

2024.04.08.(월) 증권사리포트

현대제철

1Q24 흑자전환 이후 영업실적 계단식 개선 예상

[\[출처\] 하나증권 박성봉 애널리스트](#)

1분기 판매량 증가와 판재류 스프레드 확대로 흑자전환 전망

2024년 1분기 현대제철의 연결 기준 매출과 영업이익은 각각 6.3조원(YoY -1.7%, QoQ +2.9%)과 811억원(YoY -75.7%, QoQ 흑.전)을 기록할 것으로 예상된다. 1) 판재류 중심의 판매 회복으로 전체 강재 판매량이 462만톤(YoY -1.8%, QoQ +4.7%)을 기록할 것으로 예상된다. 2) 고로 제품은 ASP 상승의 영향으로 스프레드가 대략 톤당 3.5만원 확대될 전망이나 전기로 제품은 ASP 하락으로 스프레드가 대략 톤당 1만원 축소될 것으로 예상된다. 3) 지난 4분기의 대규모 재고평가 손실과 연말 성과급 등의 일회성 비용이 제거되면서 영업이익 흑자전환이 가능할 전망이다. 4) 다만 현대비앤지스틸을 비롯해 해외 SSC들의 수익성은 4분기대비 악화될 것으로 예상된다.

2분기도 판매량 증가와 고로 원재료 투입단가 하락의 긍정적인 영향 기대

국내 건설경기 부진으로 봉형강 내수가 부진하지만 그래도 2분기 성수기 효과를 감안하면 현대제철의 2분기 전체 강재 판매량은 482만톤(YoY -1.5%, QoQ +4.4%)을 기록할 전망이다. 한편, 올해 들어 철광석 가격이 큰 폭으로 하락했는데 연초 140불 중반까지 상승했던 중국 철광석 수입가격이 최근에는 100불 초반 수준으로 하락했다. 뿐만 아니라 국제 원료탄 가격도 3월 들어 단기 급락하면서 연초대비 25% 하락한 상황으로 현대제철의 2분기 고로 원재료 투입단가는 하락할 전망이다. 내수 부진과 중국산 수입가격 하락으로 국내 판재류 유통가격도 약세로 전환되었으나 원재료 가격대비 하락폭이 제한적이고 현대차그룹형 자동차강판의 경우 가격 협상을 통해 인상 가능성이 높을 것으로 예상되기 때문에 2분기에도 판재류 중심의 스프레드 확대가 기대된다. 이를 감안하면 현대제철은 2분기에 2,512억원(YoY -46.0%, QoQ +209.7%)의 영업이익을 기록할 전망이다.

투자의견 BUY 및 목표주가 45,000원 유지

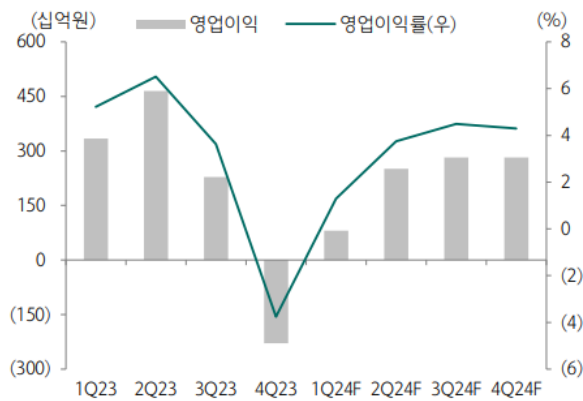
현대제철에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 45,000원을 유지한다. 지난해 하반기 내수 부진과 중국산 수입가격 하락의 영향으로 4분기에는 대규모 영업손실까지 기록했다. 올해는 1분기를 저점으로 하반기로 갈수록 수익성 개선이 예상되기 때문에 연간 영업이익 증가가 가능할 것으로 기대된다. 현재 주가는 PBR 0.22배 수준으로 과도한 저평가 구간이라 판단된다.

