

KG이니시스 (035600.KQ)

카드수수료 인하가 PG사에 미치는 영향

Company Comment | 2018. 12. 24

정부의 카드 수수료 인하 정책에 관련 결제 시스템(PG, Van) 사업자의 수익성이 악화될 것이라 우려로 주가 하락. 그러나 PG사의 수수료는 판매자와 협상하는 부분이자 온라인 판매의 신용을 보증하는 비용으로 수익성은 유지될 전망

PG사의 수수료는 신용을 보증하는 의미

정부의 카드 수수료 인하 정책이 내년 1월부터 시행 예정. 이에 결제 시스템과 연동된 PG사의 수익성이 악화될 것이라 우려로 동사 주가는 하락 중

온라인 쇼핑 거래발생 시 일반적으로 약 3.5%의 수수료를 PG사가 판매자에 부과하며 이를 매출로 인식. 이후 카드사에 약 2.2%, 웹호스팅사에 약 1.0%를 정산해주고 PG사는 약 0.3~0.4% 내외의 수수료를 영업손익으로 인식. 결론적으로 PG사 수수료는 카드사가 아닌 판매자와의 협상을 통해서 결정되는 구조

PG사가 0.3~0.4%의 수수료를 받는 이유는 1) 다양한 결제 수단 대응 2) 결제 관련 서버 연동 3) 편리한 정산 4) 신용이며, 이 중 신용이 PG사의 수익성 방어에 있어 가장 핵심이라고 판단. 비대면으로 이뤄지는 온라인 거래에는 구매자의 카드 부정사용, 판매자의 먹튀와 같은 리스크가 오프라인 거래 대비 존재. 이 과정에서 PG사의 역할은 온라인 가맹점과 구매자 신용 거래의 리스크를 카드사 대신 보증하는 것

카드수수료 인하는 실적에 제한적인 영향

2019년 전자결제 사업부의 매출액은 7,085억원(+3.2%, y-y)으로 과거 대비 성장률 둔화될 전망. 이유는 1) 카드 수수료 인하로 인한 매출 인식 수수료율 인하 2) 네이버 거래액 이탈

카드 수수료 인하는 PG사에 인식되는 전체 수수료율의 감소로 이어져 PG사의 매출액은 감소하겠지만 정산 후 동사의 영업이익에 미치는 영향은 제한적일 것. 연간 거래액 2조원을 담당하던 네이버가 하반기 자체 PG시스템을 구축. 3분기부터 거래액 감소하고 있으며, 이 같은 추세는 내년 상반기까지 이어질 전망. 하지만 네이버가 이탈 했음에도 불구하고 동사의 전자결제사업부 매출액은 여전히 성장 중. 1위 사업자로서의 경쟁력을 바탕으로 가맹점을 지속적으로 확보 중이며, 내년에도 약 30여개의 국내 신규 고객사와 글로벌 고객사 확보 및 한국 진출에 따라 수혜 입을 것으로 예상

지난 5년간 적자를 기록했던 KG로지스의 중단사업손실을 감안한 동사의 평균 PER은 12.6배. 최근 우려로 주가가 하락해 2019년 예상 PER은 7.7배로 과거 대비 할인거래 중이므로 성장성 대비 저평가된 것으로 판단

Not Rated

현재가 ('18/12/21) 15,800원

업종	소프트웨어
KOSPI / KOSDAQ	2,061.49 / 673.64
시가총액(보통주)	440.9십억원
발행주식수(보통주)	27.9백만주
52주 최고가 ('18/4/17)	25,050원
최저가 ('18/12/10)	13,650원
평균거래대금(60일)	3,181백만원
배당수익률(2018E)	1.90%
외국인지분율	17.3%

주요주주
KG케미칼 외 5 인 41.1%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	-13.7	-26.9	-11.7
상대수익률 (%)p	6.1	-10.3	-3.0

