E 697원, 2025F 945원으로 기존 추정치 대비 각각 -34%, -12% 감소하였는데 이는 티메프 관련 손실 추정액과 향후 사업을 보수적으로 추정함에 기인한다.

표1. NHN KCP Target PER Valuation

(단위: 십억원, 원, 배, 주)

		Value	Note
(지배)순이익		38	2025F 기준
목표 PER	11		산업 투자심리 하락기 '22 PER 45% 할인
총 기업가치		412	
총 주식수		40,160,611	
목표주가		10,000	
현재가		7,420	24.9.4 기준
Upside		35%	

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표2. NHN KCP 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2023	2024E	2025F	2026F
매출액	- 수정 후	972	1,106	1,089	1,176
	- 수정 전		1,084	1,166	1,282
	- 변동률		2.0	-6.6	-8.3
영업이익	- 수정 후	42	44	40	45
	- 수정 전		45	49	56
	- 변동률		-2.6	-19.1	-18.8
영업이익률		4.3	4.0	3.6	3.9
(지배)순이익		35	28	38	42
EPS	- 수정 후	879	697	945	1,054
	- 수정 전		1,054	1,072	1,199
	- 변동률		-33.9	-11.9	-12.1
PER		11.7	10.6	7.9	7.0
PBR		1.8	1.2	1.1	1.0
ROE		16.7	12.0	14.7	14.5

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표3. NHN KCP 분기 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24F	2023	2024E	2025F
<b>매출액</b>	<b>243.1</b>	<b>268.4</b>	<b>268.2</b>	<b>275.9</b>	<b>272.9</b>	<b>288.8</b>	<b>972.0</b>	<b>1,105.8</b>	<b>1,089.2</b>
온라인(PG+ON VAN)	227.2	252.7	253.9	260.4	258.9	274.8	909.2	1,047.9	1,039.2
오프라인(OFF VAN)	11.2	11.1	10.0	11.6	10.0	10.0	45.1	41.6	40.0
프로젝트(O2O)	4.7	4.5	4.3	3.9	4.0	4.0	17.7	16.2	10.0
<b>매출액 % y-y</b>	<b>15.9</b>	<b>20.7</b>	<b>18.5</b>	<b>17.8</b>	<b>12.2</b>	<b>7.6</b>	<b>18.1</b>	<b>13.8</b>	<b>-1.5</b>
온라인 % y-y	17.2	22.6	20.2	19.4	13.9	8.7	19.2	15.3	-0.8
오프라인 % y-y	-5.6	-5.0	-11.2	1.2	-10.9	-10.0	3.3	-7.7	-3.9
프로젝트 % y-y	17.1	2.6	8.0	-14.5	-14.7	-11.9	9.5	-8.8	-38.2
<b>매출원가</b>	<b>219.6</b>	<b>243.7</b>	<b>243.8</b>	<b>252.5</b>	<b>251.2</b>	<b>263.7</b>	<b>879.6</b>	<b>1,011.2</b>	<b>992.9</b>
원가율 %	90.3	90.8	90.9	91.5	92.1	91.3	90.5	91.4	91.2
<b>매출총이익</b>	<b>23.5</b>	<b>24.7</b>	<b>24.4</b>	<b>23.4</b>	<b>21.6</b>	<b>25.1</b>	<b>92.4</b>	<b>94.6</b>	<b>96.3</b>
온라인(PG+ON VAN)	20.4	21.7	21.7	21.3	18.9	22.4	80.0	84.3	86.8
오프라인(OFF VAN)	2.8	2.4	2.3	2.0	2.5	2.1	10.9	8.9	8.6
프로젝트(O2O)	0.3	0.6	0.4	0.2	0.2	0.5	1.5	1.3	0.8
<b>판관비</b>	<b>13.9</b>	<b>12.3</b>	<b>13.2</b>	<b>11.8</b>	<b>12.3</b>	<b>13.4</b>	<b>50.4</b>	<b>50.7</b>	<b>56.6</b>
<b>영업이익</b>	<b>9.6</b>	<b>12.4</b>	<b>11.2</b>	<b>11.7</b>	<b>9.3</b>	<b>11.7</b>	<b>42.0</b>	<b>43.8</b>	<b>39.7</b>
온라인(PG+ON VAN)	11.0	13.8	12.9	12.5	11.3	13.7	46.4	50.5	44.3
오프라인(OFF VAN)	-0.6	-0.7	-0.8	-0.2	-1.0	-1.0	-1.6	-3.0	-0.6
프로젝트(O2O)	-0.8	-0.7	-0.9	-0.7	-1.0	-1.0	-2.8	-3.6	-4.0
<b>영업이익률</b>	<b>4.0</b>	<b>4.6</b>	<b>4.2</b>	<b>4.2</b>	<b>3.4</b>	<b>4.1</b>	<b>4.3</b>	<b>4.0</b>	<b>3.6</b>
% y-y	-26.8	3.0	24.5	6.4	-3.4	-5.4	-5.1	4.5	-9.6
<b>세전이익</b>	<b>11.6</b>	<b>10.3</b>	<b>16.4</b>	<b>15.1</b>	<b>1.3</b>	<b>3.8</b>	<b>45.6</b>	<b>36.6</b>	<b>49.6</b>
<b>(지배)순이익</b>	<b>8.8</b>	<b>8.8</b>	<b>12.6</b>	<b>11.5</b>	<b>1.0</b>	<b>2.9</b>	<b>35.3</b>	<b>28.0</b>	<b>37.9</b>
% y-y	-25.9	25.5	52.6	22.3	-88.7	-67.3	1.2	-20.7	35.3