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

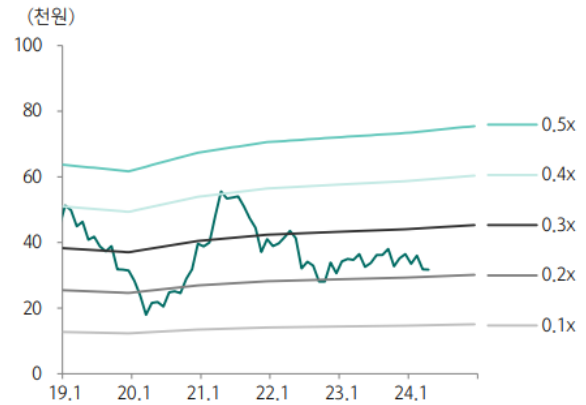
투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	27,340.6	25,914.8	25,851.5	25,617.1
영업이익	1,616.5	798.3	896.4	1,163.0
세전이익	1,348.6	532.1	611.7	847.9
순이익	1,017.6	461.2	488.8	697.4
EPS	7,625	3,456	3,663	5,226
증감율	(30.37)	(54.68)	5.99	42.67
PER	4.01	10.56	8.64	6.06
PBR	0.22	0.25	0.22	0.21
EV/EBITDA	4.31	5.48	5.04	4.34
ROE	5.56	2.44	2.54	3.53
BPS	141,078	143,973	146,651	150,891
DPS	1,000	1,000	1,000	1,000

도표 2. 현대제철 영업이익 및 영업이익률 동향



자료: 하나증권

도표 3. 현대제철 PBR밴드



자료: 하나증권



토마토시스템

무주공산, 미국 원격 및 헬스케어 시장 열려

[\[출처\] 키움증권 김학준 애널리스트](#)

무주공산, 파트C 어드밴티지 원격진료 시장 최초 진입

토마토시스템의 원격진료가 미국 보험사와 계약하게 된 계기는 결국 RPM(Remote Patient Monitoring)의 개화에 있다. 2022 년 CMS(Center for Medicare & Medicaid services)가 RPM 을 위한 CPT 코드를 발급하면서 시작되었다. 바이탈 모니터링을 통한 입원 및 진료 비용을 줄이기 위한 정책으로 환자의 1 달 내 데이터 업로드 횟수 및 시간에 따라 수가를 지급한다. 동사가 최초로 진입한 메디케어 어드밴티지 민간 보험사들은 신규 가입자 확보를 위해 뛰어 들고 있는 형태이며 RPM+원격진료 시스템 계약이 늘어날 것으로 기대된다. 현재 동사는 가입자당 월 구독 6.9 달러 (RPM 4.9 달러+원격진료 2 달러)로 계약을 진행한 것으로 추정되며 향후 가입자가 100 만명까지 확보될 경우 연간 1,000 억원 이상의 구독료 매출 발생(장비매출 별도)이 가능할 것으로 판단된다. 결국 많은 가입자를 보유한 보험사와의 계약이 이어질 경우 하반기 시점에는 실적에 기여가 가능할 것으로 기대된다.

미국 헬스케어 의료AI관리시스템 진출 준비

이번 발표 내용은 미국지역 의료AI관리시스템 진출이 준비되고 있다는 점을 의미한다. 특히 미국 현지 보험사 산하 업체와의 협업을 통해 진행되고 있어 빠르게 침투가 가능할 것으로 판단된다. 현재 준비 중인 서비스는 개인 동의 하에 환자의 1)진단 및 입원 기록, 2)처방약, 3) 바이탈 데이터, 4) 혈액 및 소변 데이터 등의 분석을 통해 환자의 질환 발생 가능성을 요약해서 보여주는 형태로 진료 전 의사에게 제공, 메디컬 그룹과 보험사에서 사용하는 매니지먼트 시스템이다. 이러한 시스템은 동사가 이미 국내에서 디앤라이프(아산병원 암데이터)와의 협업을 통해 준비하고 있는 서비스와 유사한 것으로 향후 개발에 장기간 시간이 소요 되지 않을 것으로 전망된다. 특히 원격진료 +RPM이 포함되어 보험사 메디컬 그룹 중심으로 영업망을 확대할 경우 병원 확장 속도가 급격하게 진행될 것으로 판단된다.