	2017	2018E	2019F	2020F
매출액	758.5	932.9	1,066.6	1,111.5
증감률	58.6	23.0	14.3	4.2
영업이익	54.7	76.4	89.6	108.2
영업이익률	7.2	8.2	8.4	9.7
(지배지분)순이익	-0.4	48.2	57.0	69.3
EPS	-14	1,729	2,044	2,482
증감률	적전	흑전	18.2	21.4
PER	N/A	9.1	7.7	6.4
PBR	2.8	1.9	1.6	1.3
EV/EBITDA	8.4	5.0	3.8	2.9
ROE	-0.2	23.3	22.7	22.6
부채비율	199.1	203.4	194.6	170.6
순차입금	-11.8	-87.4	-161.6	-225.3

단위: 십억원, %, 원, 배

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망



Analyst 이현동

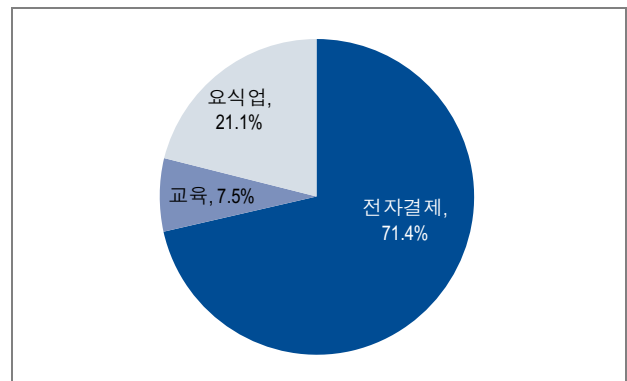
02)768-7423, hyundong.lee@nhq.com

기업개요

- 2002년 동종업계 최초로 코스닥 상장. 전자지불결제업(PG)이 주 사업. 국내 PG시장 점유율 1위업체
- PG는 쇼핑물 등 인터넷상에서 지불결제가 필요한 업체에게 지불결제시스템을 구축해 주고 지불승인과 매입, 대금정산 등의 업무를 지원하는 서비스. 국내 17만개의 가맹점을 보유
- KG모빌리언스(이하 지분율 47.81%), KG올렛(60.0%), 스톡(68.6%), 모바일핀테크제일차유동화전문회사, KG에듀원(69.49%), KG에프앤비(100%), KFC코리아(100%), KG RUS LLC(100%), KG아이씨티(75.0%) 등 총 9개 회사를 종속회사로 보유
- KG케미칼(주)이 최대주주로 29.37% 지분보유, 그 외 (주)KG가 10.21% 지분보유

제품 및 매출비중

- 18년 3분기 매출액 기준 사업부문별 비중은 전자결제 71.4%, 교육 7.5%, 요식업 21.1%임
- 1) 전자상거래 및 유통(전자지불결제대행서비스 및 유통망을 활용한 상품매출), 2) 교육사업(인터넷프로그램 개발, 콘텐츠 공급, 학원경영), 3) 요식업(체인화음식점업) 등 영위

