

헥토파이낸셜

Bloomberg Code (234340 KS) | Reuters Code (234340.KQ)

2022 년 11 월 21 일

컷팅 전 벌크업

[핀테크]

최태용 연구원
☎ 02-3772-1566
✉ tyc@shinhan.com

임희연 수석연구원
☎ 02-3772-3498
✉ heeyeon.lim@shinhan.com

매수	현재주가 (11 월 18 일)	목표주가	상승여력
(신규)	24,600 원	30,000 원 (신규)	22.0%

- 가상계좌로 시작해 전(全)결제수단을 거쳐 데이터까지 진출
- 탑라인 외형 성장은 기존 사업이 견인, 수익성은 신사업에서 기대
- 고수익성 데이터 신사업은 지속적인 관심 필요

신한 리서치 투자정보
www.shinhansec.com

신한투자증권 기업분석부



Contents

Ⅰ. 밸류에이션 4
투자의견 '매수', 목표주가 30,000원으로 커버리지 개시

Ⅱ. 기업개요 6
가상계좌로 시작해 전(全)결제수단을 거쳐 데이터까지
결제구조 이해하기

Ⅲ. 기존 사업 동향 및 전망 11
간편현금결제: 돌아온 대형 가맹점, 수익성 개선 기대
PG: 레벨 다운되었지만 성장은 지속 전망
가상계좌: 가늘고 길게, 지금처럼만

Ⅳ. 신 사업 - 데이터 API 산업 동향 및 전망 19
데이터 산업: 흐름에 몸을 맡겨
산업의 구조적 성장 전망

Ⅴ. 투자 포인트 31
기존 사업부에서의 탑라인 외형 성장 견인
초개인화 서비스로 귀결되는 신사업
기회/위험 요인

투자판단	매수 (신규)
목표주가	30,000 원 (신규)
상승여력	22.0%

KOSPI	2,444.48p
KOSDAQ	731.92p
시가총액	232.5 십억원
액면가	500 원
발행주식수	9.5 백만주
유동주식수	4.9 백만주(51.4%)
52 주 최고가/최저가	32,900 원/18,100 원
일평균 거래량 (60 일)	22,881 주
일평균 거래액 (60 일)	551 백만원
외국인 지분율	2.65%
주요주주	
민앤지 외 4 인	39.81%

절대수익률	
3 개월	8.8%
6 개월	-2.0%
12 개월	-24.3%
KOSDAQ 대비 상대수익률	
3 개월	22.8%
6 개월	16.7%
12 개월	6.8%

주가차트



가상계좌로 시작해 전(全)결제수단을 거쳐 데이터까지 진출

가상계좌로 시작해 간편현금결제, 신용카드 PG, 휴대폰 소액결제까지 서비스를 확장한 모든 결제수단을 아우르는 전자금융사업자다. 가상계좌는 M/S 67%와 높은 마진율에 기반한 캐시카우다. 간편현금결제는 97%의 M/S로 안정적인 성장 중이다. PG 사업은 전자결제 시장 확대로 외형 성장에 기여했다.

지난 5월에는 데이터 기업 코드에프를 111억원에 인수하며 데이터 사업으로 진출했다. 코드에프는 데이터 중계 서비스를 제공하는 기업이다. 지난 12월에 마이데이터 사업자를 획득했다. 결제 서비스로 축적해온 데이터가 코드에프의 마이데이터 사업 및 데이터 API 기술과 시너지를 낼 것으로 기대한다.

탑라인 외형 성장은 기존 사업이 견인, 수익성은 신사업에서 기대

23F 매출액 1,501억원(+16.2%, 이하 YoY), 영업이익은 178억원(+29.6%)로 예상한다. 1) 간편현금결제의 대형 가맹점 매출 회복, 2) 전자결제 확대로 PG의 견조세, 3) 가상계좌의 성장세는 탑라인 성장을 이끌 전망이다.

PG 매출의 수익성 하락 압력은 1) 간편현금결제 중계 비중 확대, 2) 휴대폰 소액결제의 성장, 3) 중장기적인 데이터 신사업 양성으로 상쇄될 것이다. 데이터 신사업은 마진율이 높아 외형 성장 전략 이후 수익성 제고를 도모할 주요 사업이다.

투자의견 '매수', 목표주가 30,000원으로 커버리지 개시

투자의견 '매수', 목표주가 30,000원으로 커버리지를 개시한다. 23F EPS는 코드에프 인수 완료 후 매출 증가 35%를 반영해 2022년 대비 22.4% 증가하는 것으로 가정했다. 코드에프의 2023년 매출은 54억원으로 지분율 74% 고려시 순이익은 6.4억원이 반영될 전망이다.

Target PER은 경상 이익 기준 최근 3개년 평균 PER(21배)에 2022년 상반기 국내 PG 이용금액 하락분 7.6%를 적용해 산정했다. 과거 3개년과 2023년의 가장 큰 차이는 매크로 환경 변화에 따른 온라인 소비 위축이다. 향후 매크로 환경이 저점을 지남에 따라 소비 위축 해소 시 멀티플 상향 조정이 가능하다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2020	78.1	12.0	16.1	11.4	1,227	(16.3)	12,456	27.0	11.9	2.7	10.1	(116.5)
2021	110.4	15.3	28.1	20.9	2,220	81.0	14,207	14.3	6.4	2.2	16.8	(133.4)
2022F	129.2	13.7	13.8	11.7	1,234	(44.4)	14,304	19.9	2.1	1.7	8.7	(141.0)
2023F	150.1	17.8	20.4	14.5	1,535	24.4	15,447	16.0	0.9	1.6	10.3	(141.7)
2024F	172.4	22.7	25.3	17.9	1,891	23.1	16,855	13.0	0.3	1.5	11.7	(137.7)

자료: 회사 자료, 신한투자증권

I. 밸류에이션

투자의견 '매수', 목표주가 30,000원으로 커버리지 개시

2023F EPS 1,535원, Target PER 19.4배 적용

투자의견 '매수', 목표주가 30,000원으로 커버리지를 개시한다. 2023F EPS 1,535원, Target PER 19.4배를 적용했다. Target PER은 경상 이익 기준으로 최근 3개년 평균 PER 21배에 할인율을 반영해 산정했다.

경상 이익은 2021년 2분기부터 발생한 헥토이노베이션 보유주식 평가손익과 2021년 2분기 헥토헬스케어 처분 이익 등 일회성 요인을 제외했다. 비경상 포함 시 PER은 19.3배이다.

할인율은 리오프닝에 따른 PG이용금액 성장률 감소를 감안해 7.6%를 적용했다. 2019년부터 2021년 상반기 PG이용금액 평균 성장률은 27.9%다. 2022년 상반기 성장률은 18.2%로 전반기 대비 9.7%p 하락했다.

2022년이 과거 3개년과 다른 것은 매크로 환경 변화에 따른 온라인 소비 위축이 시작됐다는 점이다. 만약 과거 환경이 유지되어 평균 성장률이 지속됐다면, 2022년 상반기 이용금액은 전반기 대비 1.28배 성장해야 했다.

온라인 소비 위축으로 2022년 상반기는 1.18배 성장에 그쳤다. 가정 대비 7.6% 감소했다. PG이용금액 성장세의 레벨 다운을 확인해 할인율로 반영했다.

목표주가 산출

	단위		비고
2023F EPS	(원)	1,535	
평균 PER	(배)	21.0	경상 기준 3개년 (2019~2021) 평균 PER
Discount	(%)	7.6	리오프닝 감안 PG 이용금액 성장률 하락분 반영
Target PER	(배)	19.4	
목표주가	**(원)**	30,000	
현재주가	(원)	24,600	
상승여력	(%)	22.0	

자료: 신한투자증권 추정

3개년 평균 PER 산출

(십억원, 배)	공시 기준	경상 기준
2019~2021 합산 시가총액	876.1	876.1
2019~ 2021 합산 당기순이익 (지배)	45.2	41.7
평균 PER	19.4	**21.0**

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

PG 이용금액 하락 효과

(%)	성장률	이용금액 성장
2019~2021 상반기	27.9	1.28 배
2022 상반기	18.2	1.18 배
3개년 대비 리오프닝 후 성장률 하락 효과		**(7.6)**

자료: 신한투자증권 추정

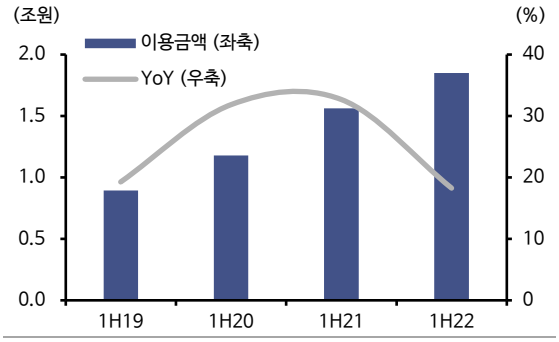
2023F EPS는 1,535원으로 코드에프 인수 완료 후 연결 매출 인식을 반영해 산정했다. 코드에프의 매출 성장률에 대한 base 시나리오 기준 35% 성장률을 반영했다. 코드에프의 2023년 예상 매출은 54억원이다. 지분율 74% 고려시 순이익은 6.4억원이 반영될 전망이다.

코드에프 2023F 시나리오 분석

(십억원, %, 천주, 원)	Bear	Base	Bull
매출액	4.8	5.4	6.0
YoY	20	35	50
영업이익	1.0	1.1	1.2
OPM	20	20	20
법인세율	20	20	20
당기순이익	0.8	0.9	1.0
발행주식수	9,453	9,453	9,453
EPS 기여분	60	68	76
EPS 변동률	(0.5)	0.0	0.5

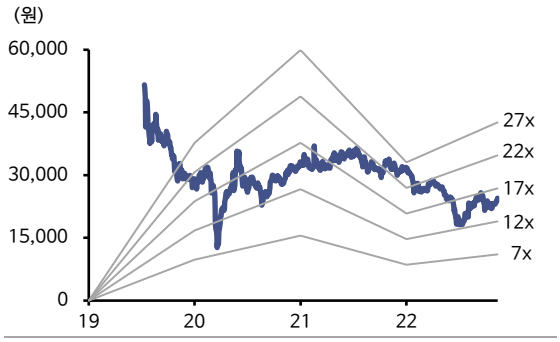
자료: 회사 자료, 신한투자증권 / 주: EPS 기여분은 코드에프 지분율 74% 기준으로 산정

PG 이용금액 추이



자료: 한국은행, 신한투자증권

헥토파이낸셜 PER(fwd. 12M) 밴드 추이



자료: QuantiWise, 신한투자증권 추정

II. 기업 개요

- **모든 전자결제 수단을 보유한 사업자**
- **전방위적 사업 확장 진행 중**

가상계좌로 시작해 전(全)결제수단을 거쳐 데이터까지

전방위적 사업 확장 진행 중

가상계좌, 신용카드 PG, 휴대폰 소액결제, 간편현금결제 등 모든 결제수단 서비스 제공

가상계좌 서비스로 시작해 간편현금결제, 신용카드 PG, 휴대폰 소액결제 서비스까지 확장한 모든 전자결제수단을 아우르는 전자금융사업자다. 2000년부터의 긴 업력으로 모든 은행과의 관계를 구축한 것이 강점이다.

가상계좌는 M/S 67%와 높은 마진율에 기반한 캐시카우다. 간편현금결제는 97%의 M/S로 안정적인 성장 중이다. PG 사업은 팬데믹을 거치며 급성장한 전자결제 시장 영향으로 외형 성장에 기여했다.

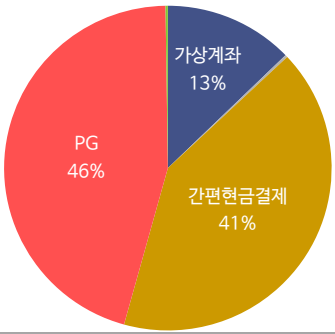
개인 고객에게 010PAY 결제 플랫폼 서비스를 개시하면서 기존 B2B 위주에서 B2C로 확장했다. 키오스크 사업도 참여해 키오스크 내부에 탑재될 결제 수단을 제공하며 오프라인 진출을 도모하고 있다.

코드에프 인수로 데이터 사업도 진출

지난 5월에는 데이터 기업 코드에프를 111억원에 인수해 데이터 사업으로 진출했다. 코드에프는 데이터 중계 서비스를 제공한다. 마이데이터 사업자를 지난 12월에 획득했다. 결제 서비스에서 얻는 다양한 데이터와 코드에프의 마이데이터 사업 및 데이터 API 기술 간 시너지를 기대한다.

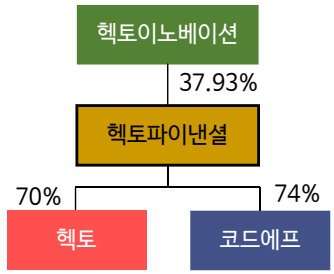
최대주주는 헥토이노베이션(구 민앤지)으로 전일 기준 37.9%의 지분을 보유 중이다. 주요 종속 회사로는 헥토와 코드에프가 있다. 헥토는 그룹사 내 경영자문이나 컨설팅 등을 담당하고 있으며 지분의 70%를 소유하고 있다. 코드에프 지분 74%는 2022년 4분기까지 인수 완료될 예정이다.

매출 비중 (2021년 기준)



자료: 회사 자료, 신한투자증권 / 주: 펌뱅킹, 기타 부문 비중은 1% 미만으로 표시 생략

지분 구조



자료: 회사 자료, 신한투자증권

2. 결제구조 이해하기

1) PG

i) PG (Payment Gate, 전자지급결제대행사업자)

PG:
은행과 망을 연결,
전자지급결제대행
서비스 제공

결제의 본질은 구매자의 계좌에서 판매자의 계좌로 돈이 이동하는 것이다. 판매자는 구매자의 계좌에서 대금을 받아오기 위해 해당 은행과 망 연결이 되어 있어야 한다. 구매자가 이용하는 은행은 다양하기 때문에 자본규모가 작은 판매자가 모든 은행과 망 연결 계약을 맺기에는 비효율적이다.

모든 은행과 망 연결 후 결제가 기능하도록 판매자(이하 가맹점)에게 서비스하고 이용료를 받는 결제 사업자들이 생겨났다. 그 중 전자지급결제대행서비스를 제공하는 기업이 PG(Payment Gateway)다. 제공하는 전자결제 수단은 신용카드, 휴대폰 소액결제, 계좌이체, 가상계좌로 4가지다.