본업도 호조

본업인 UI/UX도 정부의 글로컬30 사업에 힘입어 호조를 보일 것으로 기대된다. 현재 정부가 지원하는 대학통폐합사업은 통합ERP를 다시 갖춰야하기 때문에 관련된 수요가 중기적으로 이어질 것으로 판단된다. 원격진료+RPM을 제외한 올해 실적은 매출액 360억원(YoY +35.5%), 영업이익 70억원(YoY -70 +147.9%)으로 전망된다.

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2021	2022	2023	2024E
매출액	229	271	266	360
영업이익	15	75	28	70
EBITDA	21	78	32	78
세전이익	7	56	35	78
순이익	13	46	33	66
지배주주지분순이익	13	46	33	66
EPS(원)	112	385	226	431
증감률(% YoY)	확전	243.7	-41.3	90.7
PER(배)	33.0	10.5	18.1	13.2
PBR(배)	15.59	4.05	2.11	2.50
EV/EBITDA(배)	20.2	5.6	12.4	7.7
영업이익률(%)	6.6	27.7	10.5	19.4
ROE(%)	54.4	59.0	15.5	20.5
순차입금비율(%)	21.4	-61.4	-77.2	-77.3

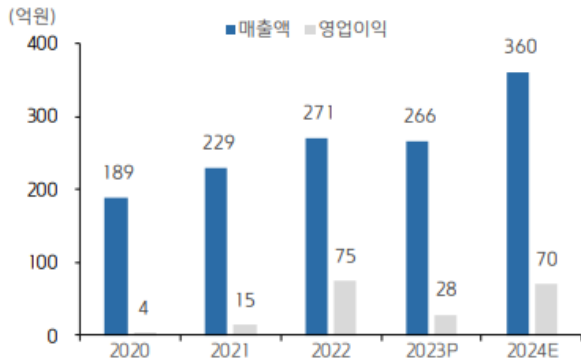
자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

메디케어가 파트C 보험사들에게 지급하는 Capitation 산정 방식



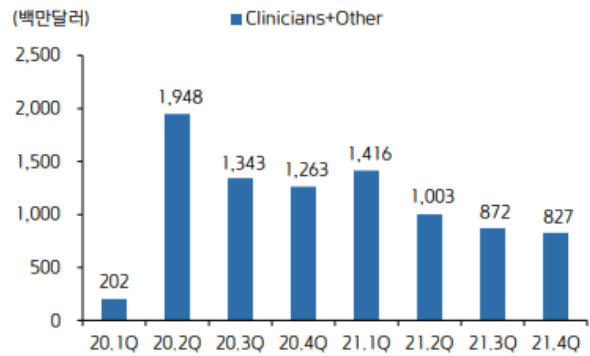
자료: CBINSIGHTS, 키움증권 리서치센터

토마토시스템 연간 실적 추이 및 전망



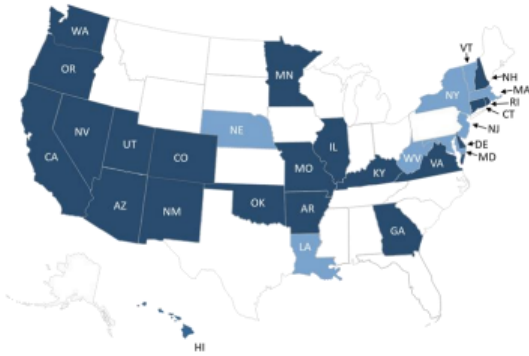
자료: 토마토시스템, 키움증권 리서치센터

미국 메디케어 원격진료 의료급여 추이



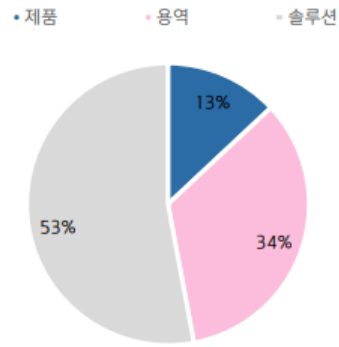
자료: MEDPAC, 키움증권 리서치센터

원격진료, 방문진료에 대해 같은 급어를 지출하는 주



자료: Federal Development, 키움증권 리서치센터

사업부문별 매출 비중(2023년 기준)