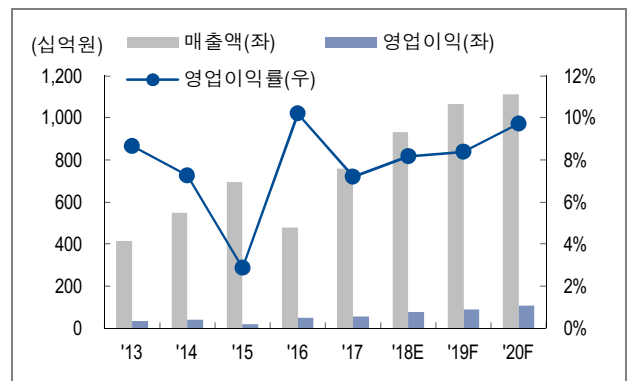


주: 2018년 3분기 기준

자료: KG이니시스, NH투자증권 리서치본부

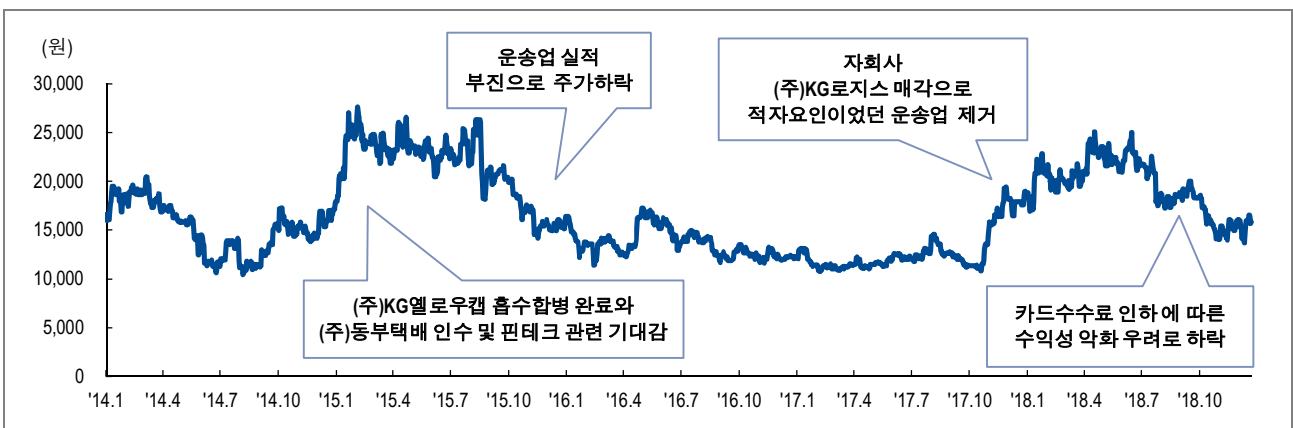
영업 실적 추이

- 2018년 3분기 전자결제사업부 및 연결자회사의 성장으로 매출액 2,322억원(+6.0% y-y), 영업이익 203억원(+34.3% y-y) 기록
- 2017년 KG로지스의 매각으로 중단사업 관련 손실 365억원을 당기순이익에 반영



자료: KG이니시스, NH투자증권 리서치본부 전망

과거 주가 추이 및 주요 이벤트



자료: DataGuide, NH투자증권 리서치본부

제한적인 카드 수수료 인하 영향

수익성 악화 우려로 주가 하락

KG이니시스의 주가는 지난 10월 이후 하락 중 이다. 이유는 1) 카드 수수료 인하로 인한 수익성 악화 우려 2) 제로페이와 같은 새로운 결제 대안의 등장 3) 하반기 고객사인 네이버의 이탈로 인한 매출액 감소이다.

정부의 카드 수수료 인하 압박이 거세다. 내년 1월부터 시행 예정이며 연간 매출 30억원 미만 중소기업자의 카드 수수료율은 기존 2.2% 에서 1.6%로 약 0.6%p, 연간 매출액 30억~100억원 일반 가맹점의 카드 수수료율은 2.2%에서 1.9%로 약 0.3%p 하락할 예정이다. 이러한 카드 수수료 인하로 인해 신용카드 결제 시스템과 연동되어 있는 PG사의 수익성이 악화될 것이란 우려가 동사의 주가에 악영향을 미쳤다.

판매자와의 협상을 통해 결정되는 PG 수수료

카드수수료 인하가 PG사에 미치는 영향을 분석하기 위해선, 온라인 쇼핑 거래발생 시 PG사의 매출액 인식 구조를 이해할 필요가 있다. 일반적으로 카페24와 같은 웹호스팅 업체를 통해 개설된 온라인/모바일 쇼핑몰에서 거래가 발생할 경우 약 3.5%의 수수료를 PG사가 판매자에 부과 하며 PG사는 이를 매출로 인식한다. 결제의 정상적인 진행 시 카드사에게 약 2.2%, 웹호스팅사에게 약 1.0%를 정산해주게 된다. 이후 PG사는 약 0.3~0.4% 내외의 수수료를 영업손익으로 인식한다. 결론적으로 PG가 가져가는 수수료는 카드사와의 협상을 통해 결정되는 것이 아니다. 판매자와의 협상을 통해서 결정되는 것이다.