자료: NHN KCP, NH투자증권 리서치본부 전망

## Statement of comprehensive income

(십억원)	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
매출액	972	1,106	1,089	1,176
증감률 (%)	18.1	13.8	-1.5	8.0
매출원가	880	1,011	993	1,071
매출총이익	92	95	96	106
Gross 마진 (%)	9.5	8.6	8.8	9.0
판매비와 일반관리비	50	51	57	60
영업이익	42	44	40	45
증감률 (%)	-5.1	4.5	-9.6	14.6
OP 마진 (%)	4.3	4.0	3.6	3.9
EBITDA	47	49	45	51
영업외손익	4	-7	10	10
금융수익(비용)	2	9	9	9
기타영업외손익	0	-17	1	1
종속, 관계기업관련손익	1	0	0	0
세전계속사업이익	46	37	50	55
법인세비용	10	9	12	13
계속사업이익	35	28	38	42
당기순이익	35	28	38	42
증감률 (%)	1.0	-20.7	35.5	11.5
Net 마진 (%)	3.6	2.5	3.5	3.6
지배주주지분 순이익	35	28	38	42
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0
기타포괄이익	-2	0	0	0
총포괄이익	33	28	38	42

## Valuations/profitability/stability

	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
PER(X)	11.7	10.6	7.9	7.0
PBR(X)	1.8	1.2	1.1	1.0
PCR(X)	8.1	8.1	6.0	5.5
PSR(X)	0.4	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA(X)	2.6	-1.0	-2.7	-4.1
EV/EBIT(X)	2.9	-1.1	-3.1	-4.6
EPS(W)	879	697	945	1,054
BPS(W)	5,565	6,070	6,822	7,683
SPS(W)	24,203	27,533	27,120	29,286
자기자본이익률(ROE, %)	16.7	12.0	14.7	14.5
총자산이익률(ROA, %)	7.1	5.0	5.9	5.7
투자자본이익률(ROIC, %)	-31.7	-26.0	-17.3	-15.1
배당수익률(%)	1.9	2.7	2.7	2.7
배당성장률(%)	21.9	27.6	20.4	18.3
총현금배당금(십억원)	8	8	8	8
보통주 주당배당금(W)	200	200	200	200
순부채(현금)/자기자본(%)	-129.5	-142.2	-153.4	-164.5
총부채/자기자본(%)	133.4	144.4	151.7	159.2
이자발생부채	2	2	2	2
유동비용(%)	146.2	143.5	142.3	141.1
총발행주식수(mn)	40	40	40	40
액면가(W)	500	500	500	500
주가(W)	10,280	7,420	7,420	7,420
시가총액(십억원)	413	298	298	298

## Statement of financial position

(십억원)	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
현금및현금성자산	255	309	380	464
매출채권	13	14	15	17
유동자산	430	498	584	684
유형자산	28	29	31	32
투자자산	33	39	46	54
비유동자산	92	97	105	115
자산총계	522	596	690	799
단기성부채	1	1	1	1
매입채무	7	8	9	11
유동부채	294	347	410	485
장기성부채	1	1	1	1
장기충당부채	2	2	2	3
비유동부채	4	5	5	6
부채총계	298	352	416	491
자본금	20	20	20	20
자본잉여금	40	40	40	40
이익잉여금	208	229	259	293
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	224	244	274	308