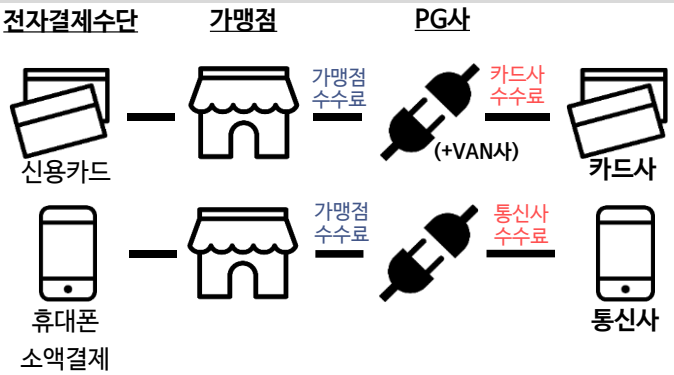
ii) 이체와 송금의 차이

결제 서비스를 보다보면 간편 송금이라는 서비스도 발견할 수 있다. 이체와 송금 모두 '돈을 보내는 행위'임에도 용어를 분리해서 쓰다보니 개념적으로 헷갈리기 쉬워 짚고 넘어가고자 한다.

이체는 현금이 고객의 은행 계좌에서 가맹점의 은행 계좌로 이동하는 일반적인 방식이다. **송금**은 현금의 이동 과정에 선불 충전금 계좌가 포함된 방식이다. 대표적으로 카카오페이의 페이 서비스가 있다.

페이 잔고가 없을 때 결제 전 등록된 은행 계좌에서 카카오페이로 현금을 '송금'해야 한다. 송금된 현금은 포인트화되어 페이 잔고(=선불 충전금 계좌)에 표시된다. 그 후 결제 시 포인트가 차감된다. 즉 페이 잔고의 실질은 포인트이기 때문에 은행 계좌 정보가 없다는 점에서 이체와 다르다.

PG 구조



자료: 신한투자증권

2) 전자금융공동망

은행과 연결된 주체에 따라 망 구분: 일반 회사 → 펌뱅킹 금융결제원 → 오픈뱅킹

PG사가 가맹점의 요청으로 대금 정산을 받기 위해 고객의 계좌가 있는 은행과 연결했다는 망이 바로 전자금융공동망이다. 모든 금융기관과의 거래는 이 망을 통해 처리된다. 전자금융공동망은 연결 주체에 따라 ①펌뱅킹과 ②오픈뱅킹으로 나눠진다.

① 펌뱅킹

전자금융공동망의 레거시 형태이다. 가맹점과 은행이 1:1로 직접 연결된 망이다. 일반 회사 뿐만이 아니라 PG사 역시 은행에게 가맹점으로 포함된다. 가맹점은 펌뱅킹을 구축한 은행에게 망 사용수수료(이하 은행수수료)를 내야한다.

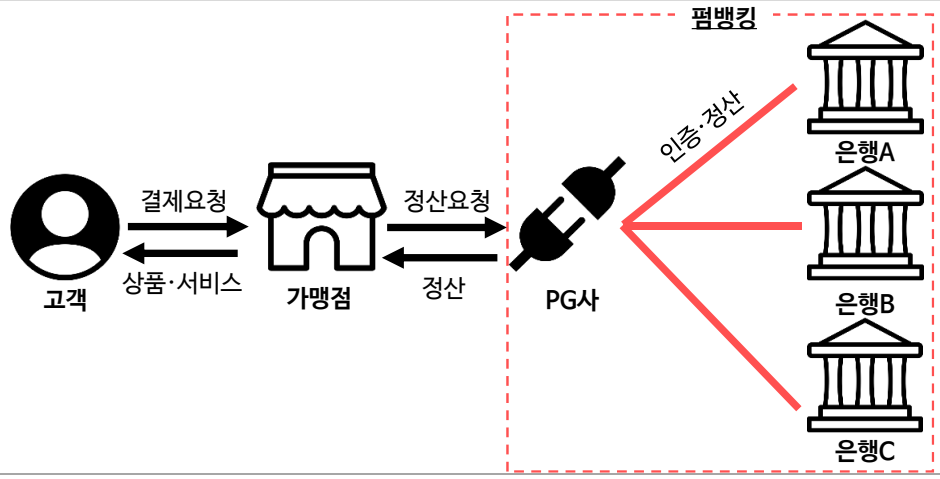
신생이거나 은행과 망이 연결되지 않은 핀테크들은 직접 연결하는 것이 비효율적이다. 때문에 펌뱅킹 인프라를 갖춘 업체를 이용해왔다. 펌뱅킹을 직접 구축하면 이론적으로는 계약 내 허용되는 모든 데이터를 끌어올 수 있다.

펌뱅킹 기반 결제사업과 데이터 신사업의 시너지 기대

기존 사업과 데이터 신사업의 시너지가 기대되는 이유도 바로 펌뱅킹에 있다. 마이데이터 사업, 데이터 분석·결합·유통·중개는 은행이나 카드사 등의 정보제공자로부터 인프라를 구축하고 데이터를 확보하는 것에 근간하기 때문이다.

2000년부터 구축해온 펌뱅킹은 경쟁 마이데이터 사업자 대비 우위 요인이다. 펌뱅킹이 구축되지 않은 마이데이터 사업자들은 마이데이터 사업 내 용인되는 데이터만을 이용할 수 있다. 잠재적인 경쟁력 우위가 기대되는 이유다.

펌뱅킹 구조



자료: 신한투자증권

② 오픈뱅킹

핀테크 비용 부담 경감 목적으로 오픈뱅킹 도입

2019년 10월부터 시행됐다. 핀테크 활성화를 위해 은행수수료 부담 경감에 의의를 둔 정책이다. 펌뱅킹을 이용하는 핀테크들의 은행수수료가 트래픽이 늘어남에 따라 과도하게 증가하여 활성화를 저해한다는 명목이었다.

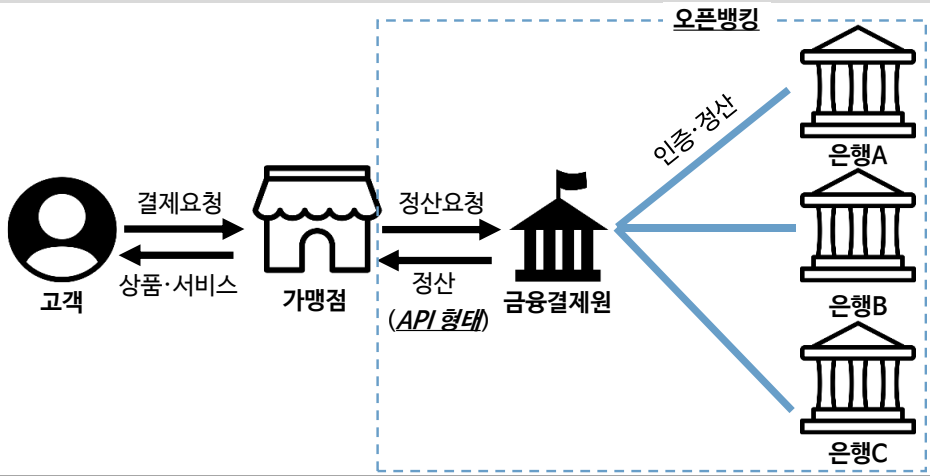
오픈뱅킹은 오직 API 방식으로만 데이터 교환 가능

정부의 주도 아래 금융결제원에서 모든 은행을 연결해 오픈뱅킹 시스템을 구축하고 기존 은행수수료(400~500원)의 1/10 수준으로 데이터를 제공했다. 단, 데이터 API로 표준화된 데이터(이체·조회)만 교환가능한 한계가 있다.

데이터 교환 방식에서 오픈뱅킹과 펌뱅킹은 차이가 명확하다. 데이터 교환 방식에는 ①스크래핑과 ②API가 있다. 스크래핑은 화면을 캡처한 이미지에서 데이터를 크롤링한다. 은행마다 화면 구성이 다르기 때문에 표준화되어 있지는 않다.

API는 데이터를 표준화해 엑셀의 함수 기능처럼 명령어를 입력하면 원하는 데이터가 출력된다. API가 보안성이나 효율성 측면에서 우월하다. 정부에서는 오픈뱅킹으로 업계에 API를 보편화하고 장기적으로 마이데이터 사업의 초석으로 삼았다. 자세한 내용은 신사업 파트에서 후술할 예정이다.

오픈뱅킹 구조



자료: 신한투자증권

3) 정리

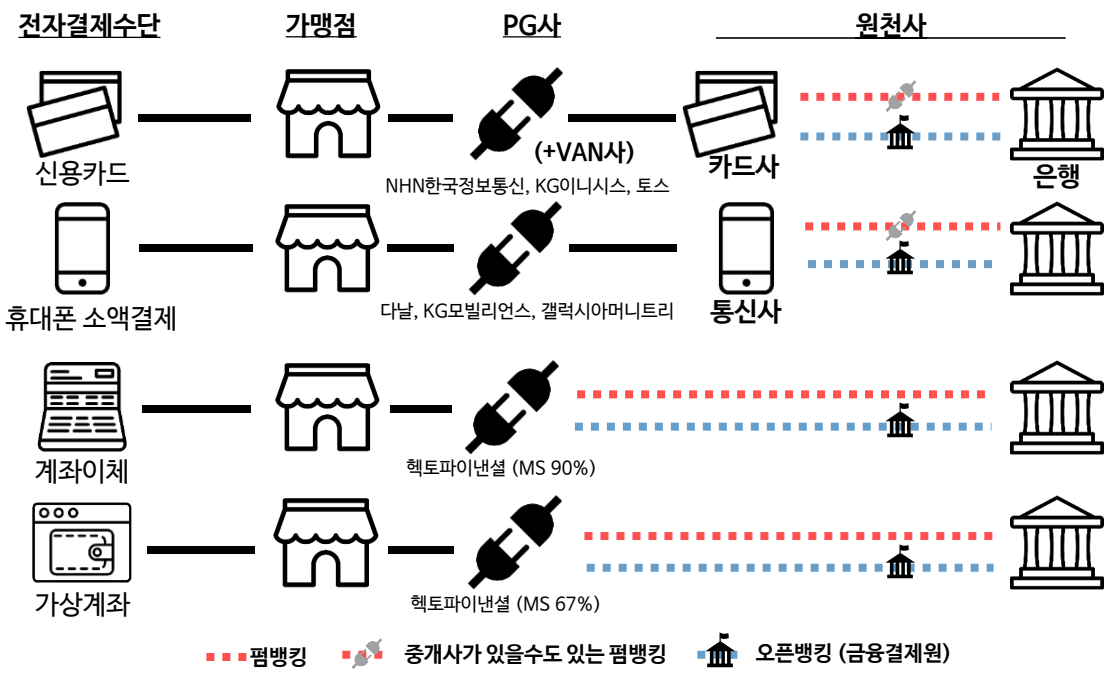
전자결제수단별 가맹점 수수료율 추정(%)
1) 신용카드: ±3.4
2) 휴대폰: ±7
3) 계좌이체: ±2
4) 가상계좌: Avg. 267원

업체마다의 결제 서비스별 명칭과 매출 인식 분류의 차이로 혼동될 수 있어 정리하자면 다음과 같다. 주요 결제 서비스는 1) 결제수단에 따라 신용카드, 휴대폰 소액결제, 계좌이체, 가상계좌로 분류되며, 2) 전자금융공동망 연결 형태에 따라 펌뱅킹과 오픈뱅킹으로 나누어진다.

헥토파이낸셜의 PG는 신용카드와 휴대폰 소액결제, 간편현금결제는 계좌이체다. 간편현금결제는 계좌이체 외 송금 서비스도 포함한다. OO페이로 충전하거나 결제하는 서비스가 대표적이다. 가상계좌는 통상 무통장입금이라 하여 PG사에게 부여받은 1:1 입금계좌에 사용자가 직접 이체·송금을 한다. 타 결제수단과는 구조적으로 다르다.

거치는 단계가 많을수록 가맹점이 부담하는 수수료율이 높아진다. 가맹점이 PG사에 부담하는 평균 수수료율은 신용카드 3.4%, 휴대폰 소액결제 7%, 계좌이체 2%이며 가상계좌는 건당 평균 267원으로 추정된다. 가상계좌는 정액제 외 정률제 계약도 있지만 수수료율이 공개되지 않았다. 각 전자결제는 펌뱅킹 대신 오픈뱅킹 망도 이용 가능하다. 은행수수료가 저렴해 가맹점 수수료율이 펌뱅킹 대비 낮아진다.

전자결제수단별 구조 비교



자료: 신한투자증권

III. 기존 사업 동향 및 전망

- **간편현금결제: 돌아온 대형 가맹점, 수익성 개선 기대**
- **PG: 레벨 다운되었지만 성장은 지속 전망**
- **가상계좌: 가늘고 길게, 지금처럼만**

1. 간편현금결제: 돌아온 대형 가맹점, 수익성 개선 기대

1) 오픈뱅킹으로 떠났던 그들이 돌아올 수 밖에 없었던 이유

오픈뱅킹은 은행수수료가 저렴한 것이 장점이나 여러 한계점 부각

2019년 10월 오픈뱅킹이 시행됐다. 펌뱅킹을 이용하던 대형 가맹점들이 오픈뱅킹으로 이탈했다. 정부 주도(금융결제원)로 운영되는 오픈뱅킹의 은행 수수료가 펌뱅킹 대비 훨씬 저렴한 것이 이유였다.

대형고객사 이탈로 펌뱅킹 기반인 2019~2020년 간편현금결제의 매출 성장세는 주춤했다. 하지만 2021년부터 펌뱅킹으로 복귀하는 움직임이 시작됐다. 올해를 기점으로 대형사 상당수가 복귀했다.

펌뱅킹 복귀 주요 요인:
1) 예약 이체 기능
2) 대용량 트래픽 처리 능력
3) 펌뱅킹 은행수수료 인하

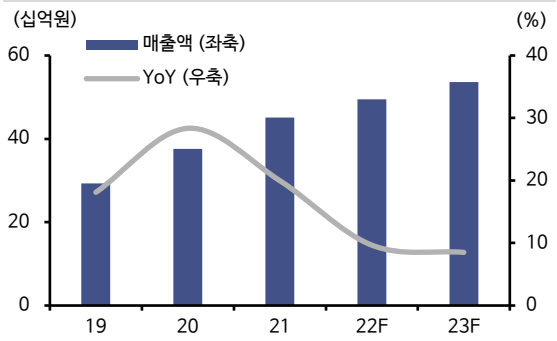
왜 그들은 오픈뱅킹 수수료가 더 저렴함에도 복귀했을까? 1) 펌뱅킹과의 구조적 차이로 인한 제한적인 용도와 거래 안정성에서의 문제 발생, 2) 은행의 펌뱅킹 수수료 인하 때문으로 알려져있다.

i) 펌뱅킹과의 구조적 차이

오픈뱅킹은 즉시 이체만 가능하다. **예약 이체**는 펌뱅킹만 가능하다. 구독형 서비스가 늘어나는 환경을 고려시 예약이체 기능은 필수다.