표1. 카드수수료율 개편안 및 기대효과

가맹점 구분(연 매출액 기준)			현행	개선안	인하폭
신용	우대 가맹점 (우대 수수료율)	~3 억원	0.8%	0.8%	-
		3~5 억원	1.3%	1.3%	-
		5~10 억원	약 2.05%	1.4%	약 0.65%p
		10~30 억원	약 2.21%	1.6%	약 0.61%p
	일반 가맹점 (평균 수수료율)	30~100 억원	약 2.20%	평균 1.90%	평균 0.3%p
		100~500 억원	약 2.17%	평균 1.95%	평균 0.22%p
체크	우대 가맹점 (우대 수수료율)	~3 억원	0.5%	0.5%	-
		3~5 억원	1.0%	1.0%	-
		5~10 억원	약 1.56%	1.1%	약 0.46%p
		10~30 억원	약 1.58%	1.3%	약 0.28%p
	일반 가맹점 (평균 수수료율)	30 억원 초과	약 1.60%	평균 1.45%	평균 0.15%p

자료: 금융위원회, NH투자증권 리서치본부

PG사의 신용 보증은 수수료율의 핵심

이처럼 PG사가 판매자로부터 0.3~0.4%의 수수료를 받는 이유는 1) 다양한 결제 수단 대응과 같은 편리함 2) 결제 관련 서버 연동 3) 편리한 정산 4) 심사와 신용이며, 이 중 신용이 PG사의 수익성 방어에 있어 가장 핵심이라고 판단된다.

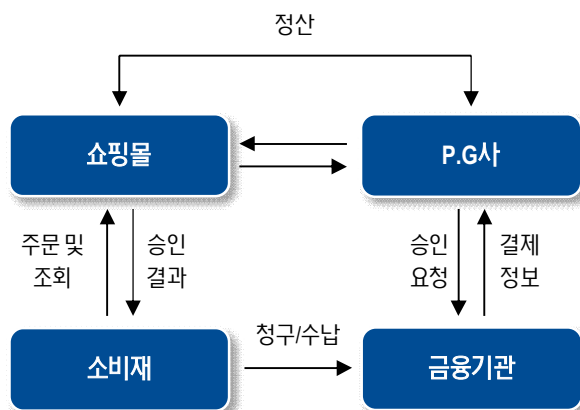
비대면 거래로 이뤄지는 온라인 쇼핑의 특성

오프라인 대비 높은 온라인 결제 수수료는 PG사가 제공하는 신용의 역할을 설명해 준다. 오프라인 가맹점의 평균 카드 수수료율은 약 0.8~1.2%인 반면 온라인 가맹점의 경우 온라인 쇼핑이 가지는 특이성으로 인해 카드 수수료율은 오프라인 대비 월등히 높은 약 3.5% 내외로 추정된다. 일반적으로 오프라인 거래에서는 대면으로 비밀번호, 서명 등을 통해 같은 카드의 부정 사용 여부를 확인 후 결제 즉시 올바른 상품의 인도가 이뤄진다. 하지만 온라인 거래의 경우 비대면 거래로 결제 이후 직접적인 상품 인도까지 일반적으로 2~3일 이상 소요되는 등 구매자의 카드 부정 사용, 판매자의 먹튀와 같은 리스크가 오프라인 거래 대비 존재 한다.

PG사의 역할은 온라인 가맹점과 구매자의 신용거래 리스크 보증

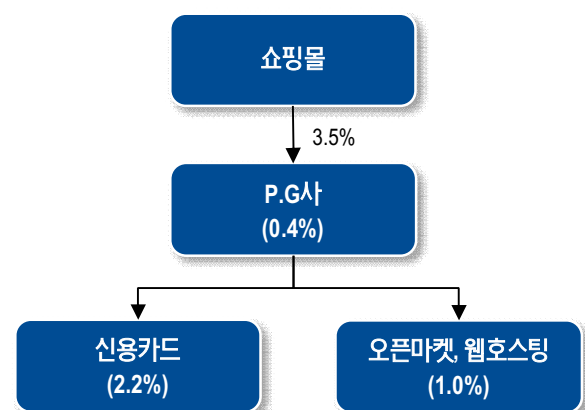
이 과정에서 PG사의 역할은 온라인 가맹점과 구매자 신용거래의 리스크를 카드사 대신 보증하는 것이다. 예를 들어 매진, 부정 판매, 고객의 변심 등 환불 사유가 발생하게 된다면 PG사가 먼저 고객에 환불을 해준다. 또한 카드의 부정 사용, 판매자의 파산 등으로 대금 지급이 거부된다면 PG사에 손실이 발생한다. 이처럼 결제에 대한 상호간 신용 보증은 PG사가 담당하고 있는 가장 중요한 역할이며 이로 인해 PG사는 0.3~0.4%의 수수료를 판매자와의 협상을 통해 가져가게 된다. 따라서 카드 수수료 인하는 PG사에 처음 인식되는 전체 수수료율의 감소로 이어져 동사의 매출액은 감소하겠지만 정산 후 받게 되는 수수료율은 불변하므로 카드 수수료 인하가 동사의 영업이익에 미치는 영향은 제한적일 것으로 판단된다.