## Cash flow statement

(십억원)	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
영업활동 현금흐름	63	76	95	110
당기순이익	35	28	38	42
+ 유/무형자산상각비	5	5	5	6
+ 종속, 관계기업관련손익	3	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	0	0	0	0
Gross Cash Flow	51	37	49	54
- 운전자본의증가(감소)	20	43	51	62
투자활동 현금흐름	-12	-13	-17	-19
+ 유형자산 감소	0	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-1	-6	-7	-7
+ 투자자산의매각(취득)	2	-6	-7	-8
Free Cash Flow	63	70	88	103
Net Cash Flow	52	62	78	91
재무활동 현금흐름	-8	-8	-8	-8
자기자본 증가	0	0	0	0
부채증감	-8	-8	-8	-8
현금의증가	44	54	71	84
기말현금 및 현금성자산	255	309	380	464
기말 순부채(순현금)	-290	-347	-420	-507

## KG이니시스 (035600.KQ)

## 중소 쇼핑몰에도 튀는 불뚱

동사는 중소형 쇼핑몰 및 여행 가맹점을 다수 보유했던 만큼 거래대금 일부 감소 불가피. 다행히 올해 계열사 업황이 양호하여 연결기준 실적에 미치는 영향은 제한적. 2025F PER 3.7배로 매우 저평가 구간

Analyst 윤유동  
02)768-7563, yd.yoon@nhqv.com

※ESG Index/Event는 33페이지 참조

Buy (유지)

목표주가	12,000원 (하향)
현재가 (24/9/4)	9,610원
업종	출판,매체복제
KOSPI / KOSDAQ	2,580.8 / 731.75
시가총액(보통주)	268.2십억원
발행주식수(보통주)	27.9백만주
52주 최고가('23/12/06)	13,820원
최저가('24/09/04)	9,610원
평균거래대금(60일)	2,084백만원
배당수익률(2024E)	4.37%
외국인지분율	9.1%
주요주주	
KG케미칼 외 5인	40.9%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	-13.3	-26.0	-13.5
상대수익률 (%)p	0.3	-11.7	8.7

	2023	2024E	2025F	2026F
매출액	1,345	1,416	1,423	1,457
증감률	14.2	5.3	0.5	2.4
영업이익	106	114	122	129
증감률	-0.2	7.5	-1.2	5.0
영업이익률	7.9	8.1	8.6	8.8
(지배)순이익	77	61	72	77
EPS	2,775	2,175	2,567	2,752
증감률	35.1	-21.6	18.0	7.2
PER	4.3	4.4	3.7	3.5
PBR	0.7	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	4.6	3.7	3.8	3.7
ROE	17.7	12.1	12.9	12.4
부채비율	146.2	139.5	127.6	117.4
순차입금	133	109	82	71

단위: 십억원, %, 원, 배  
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준  
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

## 당분간은 지켜봐야 할 추이

투자 의견 Buy 유지하나 목표주가 16,000원에서 12,000원으로 하향. 2025F 지배순이익 716억원에 Target PER 4배(산업 투자심리 하락기 초입인 2022년 PER에 40% 할인) 적용

티메프 관련 손실을 3분기 실적 반영 예정이며 여행상품·상품권 환불액은 미정. 동사는 중소형/호스팅, 여행/항공/티켓 익스포저가 높은 만큼 가맹점 거래대금 감소 가능성 고려하여 향후 실적 보수적으로 추정

다행히 올해 상반기 계열사 사업호조 지속. 1H24 매출은 교육(KG에듀원) 322억원(+58.6% y-y), 요식업(할리스F&B) 1,616억원(+7.3% y-y)으로 연간 연결기준 실적에서 전자상거래 하락 상쇄 가능한 수준

## 밸류에이션은 매우 저평가

동사는 선불업과 PG 라이선스를 모두 보유하고 있으며 오는 9월 시행 예정인 전금법 개정안에 대해 인지. 향후 관련 내용 구체화될 경우 이에 대비할 예정

비우호적인 외부환경이 지속되고 있으나 밸류에이션은 2024E PER 4.4배, 2025F 3.7배 수준으로 저평가 상태인 바 긍정적인 시각 유지

## KG이니시스 3분기 실적 Preview (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원, %)

	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E					4Q24F
					예상치	y-y	q-q	기준 추정	컨센 서스	
매출액	347.1	353.5	367.8	355.3	345.8	-0.4	-2.7	356.7	367.7	347.4
영업이익	29.3	28.1	29.9	26.8	29.0	-1.0	8.5	29.1	29.1	28.5
영업이익률	8.5	7.9	8.1	7.5	8.4	-	-	8.1	7.9	8.2
세전이익	26.8	41.8	27.4	25.5	19.0	-28.9	-25.2	18.0	-	18.5
(지배)순이익	16.8	20.0	18.6	16.7	12.9	-23.1	-22.5	11.0	-	12.5