자료: 토마토시스템, 키움증권 리서치센터

기획부터 테스트까지 확장 계획인 eXBuilder6 솔루션



자료: 토마토시스템, 키움증권 리서치센터

원격진료 CyberMDCare의 북미 지역 연계서비스



자료: 토마토시스템, 키움증권 리서치센터





한화오션

예상보다 빨라진 이익 턴어라운드

[\[출처\] DS투자증권 양형모 애널리스트](#)

예상보다 빨라진 이익 턴어라운드 - 조선업종 비중확대 근거

지난 4분기 영업이익은 488억원 적자를 기록하며 컨센서스를 하회했다. 주된 원인은 사업 부문별 생산 안정화 비용을 상선 1,400억원, 해양 800억원 반영했었기 때문이다. 이는 납기를 독려하기 위한 외주업체에 대한 비용 증가였다. 그러나 1Q24에는 이러한 비용 증가가 제한적일 전망이다. 이미 4분기에 건조 물량증가(매출액 2.2조원), 인력 및 자재 조달 문제가 해결되었고, 이러한 추세가 1분기에도 이어지기 때문에 이익 턴어라운드가 예상보다 빠를 것으로 추정된다. 결론적으로 매출액은 컨센서스 수준, 영업이익은 컨센서스 179억원을 상회하는 410억원(OPM 2% 수준)을 예상한다. 이는 비단 동사에 국한된 이슈가 아니다. 조선업 전반적으로 병목현상이 마무리되고, 외주 비용 증가가 제한적이며, 물량증대, 고부가 선종 건조 증가로 인한 불륨효과/이익 턴어라운드이기 때문에 조선업종 비중 확대의 근거가 될 전망이다.

인콰이어리 증가로 수주 증가 추세 진입 기대

선가가 오르기를 기다렸던 동사의 전략이 맞았다. 올해 VLCC, VLAC, LNG선 등 인콰이어리가 증가 추세로 진입했다. VLCC의 경우 유가 상승 및 물동량 증가로 선주들은 단납기를 원하고 있는데, 동사가 거의 유일하게 단납기 슬롯을 보유하고 있다. 이로 인해 중동발 VLCC 대형 프로젝트 수주가 예상되고, 이 외에도 추가적인 VLCC, VLGC, LNG선 등 단기에 수주할 모멘텀이 확보되고 있다. 4~5월 CII 규제가 진행되고, 발주가 증가하면 중국 조선소 잔고 증가로 인한 선가 상승이 가팔라지고, 국내 조선소향 발주가 증가할 것으로 예상된다.

플랜트/풍력 인수: EPC인력 확보로 육해상플랜트 사이클 활용 경쟁력 강화

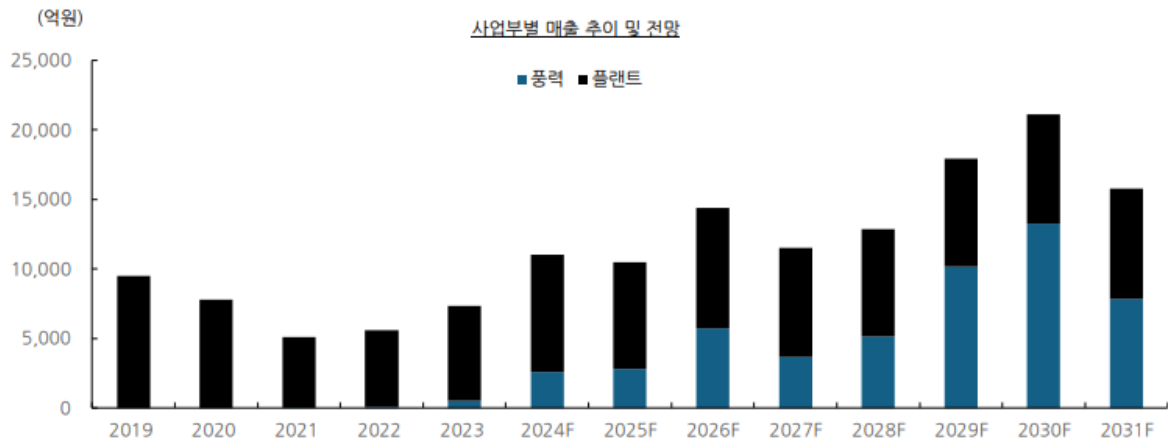
플랜트/풍력 인수의 포인트는 EPC 인력 확보다. 육해상플랜트 기본설계 능력과 관리 역량 향상을 꾀할 수 있게 된 것이다. 유가 상승으로 향후 해상풍력에 대한 수요 증가, 전통 자원 개발 증가도 수혜다. 또한 플랜트/풍력의 인력들은 단기간 교육으로 선박 및 육/해상플랜트로 스위칭이 가능하다. 즉 캐파 증대 효과를 가져오기 때문에 긍정적이다. 단기 투심 약화는 매수 기회로 활용하자.