그림1. 전자결제 구조



자료: KG이니시스, NH투자증권 리서치본부

그림2. PG사 매출액 인식 구조



자료: NH투자증권 리서치본부

매출액 성장을 둔화에도 지속적으로 신규고객을 확보 중

2019년 전자결제 사업부의 매출액은 7,085억원(+3.2%, y-y)으로 2018년 대비 성장률은 둔화될 전망이다. 성장률 둔화의 이유는 1) 카드 수수료 인하로 인한 매출 인식 수수료율 인하 2) 상반기까지 반영될 네이버 거래액 이탈이다.

2016년 이후 동사는 연간 거래금액의 약 3.2% 내외를 전자상거래 매출로 인식해 왔다. 내년 1월부터 정부의 카드수수료 인하 정책이 시작되면 연매출 30억원 이상 일반 가맹점 수수료율이 약 0.3%p 인하된다. 이로 인해 2019년 동사의 매출인식 수수료율도 0.3%p 하락할 전망이다.

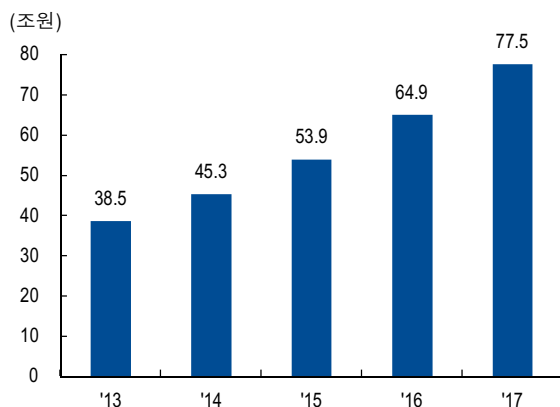
또한 연간 거래액 2조원 가량을 차지했던 네이버가 하반기 자체 PG시스템을 구축 하였다. 3분기부터 거래액이 감소하고 있으며, 이 같은 추세는 내년 상반기까지 이어질 전망이다. 하지만 네이버가 이탈 했음에도 불구하고 동사의 전자결제사업부 매출액은 여전히 성장 중이다. 1위 사업자로서의 경쟁력을 바탕으로 가맹점을 지속적으로 확보 중이기 때문이다. 내년에도 약 30여개의 국내 신규 고객사 확보 및 글로벌 고객사의 한국 진출에 따라 수혜가 예상된다. 2018년 하반기부터 거래액 성장률이 회복되고 있어 2019년 연간 약 24조원의 거래액을 전망한다.

성장성 대비 저평가 판단

2019년 동사의 영업이익은 896억원(+17.3%, y-y), 당기순이익은 570억원(+18.2%, y-y)으로 성장을 전망한다. 성장률 둔화에도 영업이익이 증가할 것으로 전망하는 이유는 1) 판매자 대상 PG 수수료 유지 2) 저수익 네이버의 이탈과 고수익 신규 가맹점 확보 3) 적자 자회사(KFC)의 흑자 턴어라운드 기대이다.