자료: KG이니시스, FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

## Summary

KG이니시스는 1998년 설립 후 2002년 코스닥 시장에 상장되었고 2011년 KG 그룹에 편입. 최대주주는 KG케미칼 (40.9%)이며, KG모빌리언스(50.5%) 등 지분 보유. 2002년 PG사업 시작, 2008년 모빌리언스 인수, 2017년 오프라인 VAN 사업 진출 등 지속적으로 결제 포트폴리오 확장하는 상위 사업자. 전자결제지불 시장을 최장기간 선도했지만 과거 KG로지스, KFC, 할리스커피 등 본업과 시너지가 부족한 M&A 진행한 이력으로 경쟁사 대비 사업역량 분산

## Share price drivers/Earnings Momentum

- 온라인 결제 시장 성장
- 핀테크 산업에 대한 투자심리 개선
- 국내 가맹점 유지 및 해외 가맹점 신규 유입

## Downside Risk

- 티메프로 인한 중소가맹점 거래대금 지속 하락
- 추가적인 M&A 진행
- 경기 침체로 인한 소비 위축

## Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2024E	2025F	2024E	2025F	2024E	2025F
NHN KCP	10.6	7.9	1.2	1.1	12.0	14.7
해토파이낸셜	10.1	8.0	1.1	1.0	11.5	13.1
KG 모빌리언스	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
다날	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

## Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2022	2023	2024E	2025F	2026F
PER	5.7	4.3	4.4	3.7	3.5
PBR	0.8	0.7	0.5	0.5	0.4
ROE	15.1	17.7	12.1	12.9	12.4
ROA	4.9	6.1	4.2	4.5	4.6

자료: NH투자증권 리서치본부

## Historical Key financials

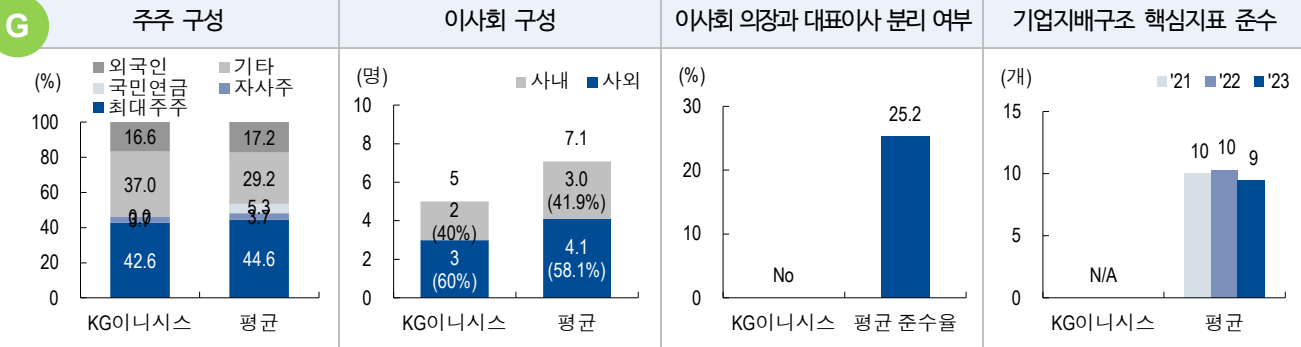
(단위: 십억원, %)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
매출액	697	478	758	925	748	810	1,012	1,178	1,345
영업이익	20	49	55	60	82	98	107	107	106
영업이익률(%)	2.9	10.2	7.2	6.5	11.0	12.1	10.5	9.0	7.9
세전이익	15	42	46	51	84	92	87	91	122
순이익	3	14	3	40	60	53	62	70	97
지배지분순이익	-1	8	0	35	50	42	48	57	77
EBITDA	26	57	73	81	129	135	152	152	151
CAPEX	4	8	7	9	18	9	9	10	17
Free Cash Flow	-75	58	168	32	208	118	126	44	-20
EPS(원)	-33	304	-14	1,263	1,792	1,521	1,725	2,054	2,775
BPS(원)	5,880	6,656	6,705	7,642	8,937	11,032	12,849	14,394	17,039
DPS(원)	200	250	250	300	330	350	400	400	420
순차입금	75	63	-2	23	50	93	-4	22	133
ROE(%)	-1.1	4.9	-0.2	17.6	21.6	15.2	14.4	15.1	17.7
ROIC(%)	-3.3	16.8	24.3	21.1	33.0	48.0	37.6	25.1	20.7
배당성향(%)	-566.9	81.2	-1,821.7	23.5	17.6	22.0	22.1	18.6	14.4
배당수익률(%)	1.2	2.1	1.3	1.9	1.9	1.7	2.1	3.4	3.5
순차입금 비율(%)	33.4	24.6	-0.6	6.8	13.3	20.6	-0.9	3.7	19.1