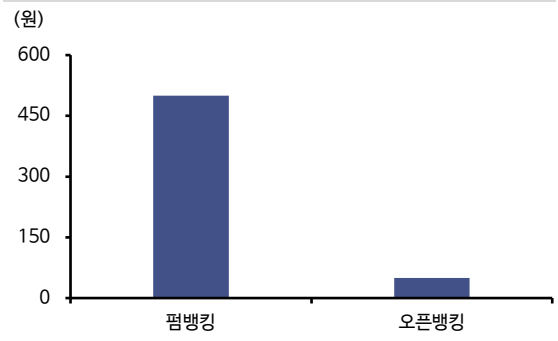
대용량 트래픽 처리 능력은 펌뱅킹에 비해 떨어진다. 종종 대형 플랫폼에서 거래가 지연된다. 오픈뱅킹 망의 유지·보수를 담당하는 금융결제원에서 해결해야 하나, 공공조직의 특성상 빠르게 해결되지 못하는 상황이다.

간편현금결제 매출 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

오픈뱅킹 도입 초기 vs. 펌뱅킹 은행수수료 비교



자료: 언론 보도, 신한투자증권

ii) 펌뱅킹 수수료 인하 합의

은행수수료 인하 합의로 펌뱅킹 복귀 시작

대형 가맹점은 대부분 은행과 직접 중계 계약을 맺는다. 트래픽을 감당할 수 있는 인력은 자체적으로 확보할 수 있기 때문이다. 오픈뱅킹을 이용하는 가장 큰 유인은 저렴한 수수료였다. 하지만 대형 플랫폼과 은행 간 펌뱅킹 은행수수료 인하 합의로 대형 가맹점 복귀의 초석이 되었다.

방치하기에는 아까운 펌뱅킹 망

은행의 펌뱅킹 수수료 인하 배경은 ①수수료원 다각화 및 ②외형 확대이다. 일차적으로 구축해두었던 펌뱅킹 망을 활용해 수수료 수익을 내기 위함이고, 이차적으로는 수수료의 외형 확대가 목적이다.

펌뱅킹으로 매출의 외형 확대 추구

특히 ②수수료 외형 확대 유인이 크다. 은행은 오픈뱅킹 운영분담금을 지불해야한다. 이미 저렴한 오픈뱅킹 수수료에 운영분담금 등의 부수적인 비용을 차감하면 마진은 미미하다. 펌뱅킹 수수료를 인하하더라도 펌뱅킹 망을 유지하여 비교적 높은 수수료 받는 것이 외형 성장 측면에서 유리하다.

2) 간편현금결제를 사용하는 이유

i) 판매자 입장

가맹점에게는 낮은 수수료율과 빠른 정산이 장점

판매자(플랫폼·핀테크 기업, 가맹점)가 간편현금결제를 사용하는 이유는 ① 타 결제수단 대비 낮은 수수료율과 빠른 정산 주기, ② 결제 안정성 획득이다. 전자결제에서 가장 큰 비중을 차지하는 신용카드 전자결제는 가맹점이 PG사에 납부하는 수수료율이 약 3.4%다. 간편현금결제는 약 2%로 더 저렴하다.

비용 절감분은 0.5~3%의 추가 포인트 등 인센티브로 구매자에게 지급해 유인을 제공한다. 정산주기도 신용카드 전자결제가 영업일 기준 D+4 전후인 것에 비해 당일 정산으로 더 빠른 것이 장점이다.

다양한 결제 수단 확보는 유사시에도 결제가 가능하기 위해 필수

판매자 입장에서 결제 안정성은 중요한 이슈이다. 구매자들이 특정 결제수단 이용이 불가능해도 판매는 이루어져야하므로 여러 종류의 결제수단이 제공된다. 때문에 'OO페이'의 형태로 간편현금결제를 다수의 플랫폼에서 제공하고 있다.

ii) 구매자 입장

소비자에게는 현금 기반 높은 소득 공제율과 사용시 인센티브가 장점

구매자가 간편현금결제를 사용하는 이유는 ① 현금기반 결제에 따른 높은 소득공제율, ② 판매자의 인센티브 제공이다. 소득공제율은 신용카드가 15%인 반면 체크카드나 현금영수증에 대해서는 30%를 제공 중이다. 판매자가 제공하는 추가 포인트 지급 인센티브도 간편현금결제 사용 요인이다.

3) 간편현금결제 구조

중계는 원가 발생 X
재판매는 원가 발생 O

간편현금결제의 수익구조는 2가지 형태(중계, 재판매)다. 중계는 가맹점이 은행과 직접 펌뱅킹 계약을 맺고 정산한다. 헥토파이낸셜은 중간에서 데이터 송수신 등을 처리하고 용역수수료를 가맹점에게 받는다. 중계는 각 은행들과의 개별 계약을 통해 인프라를 구축해야하므로 가맹점의 비용 부담이 크다. 그래서 중계의 대부분은 대형 가맹점이 차지한다.

재판매는 가맹점이 헥토파이낸셜과 계약을 맺는다. 헥토파이낸셜이 가맹점으로부터 정산 요청이 들어온 거래대금을 은행으로부터 수수료를 차감하고 받는다. 그 후 가맹점으로부터 가맹점 수수료를 받고 거래대금을 넘겨주는 구조다. 따라서 중계는 원가가 거의 발생하지 않기 때문에 마진율이 더 높은 반면, 재판매는 원가가 발생해도 마진 규모(매출)를 더 크게 가져올 수 있다는 장점이 있다.

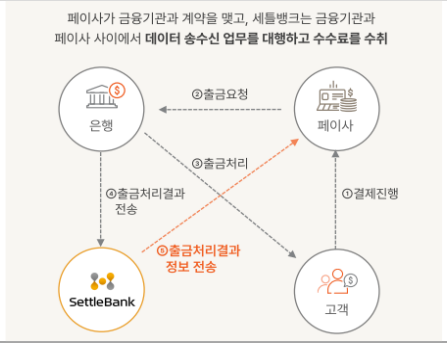
4) 23F 매출액 537억원(+8.5% YoY), GPM 44.6%(+0.6%p YoY) 전망

중계 계약 중심
대형 가맹점 복귀로
마진율 개선 기대

대형 가맹점 복귀 영향으로 주춤했던 간편현금결제의 매출은 2022년에 예년 수준까지 회복됐다. 대부분의 대형 가맹점이 복귀하여 2020~2021년과 같은 성장률을 2023년에도 기대하기는 어렵다. 10% 전후의 성장률 유지를 예상한다.

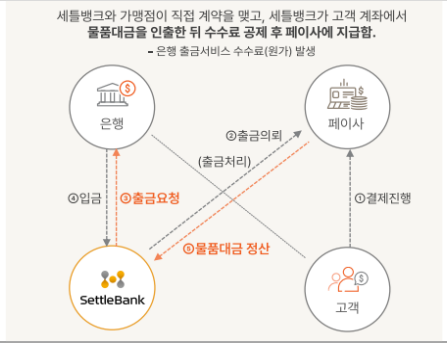
GPM은 대형 가맹점 복귀로 중계 매출 비중이 확대되며 2021년부터 개선세를 유지 중이다. 2023년에도 대형 가맹점의 추가적인 복귀를 가정해 개선세는 지속될 전망이다. 2023년 기준 GPM은 전년 대비 0.6%p 개선된 44.6%로 예상한다.

간편현금결제 중계 구조



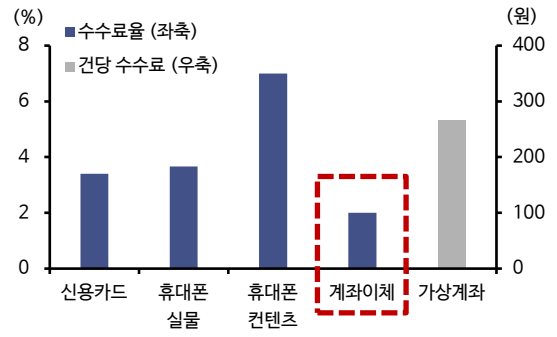
자료: 회사 자료, 신한투자증권

간편현금결제 재판매 구조



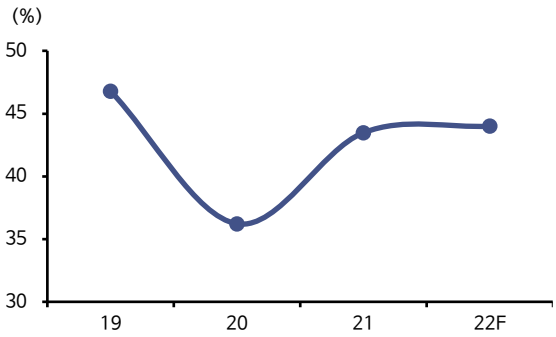
자료: 회사 자료, 신한투자증권

PG사의 가맹점 수수료율



자료: PG 3사 회사 자료, 신한투자증권

간편현금결제 GPM 추이



자료: 신한투자증권

2. PG: 레벨 다운되었지만 성장은 지속 전망

1) 팬데믹에서 기인한 시장 성장세는 정상화되겠으나 견조한 수준 유지 예상

전자결제가 확대되는 추세는 지속 예상

팬데믹을 거치면서 신용카드 전자결제가 급증했다. PG 매출 대부분이 신용카드로 구성되어 직접적인 수혜를 봤다. MS가 미미한 영향으로 전체 시장 대비 적은 규모임에도 시장 성장률을 상회하는 성장률을 기록했다.

매크로 환경 변화로 온라인 소비의 위축은 명확하다. 규모 성장은 제한적이다. 하지만 신용카드 전자결제의 비중은 확대될 수 있다. 소비 그 자체와는 다르기 때문이다. 전자결제를 경험한 유저들이 다시 이전으로 돌아갈 유인은 없다.

2) 수익성 추구보단 전(全)결제수단 서비스 제공 차원에서의 접근 필요

i) 카드사의 수수료율 인상에 따른 마진율 하락 불가피

수익성은 중장기적으로 더 하락할 개연성 존재

지난 7월, 카드사와 PG업계는 수수료율 인상에 합의했다. 카드사 수수료율은 기존 2.2% 전후에서 2.25~2.30%로, 업체에 따라 2~4bp 인상 예정이다. 추후 가맹점 수수료로 전가돼 마진 규모는 영향이 없으나 마진율 하락은 불가피하다.

ii) 타 결제수단 대비 낮은 마진율 감안 시 수익성보다는 외형 성장에 중심

낮은 마진율과 M/S에도 불구하고 사업을 지속하는 배경에는 빠른 매출 성장이 목적

신용카드 전자결제 마진율은 타 결제수단 대비 낮다. 언론보도에 따르면 PG사들의 가맹점 수수료는 3.0~3.4%, 평균 카드사 수수료는 2.2% 전후에서 형성된다.

2021년 PG 사업 GPM은 8.9%로 간편현금결제 44.9%, 가상계좌 65.8% 대비 현저하게 낮다. PG 매출 확대로 수익성보다는 외형 성장에 무게 중심이 있다.

마진율이 높은 휴대폰 소액결제 서비스(가맹점 수수료율 4%~7%)를 시작해 중장기적으로 PG사업의 GPM이 개선될 개연성이 있다.

iii) 결제 패키지 제공을 통한 점유율 확보가 목표

전자결제 중 가장 큰 비중을 차지하는 신용카드는 필수적인 결제 수단

신용카드 전자결제는 결제사업자에게 중요하다. 가맹점은 고객들의 결제수단이 제한적인 것을 원치 않는다. 유사 시 결제가 마비되는 것을 방지하기 위해 다수의 결제수단을 제공한다.

신용카드 전자결제는 결제수단 중 가장 큰 거래 비중을 차지하는 점을 고려시 필수적으로 제공해야할 서비스다. 신용카드와 함께 다수의 결제수단을 패키지로 제공하여 상품 믹스별 다양한 수수료 정책 운영을 기대 가능하다.

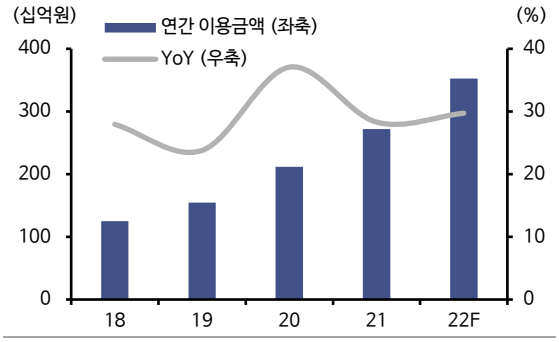
3) 23F 매출액 546억원(+27.2% YoY), GPM 11.2%(+0.1%p) 전망

중장기적으로
휴대폰 소액결제로
PG 마진율 개선 기대

매크로 영향으로 성장세가 이전보다는 제한적일 것으로 예상한다. 카드사 수수료 인상으로 마진율 하락도 불가피하다. 그러나 전자결제로의 결제 패러다임 변화로 성장의 여지는 충분하다.

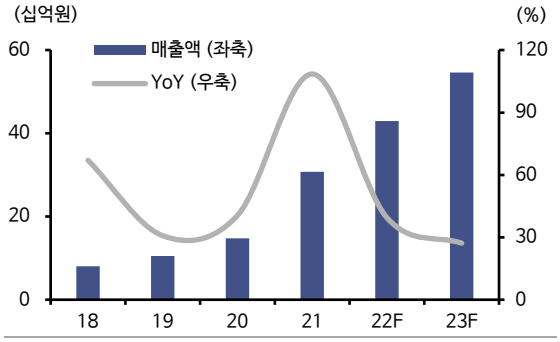
최근 개시한 휴대폰 소액결제는 신용카드 전자결제 대비 마진율이 좋다. 7% 전후의 높은 수수료율에 기반해 외형 성장 기여 및 마진율 개선을 기대한다. 중장기적인 M/S를 확보로 매출성장을 이뤄 수익성 제고에 기여할 것으로 전망한다.