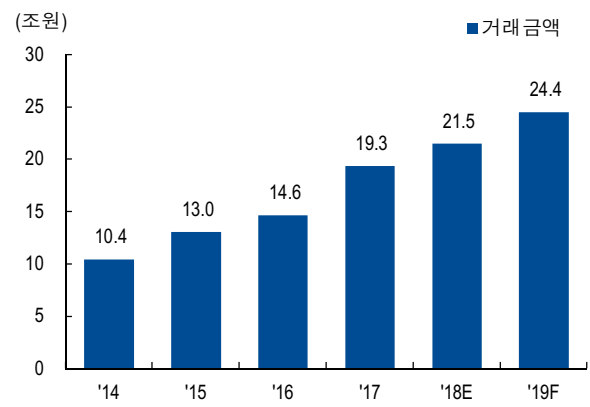
지난 5년간 적자를 기록했던 KG로지스의 중단사업손실을 감안한 동사의 평균 PER은 12.6배이다. 최근 우려로 주가가 하락해 2019년 예상 PER은 7.7배로 과거 평균 대비 할인거래 중이므로 성장성 대비 저평가된 것으로 판단한다.

그림3. PG 시장 규모



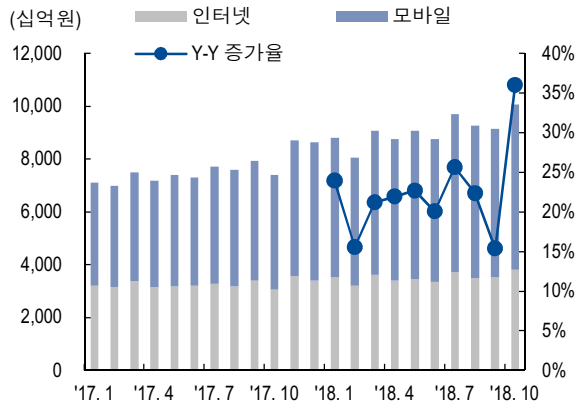
자료: KG이니시스, NH투자증권 리서치본부

그림4. KG이니시스 거래금액



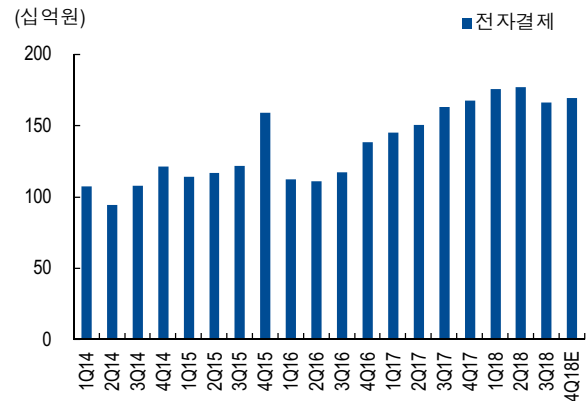
자료: KG이니시스, NH투자증권 리서치본부 전망

그림5. 인터넷, 모바일 쇼핑 거래액



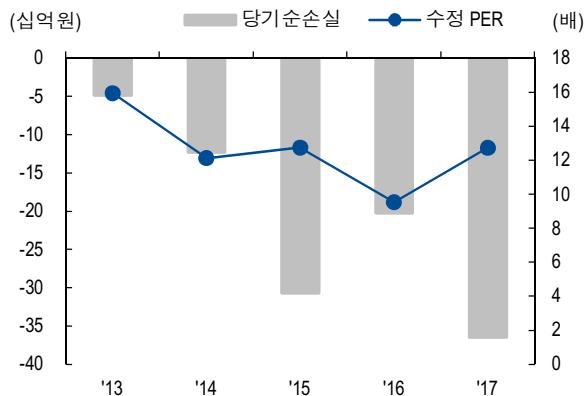
자료: KG이니시스, NH투자증권 리서치본부

그림6. 분기별 전자결제 사업부 매출 추이



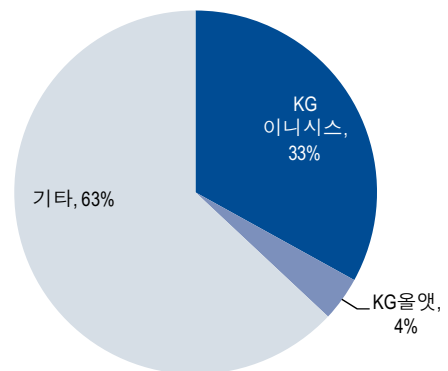
자료: KG이니시스, NH투자증권 리서치본부 전망

그림7. KG로지스 당기순손실과 수정 PER



자료: 통계청, NH투자증권 리서치본부

그림8. KG이니시스 시장 점유율



자료: KG이니시스, NH투자증권 리서치본부 추정

그림9. 주요 고객사



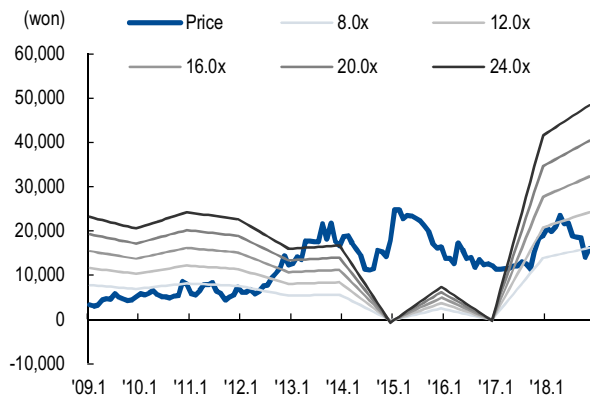
자료: KG이니시스

표2. 20대 국회 계류 여신전문금융업법 일부 개정안

이원욱(민주당)	- 수수료율 상한제 도입, 가맹점 수수료 부담 완화
박주민(민주당)	- 1만원 이하 카드결제 가맹점수수료 면제
이학영(민주당)	- 요양기관에 우대수수료율 적용
제윤경(민주당)	- 가맹점 수수료율, 직전년도보다 10% 이상 인상 금지
김해영(민주당)	- 영세사업자 우대 수수료 적용