자료: KG이니시스, NH투자증권 리서치본부



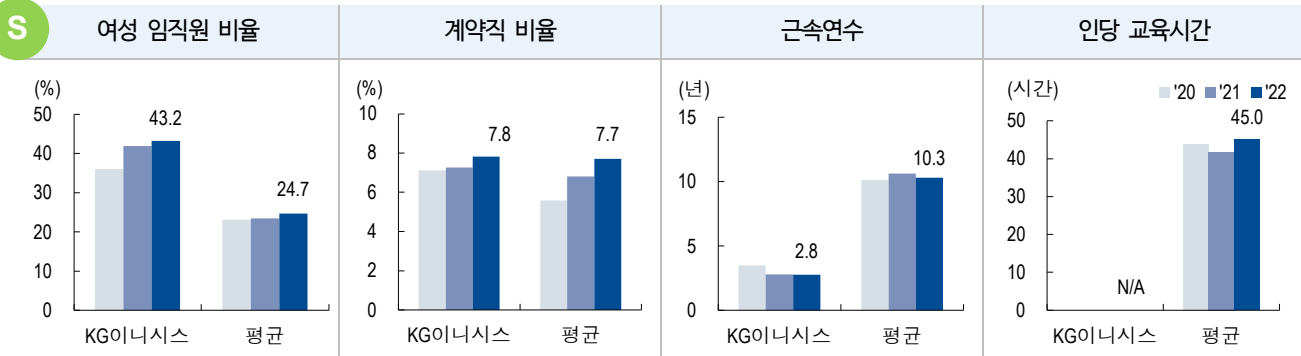
## ESG Index &amp; Event



주1: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 대상

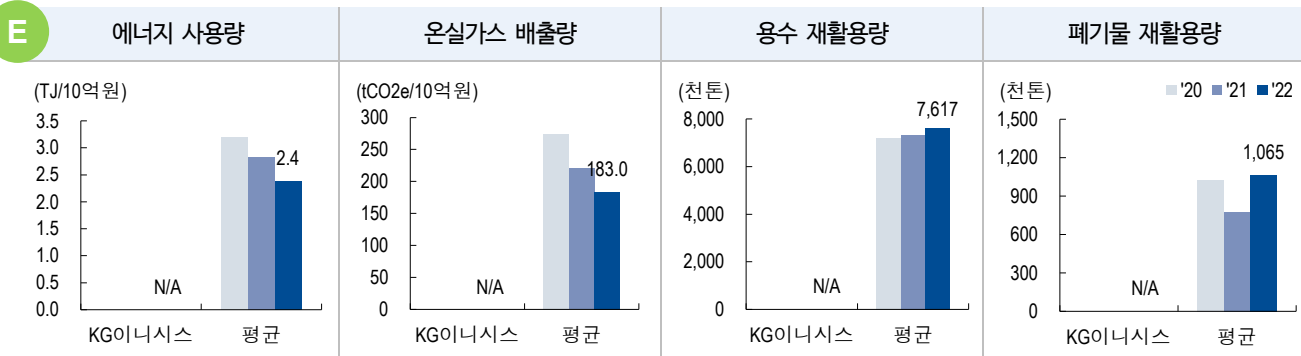
주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황

자료: KG이니시스, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 208개사 중 지속가능경영보고서 공시한 124개사 대상

자료: KG이니시스, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 208개사 중 지속가능경영보고서 공시한 124개사 대상

자료: KG이니시스, NH투자증권 리서치본부

## ESG Event

E	N/A	- N/A
S	2021.3	- 소상공인 온라인창업 지원 위해 '소상공인 동행 프로그램' 제공
	2020.12	- 2020년 여성가족부 가족친화 인증기업 선정
G	2020.9	- 식음료 사업 강화를 위해 할리스커피 지분 93.8%, 약 1,450억원에 인수

자료: KG이니시스, NH투자증권 리서치본부

## 투자의견 Buy 유지하나 목표주가 12,000원으로 하향

### 투자의견 Buy 유지: 계열사의 선방

KG이니시스에 대해 투자의견 Buy를 유지한다. 단기간에 결제부문의 타격은 불가피하지만 오랜 업력과 시장지배력을 바탕으로 중장기 상위 사업자로서의 지위 확보는 변함없을 전망이다. 특히 현 시점에서는 결제 부문 외의 사업을 영위하는 다양한 계열사를 보유하고 있음이 장점으로 작용하고 있다.