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	4,487	4,860	7,408	9,153	9,938
영업이익	-1,755	-1,614	-196	326	658
영업이익률(%)	-39.1	-33.2	-2.7	3.6	6.6
세전이익	-1,727	-1,794	-116	417	762
지배주주지분순이익	-1,700	-1,745	160	376	610
EPS(원)	-13,403	-13,757	522	1,227	1,990
증감률(%)	적전	적지	흑전	135.1	62.2
ROE(%)	-55.9	-117.8	6.3	8.4	12.2
PER(배)	-1.5	-1.2	48.1	21.1	13.0
PBR(배)	1.0	2.4	1.8	1.7	1.5
EV/EBITDA(배)	-2.1	-2.7	-160.7	19.1	10.8

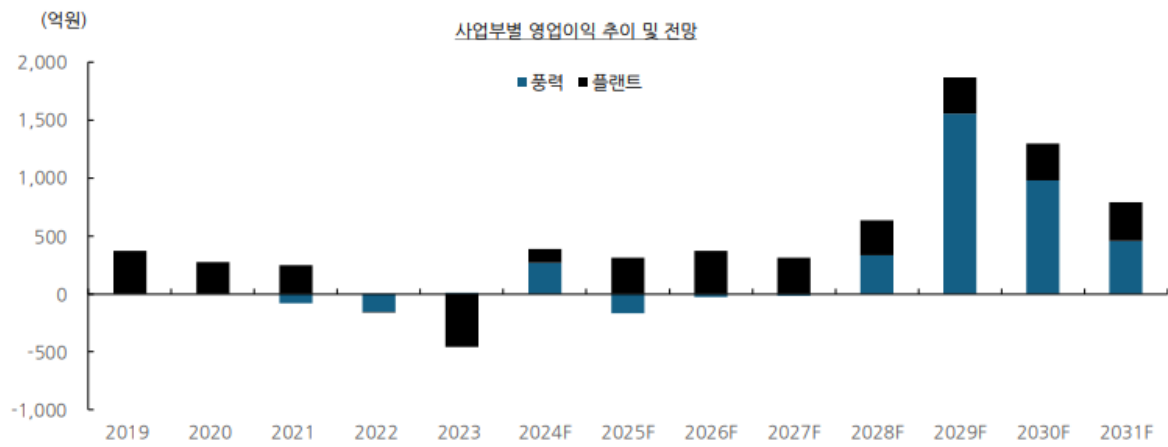
자료: 한화오션, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

그림2 풍력, 플랜트 사업부별 매출 추이 및 전망



자료: 한화오션, DS투자증권 리서치센터

그림3 풍력, 플랜트 사업부별 영업이익 추이 및 전망



자료: 한화오션, DS투자증권 리서치센터



SGC에너지

막연한 우려보다 더 빨리 좋아지는 실적

[\[출처\] 하나증권 유재선 애널리스트](#)

목표주가 42,000원, 투자의견 매수 유지

SGC에너지 목표주가 42,000원과 투자의견 매수를 유지한다. 1분기 실적은 시장 기대치를 상회할 전망이다. 건설 부문의 적자 추세는 지속될 가능성이 높지만 적어도 규모는 전분기대비 감소할 것으로 보인다. 발전 부문은 낮은 SMP 레벨에도 원가 절감으로 안정적 실적을 이어갈 것으로 예상된다. 연간 DPS가 1,700원 수준으로 유지되고 있다는 점은 주가 방어 측면에서 긍정적 요소로 볼 수 있다. 2024년 기준 PER 4.0배, PBR 0.4배다.