소병훈(민주당)	- 우대수수료 대상 벗어난 가맹점, 3년간 단계적 수수료 인상
서영교(민주당)	- 대학교 등록금 수수료 감면 혹은 면제
김경수(민주당)	- 소액결제 비중 큰 가맹점에 우대수수료 적용
이학영(민주당)	- 사회적 기업에 우대수수료 적용
심재권(민주당)	- 1만원 이하 소액결제 중소신용카드 가맹점 수수료 면제
노회찬(정의당)	- 중소신용카드가맹점 매출액 산정 때 세금 제외
박준영(민주평화)	- 우대수수료율 상한 0.8%
김상훈(한국당)	- 결제대행업체 통한 중소가맹점 우대수수료 적용
박주민(민주당)	- 대학교 등록금, 기숙사비 우대 수수료 적용

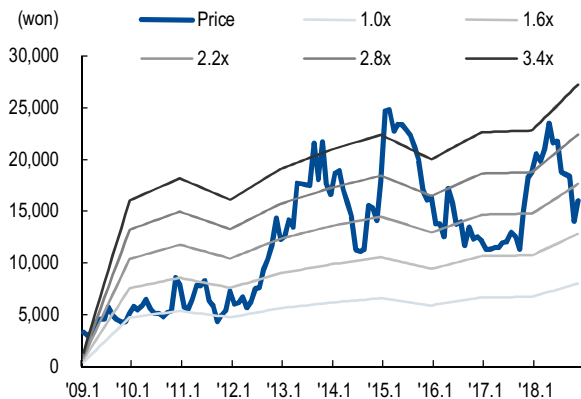
자료: 언론보도, NH투자증권 리서치본부

그림10. Forward PER Band



자료: Dataguide, NH투자증권 리서치본부

그림11. Trailing PBR Band



자료: Dataguide, NH투자증권 리서치본부

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 투자의견 분포는 다음과 같습니다. (2018년 12월 21일 기준)

- 투자의견 분포

Buy	Hold	Sell
81.4%	18.6%	0.0%

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

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 'KG이니시스'의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 당사 공식 Coverage 기업의 자료가 아니며, 정보제공을 목적으로 투자자에게 제공하는 참고자료입니다. 따라서 당사의 공식 투자의견, 목표주가는 제시하지 않습니다.

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.