### 목표주가 하향: 계열사 실적 반영하여 추정치 상향하였으나, Target PER 4배 적용한 결과

목표주가는 기존 16,000원에서 12,000원으로 하향한다. 티메프 이슈에 따른 높은 주가 변동성을 감안하여 산정시점을 2025F로 변경하였다. 비우호적인 매크로 환경으로 산업 투자심리 하락기였던 2022년 PER에 기존할인율 40%를 적용하여 Target PER은 6배에서 4배로 조정되었다.

다만 EPS는 2024E 2,175원, 2025F 2,567원으로 기존 추정치 대비 각각 -1%, +12% 변동하였다. 이는 1) 본업 결제를 담당하는 부문의 거래대금과 매출은 감소 추정하였지만 2) 계열사 교육과 요식업 부문의 선전으로 전망치를 상향했기 때문이다.

표1. KG이니시스 Target PER Valuation

(단위: 십억원, 원, 배, 주)

		Value	Note
(지배)순이익		72	2025F 기준
목표 PER	4		산업 투자심리 하락기 '22 PER 40% 할인
총 기업가치		321	
총 주식수		27,904,434	
목표주가		12,000	
현재가		9,610	24.9.4 기준
Upside		25%	

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표2. KG이니시스 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2023	2024E	2025F	2026F
매출액	- 수정 후	1,345	1,416	1,423	1,457
	- 수정 전		1,432	1,498	1,530
	- 변동률		-1.1	-5.0	-4.8
영업이익	- 수정 후	106	114	122	129
	- 수정 전		116	120	126
	- 변동률		-1.5	2.0	2.0
영업이익률(수정 후)		7.9	8.1	8.6	8.8
(지배)순이익		77	61	72	77
EPS	- 수정 후	2,775	2,175	2,567	2,752
	- 수정 전		2,196	2,302	2,560
	- 변동률		-1.0	11.5	7.5
PER		4.3	4.4	3.7	3.5
PBR		0.7	0.5	0.5	0.4
ROE		17.7	12.1	12.9	12.4

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표3. KG이니시스 분기 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24F	2023	2024E	2025F
매출액	347.1	353.5	367.8	355.3	345.8	347.4	1,344.8	1,416.2	1,423.0
전자상거래 및 유통	252.0	262.7	261.5	251.2	247.8	249.4	987.1	1,009.9	1,039.0
요식업	81.3	78.2	83.6	78.0	78.0	78.0	310.1	317.6	300.0
기타	13.8	12.6	22.6	26.1	20.0	20.0	47.6	88.7	84.0
매출액 % y-y	10.8	7.4	13.6	10.8	-0.4	-1.7	14.2	5.3	0.5
전자상거래 및 유통 % y-y	14.3	10.8	11.0	6.1	-1.7	-5.1	10.5	2.3	2.9
요식업 % y-y	0.0	-1.7	6.7	7.9	-4.1	-0.2	30.4	2.4	-5.5
기타 % y-y	20.7	2.1	134.0	125.6	45.2	59.0	3.1	86.5	-5.3
매출원가	272.8	278.0	290.9	272.3	271.1	272.3	1,057.4	1,106.6	1,108.8
원가율 %	78.6	78.6	79.1	76.6	78.4	78.4	78.6	78.1	77.9
매출총이익	74.3	75.5	76.9	75.7	74.7	75.1	287.4	302.4	314.2
판매비	45.0	47.5	46.9	46.6	45.6	46.6	181.1	185.8	191.8
영업이익	29.3	28.1	29.9	26.8	29.0	28.5	106.3	114.2	122.4
전자상거래 및 유통	24.2	25.5	24.4	23.5	25.5	25.0	92.7	98.4	107.4
요식업	3.2	1.6	2.3	1.7	1.8	1.8	10.9	7.5	7.6
기타	1.9	0.9	3.3	1.6	1.7	1.7	2.6	8.4	7.4
영업이익률	8.5	7.9	8.1	7.5	8.4	8.2	7.9	8.1	8.6
% y-y	-4.1	17.2	30.5	3.3	-1.0	1.4	-0.2	7.5	7.1
영업외손익	-2.6	13.7	-2.5	-1.3	-10.0	-10.0	16.0	-23.8	-22.5
세전이익	26.8	41.8	27.4	25.5	19.0	18.5	122.3	90.4	99.9
순이익	20.9	29.7	22.9	20.0	15.9	15.5	97.1	74.4	83.6
(지배)순이익	16.8	20.0	18.6	16.7	12.9	12.5	77.4	60.7	71.6
% y-y	-3.9	44.7	13.7	-31.1	-23.1	-37.8	35.1	-21.6	18.0