국내 신용카드 PG 이용금액 추이 및 전망



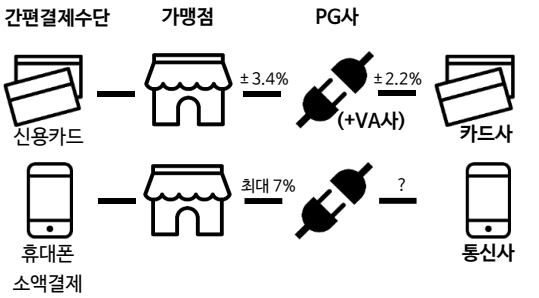
자료: 한국은행, 신한투자증권 추정

PG 매출 추이 및 전망



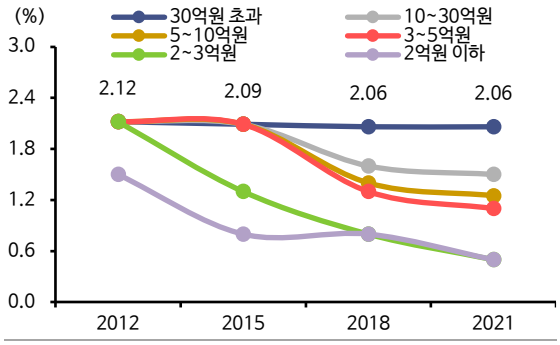
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

PG 사업 구조



자료: 언론 보도, 신한투자증권

가맹점 매출규모 별 카드사 수수료율 추이 (원가)



자료: 언론 보도, 신한투자증권

3. 가상계좌: 가늘고 길게, 지금처럼만

1) 매년 꾸준하게 성장해온 캐시카우

강하진 않으나 꾸준한 성장세

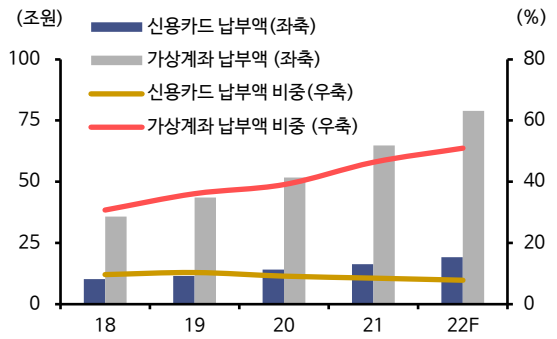
2000년 설립 최초부터 영위해온 서비스다. 높은 시장 지배력(MS 약 67%)을 바탕으로 매년 한자릿수 성장을 지속했다. 주요 사업부문(간편현금결제, PG, 가상계좌) 중 가장 높은 GPM(2021년 기준 67.2%)을 보이는 안정적인 캐시카우다.

가상계좌 거래금액은 꾸준하게 증가하는 추세다. 지속적인 매출 성장의 근거다. 정확한 시장 규모는 알 수 없으나 국세 납부수단별 추이 및 가상계좌PG 이용금액 추이에서 간접적으로 방향성이 확인된다.

가상계좌를 이용하는 국세 납부는 꾸준히 증가하고 있다. 2021년 기준 가상계좌 납부액은 64.8조원으로 전체 납부액의 17.4%를 차지하고 있다. 2018년 기준 35.8조원(비중 9.8%) 대비 81%(비중 +7.6%p) 증가한 수치다.

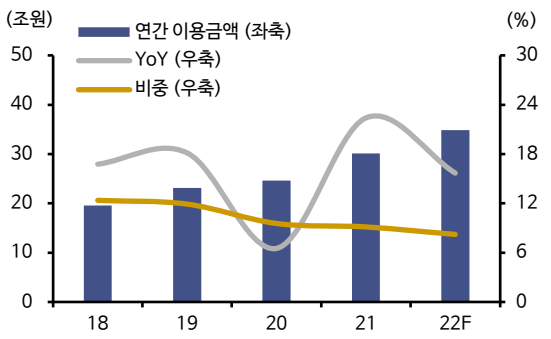
가상계좌 전자결제의 연간 이용금액은 2021년 기준 30.1조원(전체 PG 이용금액 대비 가상계좌 비중 9.1%)이다. 2018년 기준 19.6조원(비중 12.4%) 대비 54.1%(비중 -3.1%p)증가했다. 신용카드 전자결제 이용금액의 빠른 증가로 비중은 하락했으나, 가상계좌 규모의 성장세는 견조하다.

국세 납부 시 가상계좌 이용금액 추이 및 전망



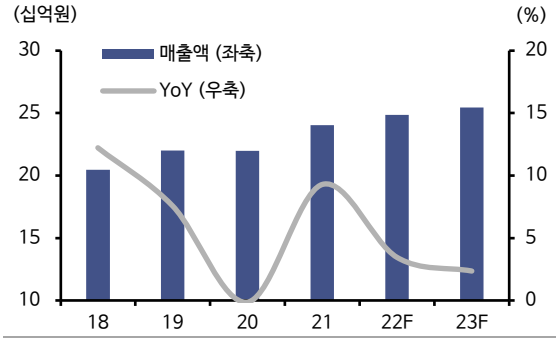
자료: 국세청, 신한투자증권 추정

가상계좌 PG 이용금액 추이 및 전망



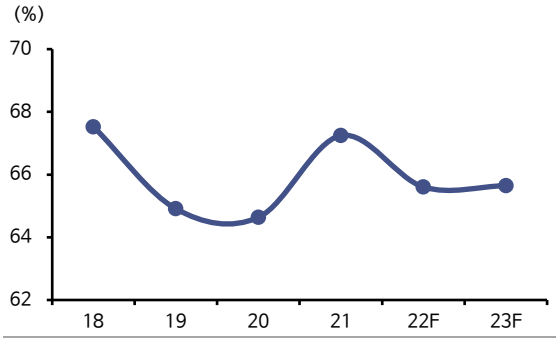
자료: 한국은행, 신한투자증권 추정

가상계좌 매출 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

가상계좌 GPM 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

2) 23F 매출액 255억원(+2.4% YoY), GPM 65.8%(+0.1%p) 전망

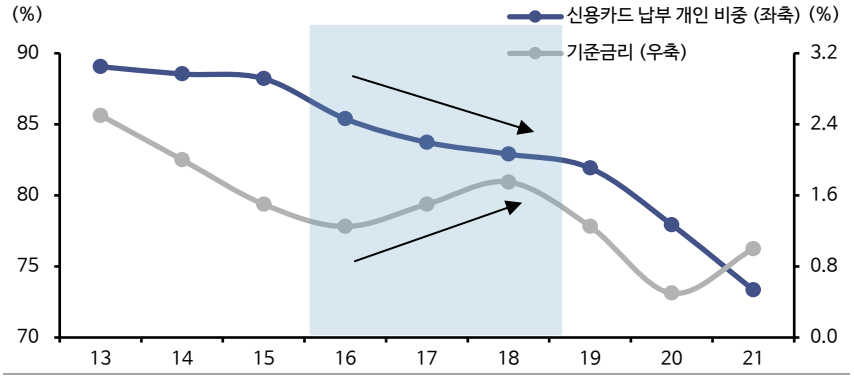
납부 수수료가 없는 점은 이용 유인으로 작용

국세 납부에 신용카드를 이용할 시 수수료는 20년 기준 약 0.8%다. 반면 가상계좌는 수수료가 없다. 신용카드 수수료 부담을 정부가 아닌 납세자가 지는 한 가상계좌 납부 유인은 유효하다.

금리 인상으로 신용카드 할부 이용 유인이 있을 수 있으나 역사적으로 금리와 개인 신용카드 납부 비중 추이를 비교 시 금리와 무관하게 개인의 신용카드 납부 비중은 감소해왔다.

다만 ① 신용카드 대비 비주류 결제수단인 점, ② 가상자산 거래소 향 가상계좌 이용량 증가가 한시적이었던 점을 감안 시 강한 성장을 기대하기에는 제한적이다. 23F 매출액 255억원(+2.4% YoY), GPM 65.8%(+0.1%p)을 전망한다.

신용카드 국세 납부 개인 비중과 금리 추이 비교



자료: 국세청, QuantiWise, 신한투자증권
주: 신용카드 납부 개인 비중은 신용카드 세목별 건수 중 종합소득세와 부가가치세 합산한 비중

IV. 신 사업 – 데이터 API 산업 동향 및 전망

- **마이데이터 사업 수혜, 높은 성장세 시현 중인 데이터 산업**
- **데이터 API를 통한 표준화는 마이데이터 사업의 필수 요소**
- **구조적 성장으로 데이터 API 수요의 빠른 증가 기대**

1. 데이터 산업: 흐름에 몸을 맡겨

1) 마이데이터 사업 수혜, 높은 성장세 시현 중인 데이터 산업

데이터 API 산업은 23F 매출 기준 규모 750억원 (+38.8% YoY)

자회사 코드에프의 데이터 API 사업 2023년 예상 시장 규모는 750억원(+38.8%, YoY)이다. 규모는 작으나 고성장세다. 코드에프의 2023년 매출은 base 시나리오 기준 성장률 35%를 적용했다. 매출은 54억원, 순이익 8.7억원을 전망한다.

코드에프는 마이데이터 사업자다. 마이데이터 사업은 오픈뱅킹에서부터 정책적 기조가 이어져온 결과다. 정부 주도 데이터 산업 육성 정책이 추진으로 중장기적인 동력이 기대된다. 관련된 주요 개념부터 자세하게 살펴보겠다.

i) 마이데이터 의의

마이데이터는 데이터 주권이 기업에서 개인으로 이동하는 패러다임

마이데이터는 정보주체인 개인이 데이터에 대한 권리를 가지고 의지대로 관리하는 패러다임을 의미한다. 개인 데이터를 다루는 방식은 개별 API → 플랫폼 → 마이데이터의 순서로 발전했다.

개별 API 모델은 제각기 거미줄의 형태로 연결되어 복잡하다. 낮아진 사용자 편의성을 보완해 플랫폼 모델이 등장했다. 개인의 데이터가 소수의 플랫폼에 집중되면서 관리가 편해졌다.

플랫폼 모델은 기업에게 데이터 주권이 있다는 한계가 있다. 이에 개인의 데이터 주권을 회복한 마이데이터 모델이 등장한다. 개인이 주도적으로 공유 대상을 선정해 데이터를 이동시킨 후 원하는 서비스를 이용할 수 있게 된 것이다.

코드에프 2023F 시나리오 분석

(십억원, %, 천주, 원)	Bear	Base	Bull
매출액	4.8	5.4	6.0
YoY	20	35	50
영업이익	1.0	1.1	1.2
OPM	20	20	20
법인세율	20	20	20
당기순이익	0.8	0.9	1.0
발행주식수	9,453	9,453	9,453
EPS 기여분	60	68	76
EPS 변동률	(0.5)	0.0	0.5

자료: 회사 자료, 신한투자증권 / 주: EPS 기여분은 코드에프 지분율 74% 기준으로 산정

ii) 마이데이터 사업 구조

마이데이터 사업의 구조는 간략하게 고객→정보제공자→마이데이터 사업자→고객으로 볼 수 있다. 개인 데이터를 보유한 정보제공자(은행, 증권사, 통신사 등)가 고객의 요청에 따라 마이데이터 사업자에게 데이터를 전송한다.

마이데이터 사업자는 수신된 데이터를 바탕으로 고객이 원하는 서비스를 제공한다. 현재의 마이데이터 사업 진척 수준에서 경험할 수 있는 대표적인 서비스는 소비나 자산내역 등을 바탕으로 분석한 맞춤형 카드·대출 추천이 있다.

개인 데이터 관리: 개별 API·플랫폼 모델



API 모델
개인의 데이터 통제권 ▲
사용자 편의성 ▼

플랫폼 모델
개인의 데이터 통제권 ▼
사용자 편의성 ▲

자료: Poikola et al. (2014), 신한투자증권

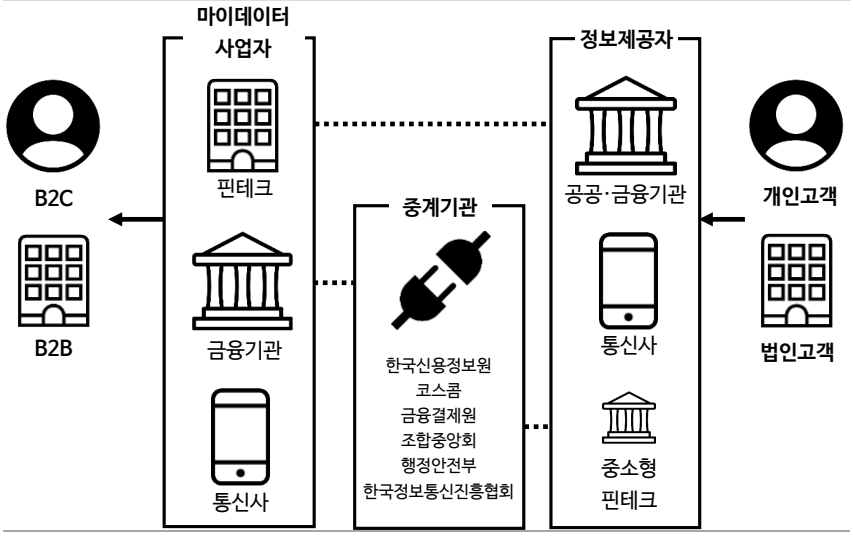
개인 데이터 관리: 마이데이터 모델



마이데이터 모델
개인의 데이터 통제권 ▲
사용자 편의성 ▲

자료: Poikola et al. (2014), 신한투자증권

마이데이터 서비스 구조



자료: 신한투자증권

iii) 마이데이터 사업자는 어떻게 돈을 버는가?

일반적인 조회 기반의 고유업무로는 수익 창출 거의 불가능

마이데이터 사업자의 업무 범위는 3가지(고유·부수·겸영)다. 이 중 고유업무는 단순 조회 서비스에 불과하기 때문에 **실질적인 수익은 부수 및 겸영 업무에서 창출**된다. 겸영 업무는 요즘 흔히 볼 수 있는 개인 데이터 분석을 통한 맞춤 상품 추천 등이 예시이다. 이때의 커미션이 수익원이다.

부수 업무는 대표적으로 데이터 판매 및 중개 업무 등이 있다. 다양한 출처의 데이터를 취합하거나 분석해서 데이터 바우처·데이터 API 등의 형태로 제공하고 수수료를 받는다. 올해 5월 코드에프를 인수하며 확장한 데이터 신사업이 바로 이 데이터 API 사업이기 때문에 집중해서 다루고자 한다.