1Q24 영업이익 408억원(YoY +32.2%) 컨센서스 상회 전망

1분기 매출액은 5,654억원으로 전년대비 23.8% 감소할 전망이다. 발전/에너지 부문에서는 전년대비 SMP 약세, 건설/부동산 부문에서는 실적 인식 둔화로 외형이 부진할 것으로 예상된다. 영업이익은 408억원을 기록하면서 전년대비 32.2% 증가할 전망이다. 건설/부동산은 적자 흐름이 지속되거나 원가 부담 완화로 적자폭이 다소 축소될 전망이다. 하반기부터 주요 해외 프로젝트가 매출로 인식되면서 본격적인 회복이 기대된다. 발전/에너지는 정비 일수가 감소한 가운데 겨울철 성수기 양호한 가동률을 기록할 것으로 보인다. REC 판매량은 과거 분기 평균 수준이나 온실가스배출권이 높은 가격으로 상당량 판매된 것으로 추정되며 해당 요인이 전사 이익 개선에 기여가 클 전망이다.

발전/에너지 이익 성장 구간. 하반기 건설/부동산 회복도 기대

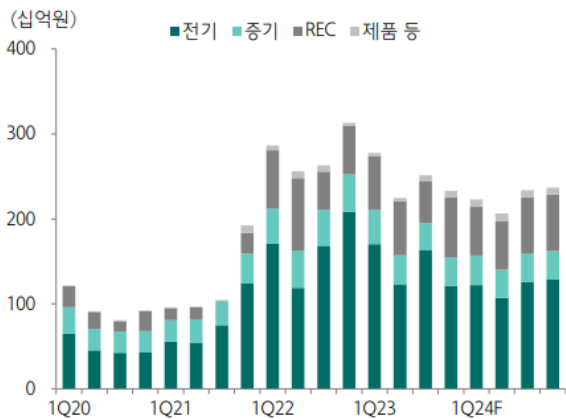
SMP는 2분기까지 제한적 변동이 나타나고 3분기 여름철에 일시적 상승 이후 4분기에 최근 유가 강세 영향이 반영된다면 수익성 측면에서 긍정적일 전망이다. 유연탄과 우드펠릿 투입단가는 부대비용 증가에도 불구하고 현물가격 부담 완화로 안정적 추세가 지속될 수 있다. 발전의 본질적인 이익 체력 개선이 기대되는 가운데 2분기에는 REC 기준가격 상승에 따른 일시적 실적 증가가 나타날 전망이다. 한편 REC 현물가격이 지속적으로 높은 수준을 유지하고 있어 향후 2분기마다 계절적인 이익 상승 요인으로 반복될 여지가 있다. 건설/부동산 실적은 하반기부터 개선될 가능성이 높고 현재 극도로 낮아진 주가 대비 높은 배당수익률을 감안하면 접근하기 용이한 시점으로 판단된다.

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

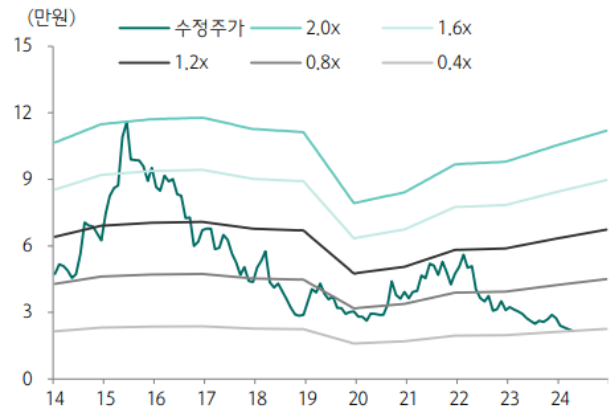
투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	2,823.3	3,024.1	2,409.1	2,825.2
영업이익	209.4	106.8	161.3	166.4
세전이익	198.4	28.4	109.9	114.8
순이익	112.8	42.1	78.2	74.3
EPS	7,686	2,879	5,429	5,154
증감율	88.29	(62.54)	88.57	(5.07)
PER	4.03	9.48	4.02	4.24
PBR	0.63	0.55	0.41	0.38
EV/EBITDA	4.61	7.41	6.11	6.09
ROE	17.44	5.96	10.48	9.31
BPS	49,343	49,924	53,653	57,107
DPS	1,700	1,700	1,700	1,700