자료: KG이니시스, NH투자증권 리서치본부 전망

## Statement of comprehensive income

(십억원)	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
매출액	1,345	1,416	1,423	1,457
증감률 (%)	14.2	5.3	0.5	2.4
매출원가	1,057	1,107	1,109	1,132
매출총이익	287	310	314	325
Gross 마진 (%)	21.4	21.9	22.1	22.3
판매비와 일반관리비	181	186	192	196
영업이익	106	114	122	129
증감률 (%)	-0.2	7.5	-1.2	5.0
OP 마진 (%)	7.9	8.1	8.6	8.8
EBITDA	151	166	158	160
영업외손익	16	-24	-23	-23
금융수익(비용)	-9	-13	-13	-13
기타영업외손익	16	-11	-10	-10
종속, 관계기업관련손익	9	-10	0	0
세전계속사업이익	122	90	100	106
법인세비용	25	16	16	17
계속사업이익	97	74	84	89
당기순이익	97	74	84	89
증감률 (%)	38.0	-23.4	12.4	6.2
Net 마진 (%)	7.2	5.3	5.9	6.1
지배주주지분 순이익	77	61	72	77
비지배주주지분 순이익	20	14	12	12
기타포괄이익	6	0	0	0
총포괄이익	104	74	84	89

## Valuations/profitability/stability

	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
PER(X)	4.3	4.4	3.7	3.5
PBR(X)	0.7	0.5	0.5	0.4
PCR(X)	2.1	1.8	1.8	1.8
PSR(X)	0.2	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA(X)	4.6	3.7	3.8	3.7
EV/EBIT(X)	6.5	4.9	4.9	4.6
EPS(W)	2,775	2,175	2,567	2,752
BPS(W)	17,039	18,813	20,979	23,331
SPS(W)	48,193	50,753	50,994	52,203
자기자본이익률(ROE, %)	17.7	12.1	12.9	12.4
총자산이익률(ROA, %)	6.1	4.2	4.5	4.6
투자자본이익률(ROIC, %)	20.7	20.7	20.8	20.6
배당수익률(%)	3.5	4.4	4.4	4.4
배당성장률(%)	14.4	18.4	15.6	14.6
총현금배당금(십억원)	11	11	11	11
보통주 주당배당금(W)	420	420	420	420
순부채(현금)/자기자본(%)	19.1	14.4	9.9	7.8
총부채/자기자본(%)	146.2	139.5	127.6	117.4
이자발생부채	361	381	400	421
유동비율(%)	94.4	102.3	111.0	118.2
총발행주식수(mn)	28	28	28	28
액면가(W)	500	500	500	500
주가(W)	12,000	9,610	9,610	9,610
시가총액(십억원)	335	268	268	268

## Statement of financial position

(십억원)	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
현금및현금성자산	95	131	172	201
매출채권	85	88	90	93
유동자산	739	791	853	907
유형자산	197	175	164	157
투자자산	175	195	218	255
비유동자산	878	888	900	931
자산총계	1,712	1,817	1,891	1,976
단기성부채	220	236	255	276
매입채무	15	17	20	23
유동부채	782	773	768	768
장기성부채	141	145	145	145
장기충당부채	6	7	8	9
비유동부채	181	191	197	205
부채총계	1,017	1,059	1,060	1,067
자본금	14	14	14	14
자본잉여금	78	78	78	78
이익잉여금	374	423	484	549
비지배주주지분	220	234	246	258
자본총계	695	759	831	909