마이데이터 사업자의 업무 범위

구분	업무범위
고유업무	본인 신용정보 통합조회 서비스 제공 * 예금계좌 입출금, 신용·직불 카드 거래내역, 대출금 계좌, 보험계약, 증권계좌 등
부수업무	정보관리 및 데이터 산업 관련 업무 * 개인신용정보 관리, 데이터 분석 및 컨설팅 업무, 금융상품에 대한 광고·홍보· 컨설팅, 가명정보나 익명처리한 정보를 이용·제공하는 업무 · **데이터 판매 및 중개업무** 등
겸영업무	자산관리 등 부가서비스 제공을 위한 금융업무 * 대출의 중개 및 주선 업무, 온라인 투자연계 업무 등

자료: 금융위원회, 한국신용정보원, 신한투자증권

마이데이터 플랫폼에서 조회 가능한 본인 정보

상품	예시
예금·대출	월납입액, 금리, 만기일, 대출잔액, 상환일, 이자 등
카드	결제내역, 포인트, 청구금액, 할부정보, 카드대출 정보 등
투자상품	거래단가, 잔액, 매입금액, 계좌상태, 예수금, 세제혜택 등
지급결제	간편결제·송금, 전자화폐 충전금액, 포인트, 구매항목 등
보험	보험 만기일, 납입금액, 소액결제 내역 등
통신	통신료 납부내역, 송액결제 내역 등
공공정보	행안부, 국세청 등의 국세·지방세 납부정보, 전기·수도 납부정보, 건강보험, 국민연금 등 연금에 관한 정보로 보험료 납부정보 등 공공부분의 신용정보

자료: 금융위원회, 한국신용정보원, 신한투자증권

2) 데이터 API를 통한 표준화는 마이데이터 사업의 필수요소

i) 데이터 API가 마이데이터 사업에서 중요한 이유

데이터 API는 마이데이터 사업의 기초단위

마이데이터 사업자는 의무적으로 데이터 API로만 개인 데이터 송·수신이 가능하다. 데이터 API가 마이데이터 사업의 인프라를 구축하는 필수 요소인 것이다. 이전에는 주로 스크래핑 방식으로 데이터를 획득했으나, 데이터 API 방식이 보안성과 효율성에서 우위이기 때문에 중장기적으로 확대될 전망이다.

ii) 시장 현황

과점시장이지만 팔로워들의 인수·합병을 통해 새로운 국면 가능성 有

데이터 API 산업의 시장규모(매출액 기준)는 22F 기준 약 541억원(YoY +49.1%)로 아직 크지 않은 수준이다. 주요 플레이어는 4개 기업이다. 쿠콘, 헥토파이낸셜(자회사 코드에프), 기웅정보통신(비상장), 인포텍(비상장)이 있다.

쿠콘이 시장의 65~70%를 차지하고 있는 과점 시장이다. 시장에서는 경쟁 구도 재편 움직임이 관측됐다. 코드에프가 헥토파이낸셜에 인수되었고, 케이에스넷이 인포텍을 인수 후 VAN 사업부를 물적분할해 하이픈으로 사명 변경했다.

iii) 매출 구조

초기 비용 제외 시 추가 비용이 발생하지 않아 높은 마진율 시현 가능

데이터 API 사업은 마진율이 높다. 매출은 초기 구축료+데이터 정액제/종량제로 구성되고, 초기 구축 비용을 제외 시 추가적인 유지·보수 비용이 발생하지 않는다. 두터운 고객층을 확보하는 것이 중요하다.

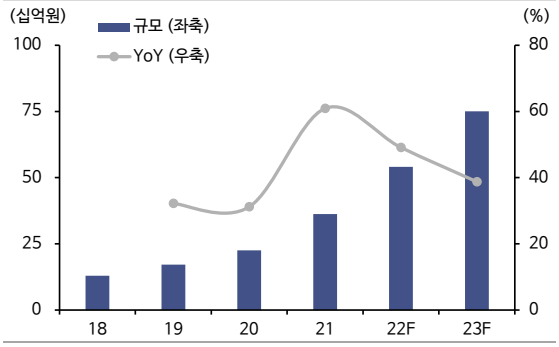
중장기적으로 영업채널이 안정화되고 고객이 누적될수록 마진율이 좋아진다. 경쟁사 쿠콘의 데이터 부문의 영업이익률이 2019년 24.1%에서 2021년 39.8%로 빠르게 증가한 것으로 확인 가능하다.

데이터 획득 방식 (스크래핑 vs. API)

	스크래핑	API	API 장점
고객 인증	이용자가 인증정보를 핀테크업체 서비스에 입력하고, 업체는 인증정보를 저장하고 필요한 서비스 접속 시 활용	필요한 서비스에 이용자가 직접 로그인하고 필요한 접근권한을 부여 후 허용	인증주체가 핀테크업체이서 정보주체인 이용자로 변경되므로, 이용자가 정보접근권을 가지기 때문에 스스로 통제 용이
정보 처리	인터넷 스크린에 보여지는 데이터 중 필요 데이터 추출	필요한 서비스에서 제공한 API를 이용하여 접근이 허용된 필요정보를 수신	정보주체가 원하지 않는 정보수집 자체를 차단 가능, 정보 접근 통제 용이하고 보안 대책 추가 강화 가능
표준화	각 서비스의 임의 출력내용을 각각 추출하는 방식으로 표준화 불가	API 및 데이터 포맷에 대한 표준화 가능	- 신생 핀테크업체가 표준화된 API를 사용하여 정보수집이 가능해 시장 진입 용이, 경쟁촉진 및 혁신 성장 지원 가능 - 스크래핑 프로그램 및 웹사이트 구성환경 변화에 따른 유지보수 비용 절감 가능
정보 보호· 보안	중요정보(ID·PW) 직접 저장 관리	중요정보 대신 허용권한 증표(Token) 관리	고객의 중요정보를 저장관리하지 않고 API를 통해 전송하므로 정보유출 등 보안위험 감소

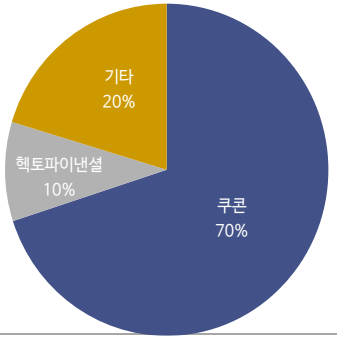
자료: K-Data, 마이데이터 서비스 안내서 (2020), 신한투자증권

데이터 API 산업 규모 추이 및 전망



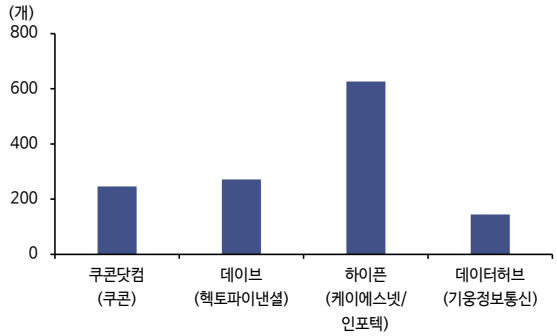
자료: 각 사, 신한투자증권 추정
주: 쿠콘, 헥토파이낸셜 매출 추정치·점유율을 바탕으로 추정

데이터 API 산업 시장점유율(2021년) 현황



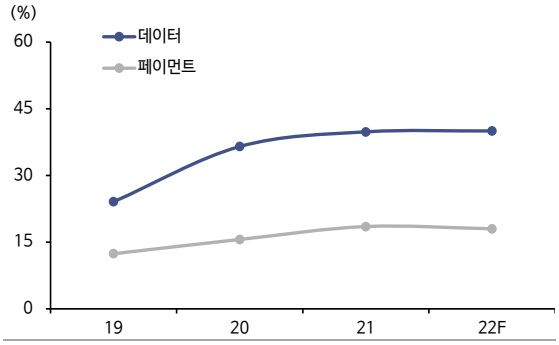
자료: 언론 보도, 신한투자증권 추정

주요 데이터 스토어별 제공 개별 API 상품 수 비교



자료: 각 사, 신한투자증권
주: 값이 별도 자료로 제공되지 않는 기업은 홈페이지에 노출된 API 상품 수를 참고했기에 오차 발생 가능

쿠콘 부문별 영업이익률 추이



자료: 쿠콘, 신한투자증권

2. 산업의 구조적 성장 전망

1) Quantity: 데이터 API 수요는 빠르게 증가할 전망

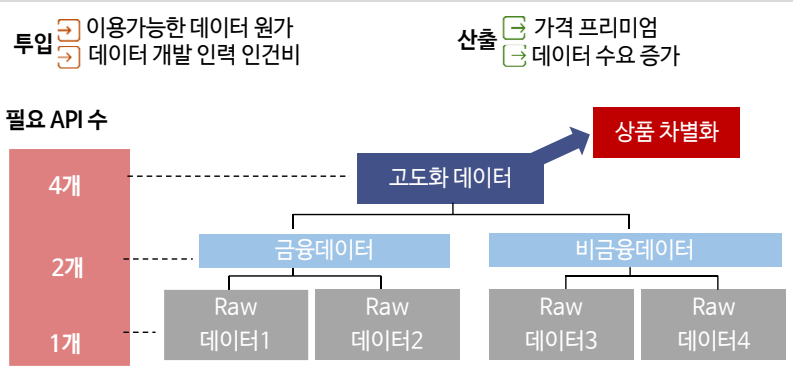
데이터 고도화를 위해 다양한 데이터의 분석·결합 필요

매출이 트래픽에 비례하는 구조이다. 데이터 API 수요가 산업 성장을 이끌 전망이다. API 수요는 상품 고도화로 빠르게 증가할 예정이다. 단순한 상품을 제공하기 위해 필요한 데이터의 가짓수는 많지 않다. 고도화될수록 다양한 데이터 간 결합이 필요해진다. 고도화 수준이 향상되기 위해 기존의 상품들이 중첩되고 새로운 데이터까지 필요해지면 데이터 수요는 기하급수적으로 늘어난다.

고도화될수록 필요한 데이터는 기하급수적으로 증가 예상

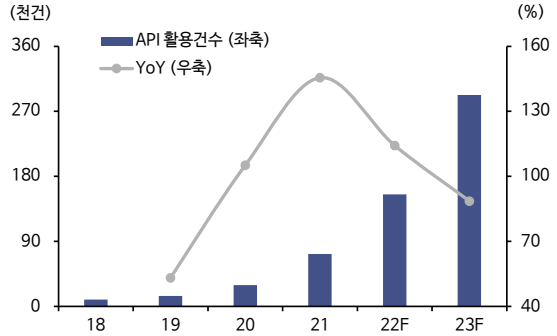
지난 4월 정부는 향후 마이데이터 사업자 신규 허가 심사 방향에 대해 단순 데이터 중개·매매만 하는 사업자는 승인하지 않을 것이라 발표한 바 있다. 유통되는 데이터를 활용해 고도화 상품·서비스를 개발하도록 유도하기 위함으로 해석된다. 상품 고도화는 API 수요를 수반할 수밖에 없다. 다만 원할한 상품 연구를 위해 마이데이터 사업자에게 다양한 분야와 깊이있는 데이터가 제공돼야 한다.

데이터 상품 고도화에 따른 API 활용건수 증가



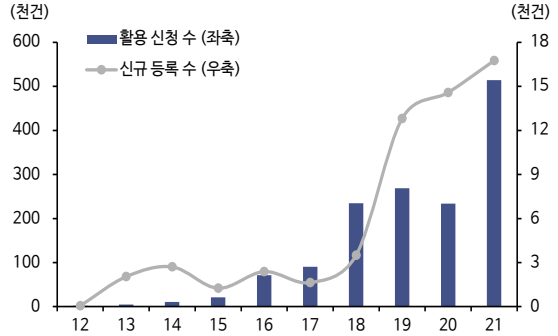
자료: 신한투자증권

데이터 API 활용건수 추이 및 전망



자료: 각 사, 신한투자증권 추정

공공데이터 API 활용 신청 수 추이



자료: 행정안전부, 신한투자증권

데이터 산업 활성화를 위해 정부는 점진적 규제 완화를 추친 중

데이터 API 사업자의 비즈니스 모델은 1) 유통 및 중개, 2) 데이터 결합이다. 이미 유통 및 중개에 따른 트래픽은 마이데이터 사업 개시로 빠르게 성장하는 중이다. 데이터 결합은 점차 규제가 완화되며 힘을 불어넣을 준비를 하고 있다.

1) **유통 및 중개**는 현 수준에서의 비교적 단순한 데이터의 교환만으로도 트래픽이 빠르게 늘어나고 있다. 9월말 기준 마이데이터 일평균 API 전송건수는 3.8억건으로 1월말 2.7억건 대비 40.7% 증가했다.

정부에서도 지속적으로 다양한 데이터 개방을 추진하고 있어 수요처도 다양해질 전망이다. 데이터의 다양성은 데이터 결합 수요와도 관련이 있는 만큼 데이터의 유통 및 중개는 상품 고도화를 위한 기틀이 될 것으로 예상한다.

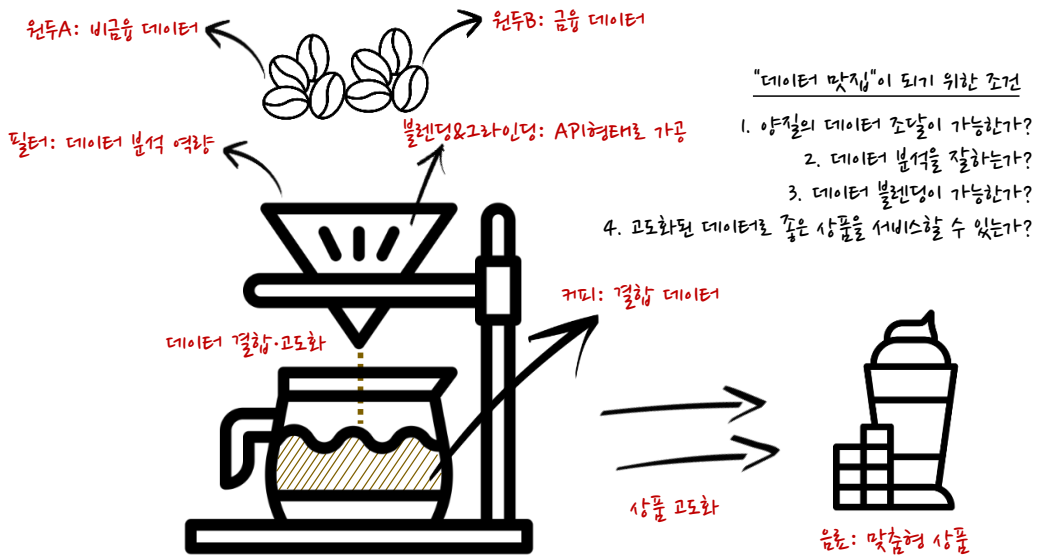
장기적인 핵심 역량은 데이터 결합이 될 것

2) **데이터 결합**은 라이선스 기반 사업으로 지정된 데이터전문기관과 결합전문기관 외에는 직접 결합이 불가능하다. 데이터전문기관은 '금융+금융' 및 '비금융+금융' 데이터결합을 수행한다.

그간 개인 정보가 포함된 데이터를 다루었기 때문에 규제의 적용을 많이 받았다. 이에 정부는 데이터 결합 활성화를 목적으로 규제 완화를 추진 중이다. 대표적으로 다음 3가지가 있다.

i) 데이터전문기관 민간 개방: 지난 9월부터 데이터전문기관 지정 심사가 진행중이다. 기존 데이터전문기관은 한국신용정보원, 금융보안원, 국세청, 금융결제원 4곳이었다. 이번 지정심사를 통해 민간 기업이 추가로 지정될 예정이다.