도표 2. 발전/에너지 분기별 매출액 추이 및 전망



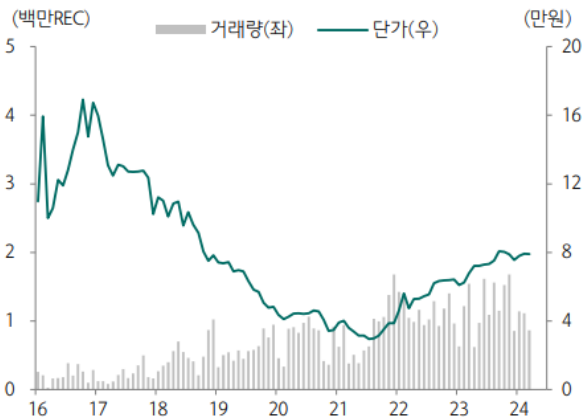
자료: SGC에너지, 하나증권

도표 3. SGC에너지 12M Fwd PBR 추이



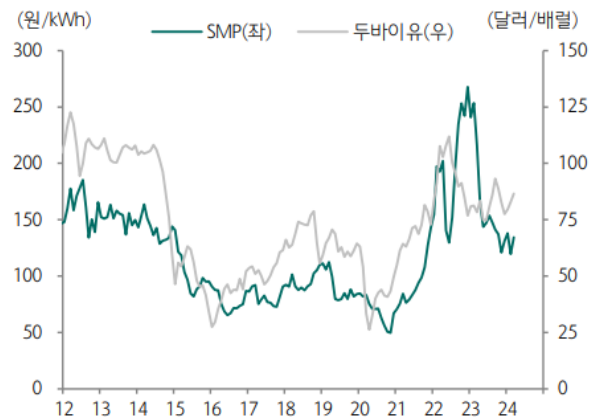
자료: SGC에너지, 하나증권

도표 4. 현물시장 REC 거래량/단가 (3월 YoY -44.1%/+16.5%)



자료: 전력거래소, 하나증권

도표 5. SMP와 국제유가 추이 (3월 SMP YoY -37.7%)



자료: EPSIS, Thomson Reuters, 하나증권



에스퓨얼셀

매출 다각화는 기업 가치 상승으로

[\[출처\] 신한투자증권 최규현 애널리스트](#)

회복은 하겠지만 아쉬운 실적이 예상되는 2024년

2024년 전사 기준 매출액 및 영업이익은 각각 455억원(+40%, 이하YoY), 7억원(흑자전환)을 기록할 전망이다. 본업인 건물용 외형은 372억원(+47%), 발전용 외형은 33억원(+63%)이 예상된다. 2023년 건물용 외형은 전방 산업인 건설 경기 악화 영향으로 부진했다. 2024년에도 악화된 건설 경기 영향이 지속될 것으로 예상됨에 따라 건물용 외형은 제한적인 회복을 보일 전망이다. 발전용 외형은 보유 중인 PAFC 상품 재고 소진이 지속되며 매출이 발생할 것으로 예상된다.

매출 다각화 성과가 확인될 2025~26년을 기대

현재 가장 시급한 것은 본업(건물용) 의존도를 낮춰줄 수 있는 전사적인 매출 다각화다. 1) 사업 및 2) 지역 측면에서 살펴보도록 하겠다. 1-1) 모빌리티 파워팩 신사업: 모빌리티 파워팩 신사업을 주도 중인 자회사 에스모빌리티는 적은 규모(5억원)지만 2023년 처음으로 매출이 발생하며 사업이 본격화되기 시작했다. 지게차를 시작으로 향후 중장비, 트럭 등으로 어플리케이션을 확장할 계획이다. 2025~26년부터 외형이 본격 성장 구간에 돌입할 것으로 기대된다. 1-2) 200kW급 제품을 통한 발전용 사업 리뉴얼: PAFC 상품 재고 소진 후 발전용 사업을 이끌어 갈 제품은 200kW급 수소 전용 PEMFC가 될 전망이다. 현재 개발을 완료했으며 인증 획득 등 과정을 거친후 2025~26년부터 사업화가 될 것으로 예상된다. 상기 모델로 산업용(대용량) 수요와 CHPS 시장까지 대응이 가능할 것으로 기대된다.