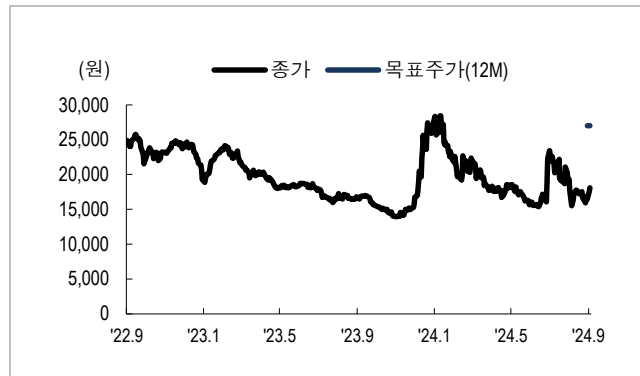
## Cash flow statement

(십억원)	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
영업활동 현금흐름	-2	85	85	84
당기순이익	97	74	84	89
+ 유/무형자산상각비	44	42	36	32
+ 종속, 관계기업관련손익	-9	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	0	0	0	0
Gross Cash Flow	157	146	148	150
- 운전자본의증가(감소)	-123	-32	-34	-36
투자활동 현금흐름	-132	-57	-51	-66
+ 유형자산 감소	1	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-17	-20	-25	-25
+ 투자자산의매각(취득)	-7	-20	-22	-37
Free Cash Flow	-20	65	60	59
Net Cash Flow	-134	27	34	19
재무활동현금흐름	51	9	7	10
자기자본 증가	0	0	0	0
부채증감	51	9	7	10
현금의증가	-83	34	42	29
기말현금 및 현금성자산	97	131	172	201
기말 순부채(순현금)	133	109	82	71

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

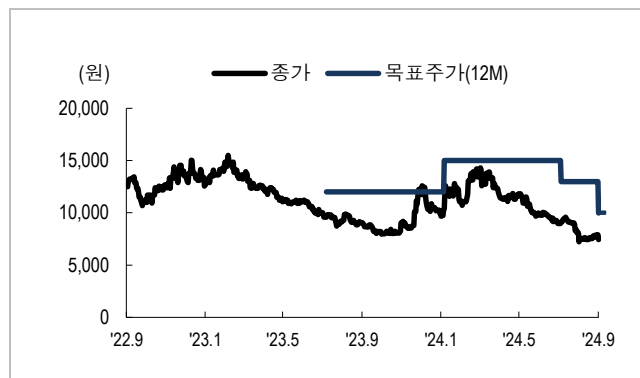
제시일자	투자의견	목표가	과리율 (%)	
			평균	최저/최고
2024.09.04	Buy	27,000원(12개월)	-	-

## 헤토파이낸셜 (234340.KQ)



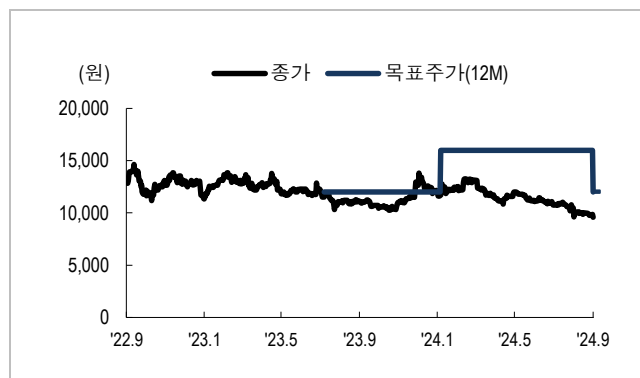
제시일자	투자의견	목표가	과리율 (%)	
			평균	최저/최고
2024.09.04	Buy	10,000원(12개월)	-	-
2024.07.08	Buy	13,000원(12개월)	-36.5%	-26.2%
2024.01.09	Buy	15,000원(12개월)	-23.1%	-4.7%
2023.07.10	Buy	12,000원(12개월)	-22.4%	4.8%
2023.07.10	Buy	13,000원(12개월)	-18.8%	-18.8%

## NHN KCP (060250.KQ)



제시일자	투자의견	목표가	과리율 (%)	
			평균	최저/최고
2024.09.04	Buy	12,000원(12개월)	-	-
2024.01.09	Buy	16,000원(12개월)	-28.4%	-17.1%
2023.07.10	Hold	12,000원(12개월)	-5.7%	-

## KG이니시스 (035600.KQ)



## 종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

1. 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라
  - Buy: 15% 초과
  - Hold: -15% ~ 15%
  - Sell: -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자 의견 분포는 다음과 같습니다. (2024년 6월 30일 기준)

- 투자 의견 분포

Buy	Hold	Sell
85.9%	14.1%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자 의견은 변경되는 주기가 정해져 있지 않습니다. 당사는 투자 의견 비율을 주간 단위로 집계하여 기재하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

## Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 '동 자료상에 언급된 기업들'의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## 고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.