데이터 API 사업과 커피 드립 간 비유



자료: 신한투자증권

쿠콘, LG CNS, 삼성 SDS, 신한은행, 신한카드, 삼성카드, 비씨카드, 통계청이 신청했다. 데이터전문기관으로 지정될 시 결합 요청을 받은 데이터를 직접 활용하거나 결합 수행으로 수수료를 받는 이점을 가진다.

직접 데이터를 보유치 않아도 데이터 결합 가능

ii) 데이터이용기관 결합 요청 허가: 데이터 보유기관 외 데이터 이용기관에서도 데이터 결합 신청이 가능하도록 규제가 완화됐다. 데이터를 보유하고 있지 않더라도 다양한 데이터를 활용할 수 있다. 좋은 아이디어나 분석력을 갖고 있지만 데이터를 확보할 고객층이 없는 핀테크에게 좋은 기회가 될 전망이다.

가명 데이터의 일부를 결합 목적으로 사용시 동의 없이 활용 가능

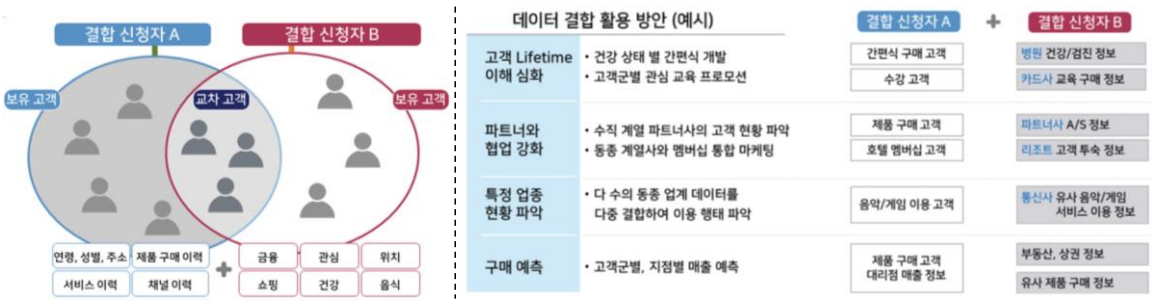
iii) 샘플링 데이터 미동의 활용 허가: 데이터 결합을 위해 전체 데이터 중 일부만 샘플링 시 해당 가명 데이터 정보주체의 동의없이 활용 가능하게 규제가 완화됐다. 그간 가장 큰 장벽은 정보 주체의 활용 동의였다. 데이터 분석·결합 시 정보주체의 동의가 필수이던 이전 대비 데이터 결합 접근성이 향상됐다.

가명정보 개념

구분	개념	예시	특징
개인정보	특정인에 관한 정보로서 식별가능한 정보	홍길동, 990909-1234567 010-1234-5678 서울 도봉구 방학로 4길 google@gmail.com 통신요금 76,500원, 기관지염	- 개인별 차별화, 맞춤형 서비스 제공 가능 - 사전 동의 한정 활용 가능
가명정보	**추가 정보의 사용 없이는 특정 개인을 알아볼 수 없게 조치한 정보**	**홍**, **99년생, 남성** **서울 도봉구 *** **** ******@gmail.com 통신요금 76,500원, 기관지염**	**- 통계작성, 과학적 연구, 공익적 기록 보존 恨 미동의 활용 가능 (상업적 통계, 산업 목적 연구 가능)**
익명정보	식별(복원) 불가능하게 조치한 정보	20대, 남자 통신요금 76,500원, 기관지염	- 개인정보 보호법의 적용 대상이 아니므로 미동의 활용 가능

자료: 개인정보위원회, 신한투자증권

데이터 결합 방법 및 활용 방안



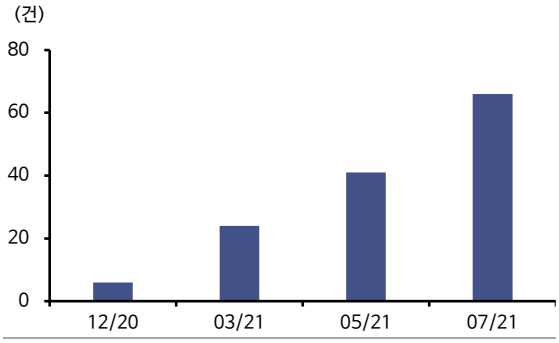
자료: 개인정보위원회, 신한투자증권

국립암센터 가명정보 결합 시범사례



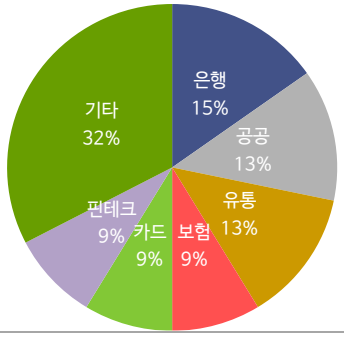
자료: 개인정보위원회, 신한투자증권

가명정보 데이터 결합 건수



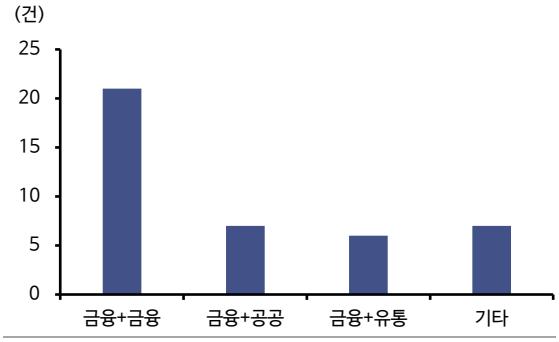
자료: 금융위원회, 신한투자증권

결합 참여 기업 비중 (2021년 5월)



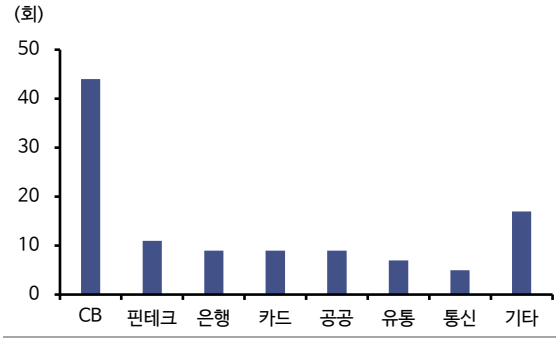
자료: 금융위원회, 신한투자증권 / 주: 전체 46개 기업 기준

결합 분야 건수 (2021년 5월)



자료: 금융위원회, 신한투자증권

기업별 결합 참여 횟수 (2021년 5월)



자료: 금융위원회, 신한투자증권

2) Price: 단기적으로 하락하겠으나 중장기적으로 반등 가능성 有

활용 API 당 수수료는 하락하는 모습이다. 과점 시장인 탓에 전반적인 수수료 레벨이 높았다. 시장의 성장으로 경쟁 강도가 강해지면서 전체적인 레벨은 하락 추세이다. 하락폭은 점차 줄어드는 것으로 보아 적정 가격대를 찾아가는 과정인 것으로 판단한다.

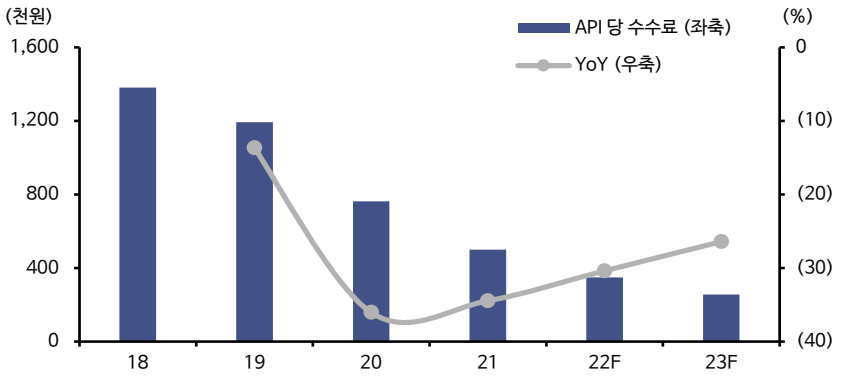
이전까지의 계약 형태는 정액제 비중이 높았다. 매출이 트래픽과 비례하지 않았다. 수요 증가 수혜를 그대로 받지 못하는 구조였다. 점차 종량제 비중을 늘려나가는 기조로 수익성은 개선 가능하다. API 당 평균수수료의 중장기적인 반등을 기대한다.

(예시) 쿠콘 가격 모델

API	도입비 (만원)		타입		수수료			
					월 기본 (만원)		초과 (원)	
	min	Max	종류	조건	min	Max	min	Max
개인정보	1,000	3,000	정액제	API당	300	2,000	-	-
			종량제	이용건수	200	1,000	50	500
기업정보	5,000	20,000	정액제	API당	500	3,000	-	-
			종량제	이용건수	300	1,000	500	1,000
				고객수	300	1,000	10만	100만
간편결제	500	1,000	종량제	이용건수	300	500	300	800
전자금융	500	1,000	종량제	이용건수	50	100	800	1,000

자료: 회사 자료, 신한투자증권

API 당 수수료 추이 및 전망



자료: 각 사, 신한투자증권 추정

3) Cost: 마진율 하락이 있겠으나 제한적일 것

i) 과금체계 도입에 따른 마진율 하락 영향

마이데이터 사업자는 연말부터 데이터 이용료를 지불 예정

마이데이터 도입 초부터 데이터를 수신하는 마이데이터 사업자들에게 이용료를 부과하자는 논의는 꾸준하게 있었다. 지난 5월, 정부는 연말까지 과금체계를 산정 후 도입한다고 발표했다. 과금체계 도입 시 마이데이터 사업자의 마진율에 부정적인 영향은 불가피하다. 다만 오픈뱅킹 사례 참고 시 제한적일 전망이다.

과금체계 도입은 정보제공자들의 비용 회수 목적

오픈뱅킹도 도입 초기 과금체계를 적용했다. 은행의 인프라 도입 비용과 유지·보수비용 부담 경감 목적이었다. 은행수수료는 2019년 10월 출금이체 기준 50원이었다. 20년 1월에는 무료로 인하했다. 이는 1) 초기비용 회수로 인하 여력이 생긴 것, 2) 트래픽 증가로 핀테크의 과도한 이용료 부담 방지 때문일 가능성이 높다.

마이데이터 사업의 과금체계도 유사할 것으로 예상한다. 초기에는 정보제공자들의 인프라 구축 비용 회수를 위해 비교적 높은 이용료가 책정될 것이다. 트래픽이 증가하고 비용이 회수된 후 점차 인하 수순을 밟을 전망이다.

트래픽은 이미 높은 성장률(+40.9%, 8개월간 성장률)을 보이고 있다. 핀테크의 비용 부담에 대한 아우성도 멀지 않은 셈이다. 마이데이터 사업자의 단기적인 마진율 하락은 불가피하다. 중장기적인 수수료 인하로 영향은 제한적이다.

오픈뱅킹 수수료 추이

수수료 (원)		이체		조회				
		출금	입금	잔액	거래내역	계좌실명	송금인 정보	수취
변경전		500	400	10	50	100	300	-
도입 후 (10/19~)		50	40	10	30	50	50	10
	경감	30	20	5	20	30	30	5
추가 인하 (10/21~)		-	-	3	10	15	15	3
	경감	-	-	2	5	8	8	2

자료: 금융결제원, 신한투자증권
주: 경감은 중소형사(월 이체금액 100억원 이하, 조회 거래건수 10만 건 이하)의 경우에 적용

ii) 인력 부족 현상으로 인건비 상승은 불가피

데이터 비즈니스의 핵심 인력인 데이터 과학자 직군 임금은 글로벌 대비 낮은 수준

데이터 산업 내 데이터 직군의 부족 현상은 지속 중이다. 데이터 결합의 핵심 인력인 데이터 과학자 직군 부족률이 가장 높다. 쉽게 말해 데이터 과학자는 데이터를 통해 모델을 구축해서 미래를 예측하고, 의사 결정을 하는 직군이다. 과거 데이터로 현재만을 설명하는 데이터 분석가와는 역할이 엄연히 다르다.

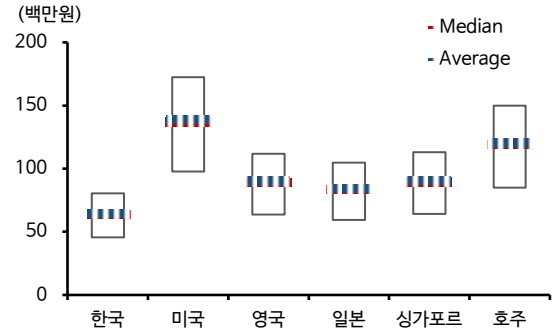
높은 수준이 요구되는 직군이지만 국내는 타 국가 대비 낮은 수준의 연봉이 형성되어있다. 이런 상황에서 공급 부족까지 겹쳐 향후 임금 상승은 불가피하다. 하지만 높은 임금을 감당하더라도 시장 초기 점유율 선점을 위해 인력 확보가 중장기적 경쟁력 제고에 필수적이다.

단기적으로 공급 부족에 따른 임금 상승 불가피

정부 차원에서도 공급 부족을 인지하고 해소에 보탬이 되고자 지난 5월 관련 규제를 완화했다. 기존에는 금융 데이터 결합을 수행하는 데이터 전문기관 근무 인력이 비금융 데이터 결합을 수행하는 결합전문기관에서 근무를 하지 못하도록 제한했다. 동일 직군 인력 풀이 양분되어 공급 부족에 일조했을 것으로 추정된다.

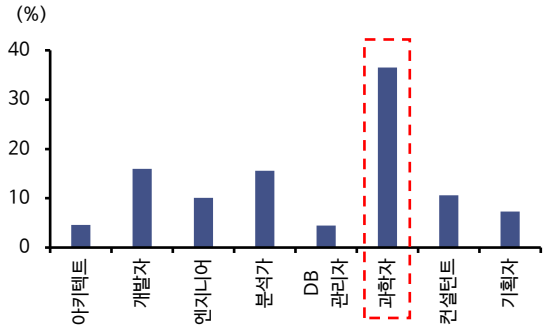
정부는 이번 FireWall 의무 완화로 인력 운용부담 개선을 기대한다. 중장기적으로 제도적 뒷받침이 되면 점차 인건비 부담이 완화될 전망이다.

국가별 데이터 과학자 직군 임금 비교



자료: Salary Experts, 신한투자증권
주1: 경력별 (Entry~Senior) 평균 연봉을 나타냄
주2: 22년 10월 기준 각 화폐별 환율 적용

향후 5년 내 국내 데이터 산업의 인력 부족률



자료: K-Data, 신한투자증권
주1: 부족률 = {필요 인력 / (현재 인력 + 추가 필요인력)}*100
주2: 편의상 직군명 앞 '데이터-'는 생략

V. 투자포인트

- 기존 사업부에서의 탑라인 외형 성장 견인 지속
- 초개인화 서비스로 귀결되는 신사업
- 금융회사 대비 마냥 열위는 아닌 핀테크

1. 기존 사업부에서의 탑라인 외형 성장 견인

2023년 전체 매출액 1,501억원(+16.2% YoY) 전망

결제 사업의 안정적인 탑라인 외형 성장 주도

23F 매출액 1,501억원(+16.2%, 이하 YoY), 영업이익은 178억원(+29.6%)로 예상한다. 1) 간편현금결제의 대형 가맹점 매출 회복, 2) 전자결제 확대로 PG의 견조세, 3) 가상계좌의 성장세는 탑라인 성장을 이끌 전망이다. 데이터 신사업은 코드에프 인수가 완료되는 2023년부터 온전한 연간 실적이 반영될 예정이다.

신사업 추진으로 발생한 일회성 비용의 정상화 기대

신사업 추진으로 발생했던 광고·선전비와 인건비는 2022년 3분기를 기점으로 피크아웃할 예정이다. 2023년 2분기 이후 예년 수준으로 정상화될 것으로 예상한다. 판관비 정상화는 카드사 수수료율 인상 이슈와 PG 사업 매출 비중 확대 등으로 하락할 마진율을 상쇄하며 OPM 11.8%(+1.2%p)로 개선될 전망이다.

다만, 보유 중인 헥토이노베이션의 평가손익은 순이익에 지속적으로 영향을 줄 예정이다. 향후 주가변동성을 예측할 수 없어 실적추정에서는 평가손익 변동을 배제했다. 다만, 주가 변동에 따른 민감도는 2022년 3분기 말 주가 대비 +1% 변동 시 23F 세전이익이 +0.5% 변동하는 것으로 분석된다.

헥토이노베이션 보유 주식 평가 손익 민감도 분석

최초 시점		
취득일		2021-05-26
취득원가	(십억원)	15.5
주당 취득가격	(원)	18,900
취득 주수	(주)	821,137
3Q22 말 기준		
주가	(원)	12,450
보유주식 평가금액	(십억원)	10.2
보유주식 평가손익	(십억원)	(5.3)
3Q22 말 기준 주가 대비 +1% 변동 시		
주가	(원)	12,575
보유주식 평가금액	(십억원)	10.3
보유주식 평가손익 변동분	(십억원)	0.1
23F 세전이익	(십억원)	20.4
세전이익 변동률	**(%)**	**0.5**

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

헥토파이낸셜 실적추정표

(십억원, %,%p)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22F	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2022F	2023F	증감률
매출액	29.1	30.5	33.6	36.0	33.7	35.3	39.0	42.1	129.2	150.1	16.2
가상계좌	6.0	5.8	6.3	6.7	6.2	6.0	6.4	6.9	24.9	25.5	2.4
간편현금결제	12.2	12.1	12.7	12.5	13.4	13.0	13.7	13.6	49.5	53.7	8.5
PG	8.4	9.6	11.5	13.4	10.7	12.1	14.7	17.1	42.9	54.6	27.2
기타	1.9	2.4	2.4	2.7	2.8	3.6	3.5	3.9	9.4	13.7	46.4
매출원가	16.9	17.6	19.5	21.1	19.3	20.2	23.0	25.3	75.1	87.9	17.1
가상계좌	2.1	2.0	2.1	2.3	2.1	2.1	2.2	2.4	8.6	8.7	2.3
간편현금결제	7.1	6.9	7.0	6.7	7.5	7.2	7.5	7.5	27.7	29.7	7.3
PG	7.6	8.4	10.1	12.0	9.5	10.7	13.1	15.2	38.2	48.5	27.1
기타	0.1	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.6	0.8	45.4
판관비	9.4	10.0	10.0	11.0	10.2	10.5	11.4	12.3	40.4	44.4	10.0
판관비율	32.2	32.8	29.9	30.5	30.2	29.9	29.3	29.2	31.3	29.6	(1.7)
영업이익	2.9	2.9	4.1	3.8	4.2	4.5	4.5	4.6	13.7	17.8	29.6
OPM	9.8	9.6	12.1	10.7	12.4	12.8	11.7	10.8	10.6	11.8	1.2
세전이익	3.2	0.7	4.2	5.8	4.9	5.2	5.1	5.2	13.8	20.4	47.3
당기순이익	2.2	1.2	3.2	4.6	3.9	4.2	4.2	4.2	11.2	16.6	48.7
NPM	7.6	3.8	9.6	12.7	11.7	11.9	10.8	10.1	8.6	11.0	2.4

자료: 신한투자증권 추정 / 주: 매출액·매출원가에서 펌뱅킹 부문 매출은 표시 생략 및 데이터 신사업은 기타에 포함

2. 초개인화 서비스로 귀결되는 신사업

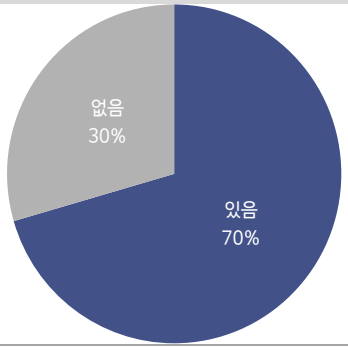
초개인화 서비스 중요도는 증가, 데이터는 필수 요소

이미 많은 소비자들은 맞춤형 서비스를 경험하고 있고, 필요로 하는 중

판매자들은 광고·상품추천을 구매자에게 맞춤형으로 노출하고 싶어한다. 맞춤형 광고·상품추천이 실제 구매까지 이어질 수 있기 때문이다. 실제로 넷플릭스의 시네매치의 경우 추천받은 컨텐츠 선택률이 75% 전후에 이른다. 맞춤형 추천이 이용자의 의사결정에 높은 영향을 미치는 것이다.

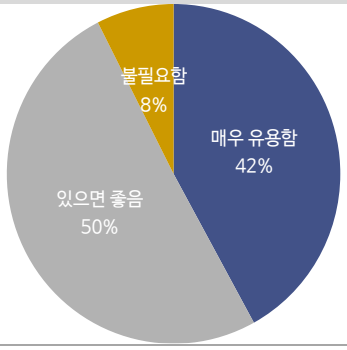
설문에서도 대부분의 구매자(92.5%)가 개인화 상품에 긍정적 인식을 가지고 있었다. 추천으로 구매한 경험(70.5%)이 있다는 응답도 높았다. 개인화 추천은 구매자의 충동 구매(49%)와 비교적 더 고가의 상품을 구입(40%)하도록 유도했다. 개인화된 쇼핑을 경험한 구매자의 44%가 재방문 의사를 밝히면서 락인 효과도 엿볼 수 있었다. 유효한 고객층 확보를 위해서는 맞춤형 서비스가 필수다.

개인화 상품 추천 구매 경험



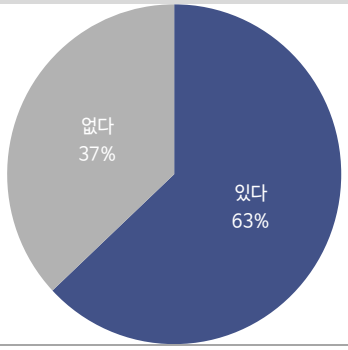
자료: 버즈니, 데이터솜, 신한투자증권

개인화 상품 추천 서비스 유용성



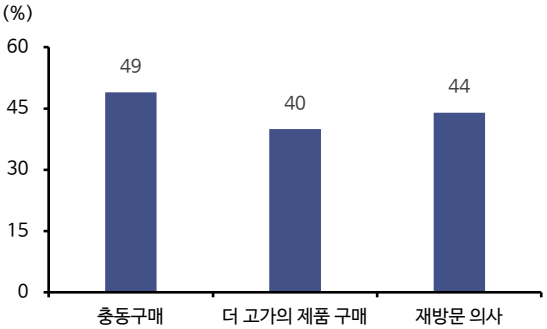
자료: 버즈니, 데이터솜, 신한투자증권

개인화 경험 목적 개인정보 제공 의사 설문



: 버즈니, 데이터솜, 신한투자증권

초개인화 서비스 기대효과



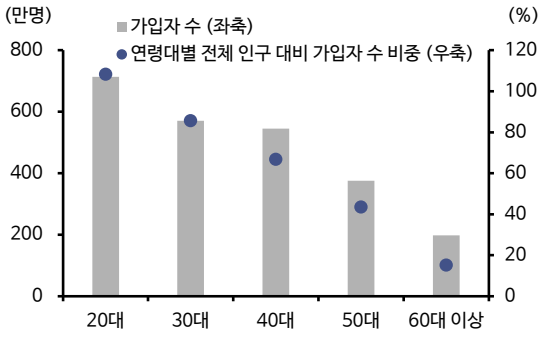
자료: 옴니어스, 신한투자증권
주: 초개인화 서비스를 경험한 고객 대상 경험 여부 설문 결과

젊은 세대 중심의 초개인화 수요가 두드러지며 향후 연령대가 확대될 것으로 예상

구매자 관점에서는 젊은 세대를 중심으로 초개인화 수요가 크다. 젊을수록 본인에게 적합하다고 느끼는 상품에 대해 구매 조건이 좋지 못하더라도 구매하려는 니즈가 더 높다. 마이데이터 서비스 가입자는 20대가 중복 가입자 포함 인구 대비 100%를 넘었고, 30대는 80%를 넘어섰다. 중복 가입자 포함인 점을 감안하더라도 타 세대 비중과 비교 시 젊은 세대 중심 마이데이터 이용률이 확연히 높다.

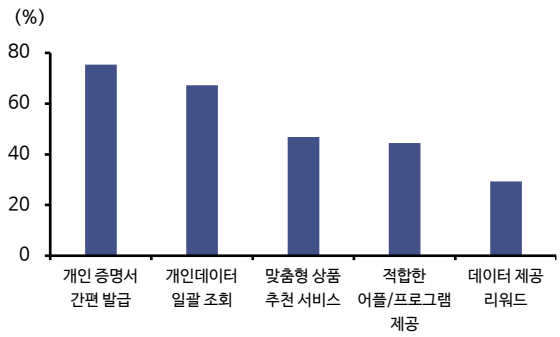
희망하는 마이데이터 서비스는 절차 간소화, 개인 정보 종합 조회, 개인화 서비스가 선두다. 절차 간소화나 일괄 조회 수요가 높은 것은 그간 개인 현황을 한번에 모니터링할 수단이 없었기 때문으로 판단한다. 현황 파악 후 상황에 맞는 대응으로써 상품·서비스 수요가 뒤따를 예정이다. 사업이 본 궤도에 오르기 전부터 마이데이터 내 맞춤형 서비스 니즈 응답률이 50%에 준하는 것은 긍정적이다.

연령별 마이데이터 가입자 수



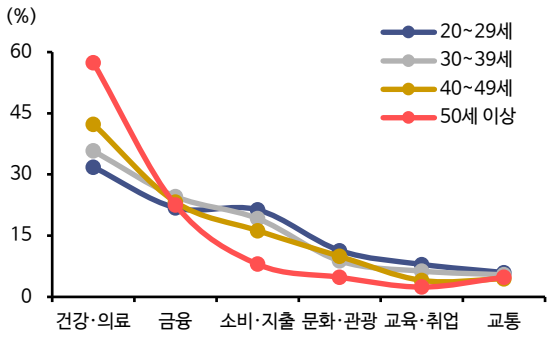
자료: 윤창현 의원실, 통계청, 신한투자증권
주: 22년 3월 말 기준, 중복 가입자 포함

마이데이터 이용 희망 서비스



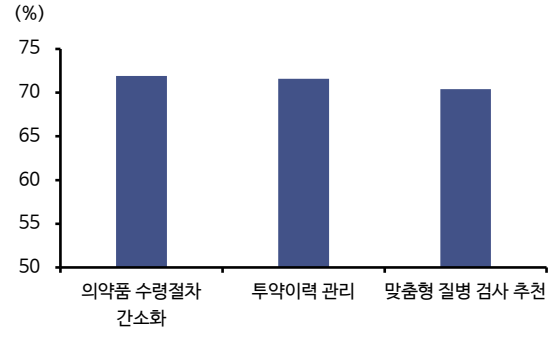
자료: 4차산업혁명위원회, 신한투자증권

연령별 마이데이터 기대 분야



자료: 4차산업혁명위원회, 신한투자증권

(예시) 건강·의료 분야 기대 서비스 응답률

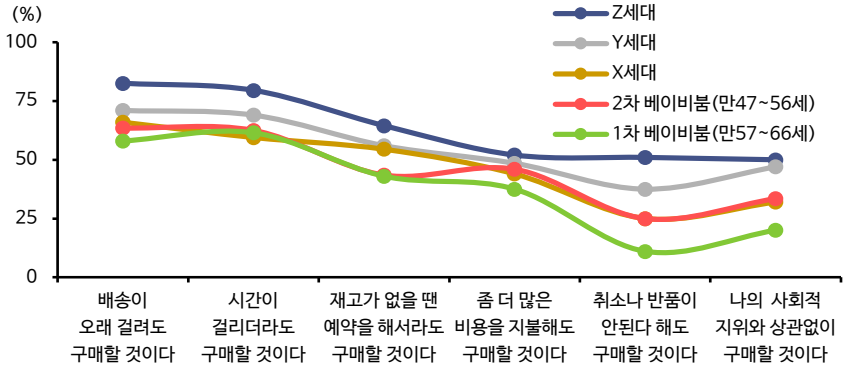


자료: 4차산업혁명위원회, 신한투자증권

초개인화 서비스를 제공하기 위해 고객 데이터 수요는 필연적으로 증가

판매자와 구매자 모두에게 초개인화는 거스를 수 없는 트렌드이다. 경쟁력을 제고하기 위해서는 많은 데이터를 확보하고 분석해 정확한 추천이 필요하다. 유튜브나 넷플릭스, 음악앱 등의 컨텐츠 큐레이션과 커머스의 풀필먼트 등은 구매자가 입력한 데이터에 기반했다. 이제는 다양한 분야에서 자동적이고 마이크로한 방향으로 발전하고 있다. 구조적인 변화로 전방사업에 데이터 공급은 필수불가결하다. 중장기적으로 데이터 사업자의 수혜가 기대된다.

세대별 가치관 및 취향에 맞는 상품에 대한 소비 태도



자료: 엠브레인 트렌드모니터, 신한투자증권

3. 기회/위험 요인

핀테크 vs 금융회사, 마냥 열위는 아니다

1) 데이터 개방 줄다리기는 다소 불리

정부 주도 하 금융회사의 데이터 개방 기대

독점적 데이터 보유는 곧 힘이다. 금융회사들은 장기간의 업력과 많은 고객수를 바탕으로 데이터를 축적했다. 정부는 데이터 산업 활성화를 위해 금융회사에게 데이터 개방을 독려하지만 순탄치는 않다.

한 예로 카드사의 결제내역 개방 이슈가 있었다. 결제내역이 마이데이터 사업자에게 공유되지만 업장 정보는 공개되지 않았다. 지난 10월에서야 사업자등록번호까지 제공하면서 구체적인 업종 파악이 가능해졌다.

해당 사례로 미루어볼 때, 정책 방향성을 고려 시 점진적으로 데이터 개방 범위는 분명 늘어날 예정이다. 추진 속도에 따라 핀테크들의 성장도 영향받을 전망이다. 정부의 데이터 정책 강도와 금융회사 개방 동향에 대한 관심이 필요하다.

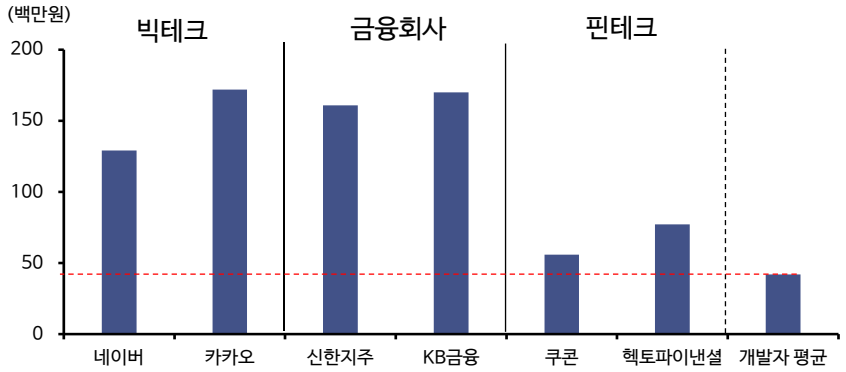
2) 자본력 차이로 인한 인력 확보 부담

자본적 열위는 곧 인적자원의 열위이나, 데이터의 질적 우위로 돌파구 마련 기대

인력 확보는 데이터 시장에서 핵심 요소이다. 전술했듯 데이터 산업 핵심 인력의 임금은 향후 몇 년간 계속 상승할 전망이다. 이들을 고용하기 위해서는 높은 임금을 부담해야 한다. 자본력이 큰 금융회사가 좋은 인력 확보에 유리한 것은 자명하다. 향후 주요한 데이터 분석·결합 역량에서 핀테크가 뒤쳐질 우려가 있다.

그러나 금융회사가 데이터 결합을 목적으로 동종 경쟁업체와 데이터를 공유할 유인이 적다는 점은 핀테크에게 기회다. 확보 인력은 적지만 오히려 제3자 입장의 핀테크와 금융회사 간 제휴·협업으로 더 다양한 데이터들이 주어질 개연성이 있다. 데이터의 다양성으로 질적 우위를 가져가 서비스 경쟁력 제고를 기대한다.

1인당 평균 급여 수준 비교 (2021년 기준)



자료: 각 사, 원티드랩, 신한투자증권

과점시장, 박힌 돌 빼기가 쉽지는 않으나 사업 영역 확장이 돌파구

기술적 역량과 영업적 역량의 시너지로 사업 초창기 빠른 확장 기대

과점시장 내 팔로워로서 M/S 확보는 쉽지 않다. 3,4위 사업자인 하이픈(인포텍), 기웅정보통신과 M/S 차이도 거의 없는 상황이다. 그나마 인포텍은 헥토파이낸셜이 2대 주주다. 사실상 경쟁선 상에서 제외된다는 점은 긍정적이다.

아직 코드에프 인수가 마무리되지 못한 점은 아쉽다. 주요 경쟁사 쿠콘은 이미 데이터결합기관까지 신청했다. 헥토파이낸셜은 코드에프의 인수가 완전히 마무리된 후에야 신청 가능할 전망이다.

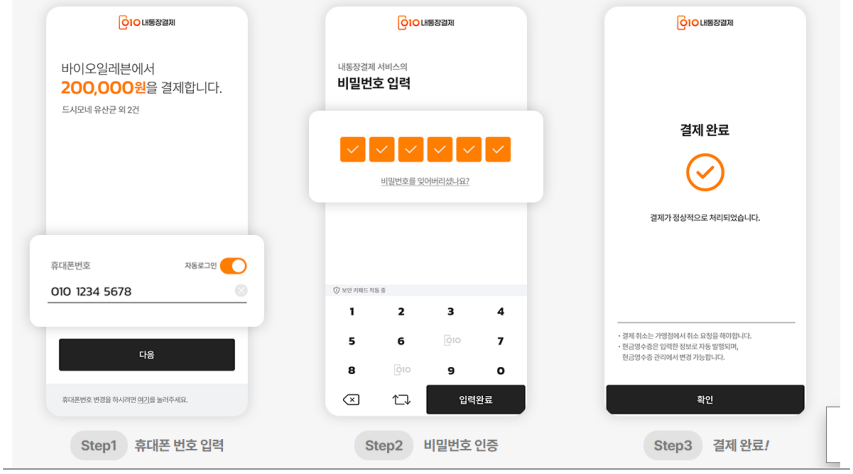
영업적 역량이 전무했던 코드에프의 기술력과 헥토파이낸셜의 기존 결제 고객층과 영업력이 더해진다면 점유율 확대가 가능하다. 기존 고객 위주 영업으로 일정 수준까지의 빠른 점유율 확보에는 무리가 없을 것으로 기대한다.

사업다각화로 그룹 계열사와 함께 기회 창출 기대

사업다각화를 추진 중이다. ① 기존 B2B에서 확장해 결제 플랫폼 '010PAY'를 통해 B2C향 서비스 제공을 시작했다. ② 자사 결제 서비스 탑재한 키오스크 재판매 사업을 시작하며 온라인 중심에서 오프라인까지 확장했다.

순항 시 결제 서비스 고객층 확대와 동시에 다양한 패턴의 데이터를 축적 가능하다. 010PAY와 같이 그룹 계열사들도 헬스케어 등 다양한 분야의 플랫폼 사업을 추진 중인 바, 향후 크로스플랫폼 시너지도 기대 가능하다.

010PAY 서비스



자료: 회사 자료, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
자산총계	**208.7**	**286.3**	**318.8**	**346.9**	**372.8**
유동자산	167.1	236.7	259.8	288.1	313.1
현금및현금성자산	102.3	146.0	161.1	180.2	195.8
매출채권	4.3	6.0	6.9	8.1	9.3
재고자산	0.0	0.0	1.1	1.1	1.1
비유동자산	41.5	49.5	59.0	58.8	59.7
유형자산	5.7	4.5	4.9	4.6	5.3
무형자산	6.0	5.4	5.4	4.8	4.2
투자자산	27.9	38.2	45.8	46.5	47.3
기타금융업자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	**86.4**	**143.5**	**174.2**	**189.4**	**199.6**
유동부채	84.7	140.8	169.5	184.2	193.9
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	1.7	2.8	4.7	5.2	5.7
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	0.8	0.4	1.9	1.9	1.9
기타금융업부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**122.2**	**142.7**	**144.6**	**157.5**	**173.2**
자본금	4.6	4.7	4.7	4.7	4.7
자본잉여금	48.6	54.7	54.7	54.7	54.7
기타자본	(9.4)	(14.1)	(17.6)	(17.6)	(17.6)
기타포괄이익누계액	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	71.6	89.0	93.4	104.3	117.6
지배주주지분	**115.4**	**134.3**	**135.2**	**146.0**	**159.3**
비지배주주지분	6.8	8.4	9.4	11.5	13.9
*총차입금	1.6	1.4	3.1	3.4	3.6
*순차입금(순현금)	(142.4)	(190.4)	(204.0)	(223.1)	(238.5)

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	**78.1**	**110.4**	**129.2**	**150.1**	**172.4**
증감률 (%)	19.1	41.4	17.1	16.2	14.8
매출원가	**45.0**	**61.7**	**75.1**	**87.9**	**103.2**
매출총이익	**33.1**	**48.7**	**54.1**	**62.2**	**69.1**
매출총이익률 (%)	42.4	44.1	41.9	41.5	40.1
판매관리비	**21.1**	**33.4**	**40.4**	**44.4**	**46.4**
영업이익	**12.0**	**15.3**	**13.7**	**17.8**	**22.7**
증감률 (%)	(10.9)	27.6	(10.2)	29.6	27.7
영업이익률 (%)	15.3	13.9	10.6	11.8	13.2
영업외손익	4.1	12.8	0.1	2.6	2.5
금융손익	1.0	2.6	(4.6)	2.3	2.3
기타영업외손익	2.4	10.0	4.1	(0.2)	(0.2)
종속 및 관계기업관련손익	0.8	0.3	0.6	0.5	0.5
세전계속사업이익	**16.1**	**28.1**	**13.8**	**20.4**	**25.3**
법인세비용	3.2	5.6	2.7	3.8	5.0
계속사업이익	11.3	22.5	11.2	16.6	20.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**12.8**	**22.5**	**11.2**	**16.6**	**20.3**
증감률 (%)	(0.3)	74.9	(50.4)	48.7	22.4
순이익률 (%)	16.5	20.4	8.6	11.0	11.8
(지배주주)당기순이익	11.4	20.9	11.7	14.5	17.9
(비지배주주)당기순이익	(0.1)	1.5	(0.5)	2.1	2.4
총포괄이익	11.4	21.9	11.2	16.6	20.3
(지배주주)총포괄이익	11.5	20.4	17.3	27.3	33.4
(비지배주주)총포괄이익	(0.1)	1.5	(6.1)	(10.7)	(13.1)
EBITDA	**14.4**	**18.7**	**17.6**	**21.7**	**26.6**
증감률 (%)	(1.1)	29.6	(5.8)	23.3	22.3
EBITDA 이익률 (%)	18.5	17.0	13.6	14.5	15.4

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동으로인한현금흐름	**29.6**	**52.4**	**44.2**	**26.0**	**24.0**
당기순이익	12.8	22.5	11.2	16.6	20.3
유형자산상각비	2.0	2.7	3.2	3.3	3.3
무형자산상각비	0.5	0.7	0.7	0.6	0.5
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)	(0.8)	(6.6)	(0.5)	0.0	0.0
운전자본변동	15.0	32.5	24.5	5.4	(0.3)
(법인세납부)	(3.9)	(4.3)	(3.6)	(3.8)	(5.0)
기타	4.0	4.9	8.7	3.9	5.2
투자활동으로인한현금흐름	**4.2**	**(6.8)**	**(25.5)**	**(4.0)**	**(4.8)**
유형자산의증가(CAPEX)	(3.9)	(0.5)	(3.1)	(3.0)	(4.0)
유형자산의감소	0.0	0.0	0.3	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(2.2)	(0.1)	(0.5)	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	113.2	108.5	49.4	(0.7)	(0.8)
기타	(102.9)	(114.7)	(71.6)	(0.3)	0.0
FCF	**22.3**	**49.1**	**32.5**	**21.0**	**18.2**
재무활동으로인한현금흐름	**(9.7)**	**(2.0)**	**(3.6)**	**(2.9)**	**(3.6)**
차입금의 증가(감소)	0.0	(0.0)	(0.0)	0.2	0.2
자기주식의처분(취득)	6.0	1.1	0.0	0.0	0.0
배당금	(3.4)	(3.0)	(4.2)	(3.0)	(3.7)
기타	(12.3)	(0.1)	0.6	(0.1)	(0.1)
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
연결범위변동으로인한현금의증가	(1.6)	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	0.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	**22.5**	**43.6**	**15.1**	**19.1**	**15.6**
기초현금	79.8	102.3	146.0	161.1	180.2
기말현금	102.3	146.0	161.1	180.2	195.8

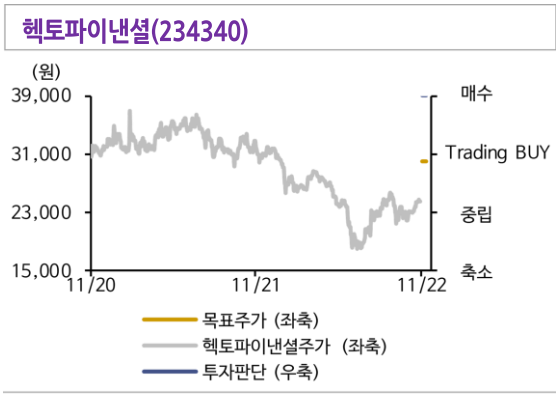
자료: 회사 자료, 신한투자증권

주요 투자지표

12월 결산	2020	2021	2022F	2023F	2024F
EPS (당기순이익, 원)	1,387	2,383	1,180	1,754	2,147
EPS (지배순이익, 원)	1,227	2,220	1,234	1,535	1,891
BPS (자본총계, 원)	13,188	15,099	15,298	16,660	18,324
BPS (지배지분, 원)	12,456	14,207	14,304	15,447	16,855
DPS (원)	350	470	350	430	530
PER (당기순이익, 배)	23.9	13.4	20.8	14.0	11.4
PER (지배순이익, 배)	27.0	14.3	19.9	16.0	13.0
PBR (자본총계, 배)	2.5	2.1	1.6	1.5	1.3
PBR (지배지분, 배)	2.7	2.2	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA (배)	11.9	6.4	2.1	0.9	0.3
배당성향 (%)	26.6	19.9	25.9	25.5	25.6
배당수익률 (%)	1.1	1.5	1.4	1.8	2.2
수익성					
EBITTDA 이익률 (%)	18.5	17.0	13.6	14.5	15.4
영업이익률 (%)	15.3	13.9	10.6	11.8	13.2
순이익률 (%)	16.5	20.4	8.6	11.0	11.8
ROA (%)	6.8	9.1	3.7	5.0	5.6
ROE (지배순이익, %)	10.1	16.8	8.7	10.3	11.7
ROIC (%)	(23.4)	(20.8)	(11.9)	(13.6)	(16.6)
안정성					
부채비율 (%)	70.7	100.6	120.5	120.2	115.2
순차입금비율 (%)	(116.5)	(133.4)	(141.0)	(141.7)	(137.7)
현금비율 (%)	120.8	103.7	95.0	97.8	101.0
이자보상배율 (배)	288.7	181.0	158.5	163.3	196.5
활동성					
순운전자본회전율 (회)	(1.5)	(1.4)	(1.2)	(1.3)	(1.4)
재고자산회수기간 (일)	N/A	N/A	1.5	2.6	2.3
매출채권회수기간 (일)	18.2	17.0	18.2	18.2	18.4

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	괴리율 (%) 평균	괴리율 (%) 최고/최저
2022년 11월 21일	매수	30,000		

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: 최태용, 임희연)
- 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 (2022년 11월 18일 기준)

매수 (매수)	96.42%	Trading BUY (중립)	1.79%	중립 (중립)	1.79%	축소 (매도)	0.00%