2) 해외 시장 진출: 현재 유럽(CE 인증 기획), 일본 등 건물용 해외시장 진출을 추진 중이다. 현지 인증 획득, 영업망 구축 등 이 완료된 후 2025~26년부터 본격적으로 매출이 발생할 것으로 기대된다.

다각화 정도에 따라 달라질 기업 가치 상승 속도

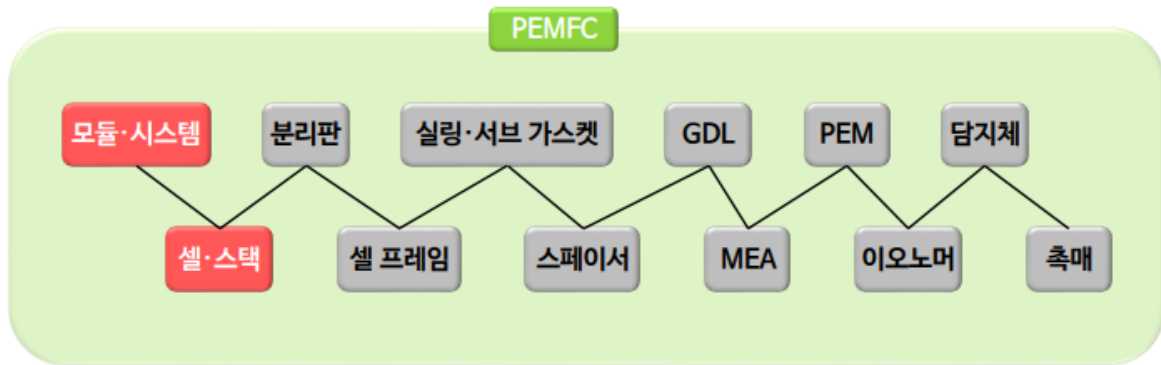
투자의견 '매수', 목표주가 2만원을 유지한다. 다각화는 외형 성장으로, 외형 성장은 점진적인 이익 개선으로, 이익 개선은 기업 가치 상승으로 이어질 것이다. 중·장기 관점에서의 접근은 여전히 유효하나 다각화를 통해 시장에 성장성을 보다 확실히 증명할 필요가 있다

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2022	46.8	1.2	0.8	123	10,231	164.9	47.3	2.0	1.2	(11.9)
2023	32.5	(2.5)	(2.3)	(337)	9,921	-	-	1.7	(3.4)	(9.5)
2024F	45.5	0.7	(0.3)	(44)	9,827	-	33.4	1.5	(0.4)	(13.3)
2025F	51.9	1.6	0.3	45	9,822	319.9	26.4	1.5	0.5	(8.3)
2026F	61.1	3.7	1.9	269	9,991	53.5	17.3	1.4	2.7	(1.7)

자료: 에스퓨얼셀, 신한투자증권

<연료전지 관련 사업 추진 현황>

PEMFC Value Chain 내 에스퓨얼셀의 사업화 현황



자료: 각 사, 산업 자료, 언론 보도 종합, 신한투자증권 추정/주: 사업 구분은 임의로 구분. 현재 사업을 영위 중이거나 사업화 계획 중인 것으로 추정되는 사업은 음영 처리(Value Chain Map 상 가로 사업 구분과 세로 사업 구분이 동일할 경우 빨강, 그 외는 남색 음영 처리)



KG이니시스

결제주 관점에서 바라볼 필요

[출처] [DS투자증권 나민욱 애널리스트](#)

투자의견 '매수', 목표주가 15,000원으로 커버리지 개시

KG이니시스에 대해 투자 의견 '매수', 목표주가 15,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가 산출 근거는 24F EPS 2,795원에 Target PER 5.5배를 적용했다. Target PER은 리오프닝에 따른 거래액 증가 기대감이 존재했던 2022년과 2023년의 평균 PER을 적용했다. 투자 포인트

는 1) 리오프닝 업종 중심의 성장 기대와, 2) 고마진의 렌탈페이 사업의 성장성과 3) 향후 역직구 활성화 시 일본 중심의 해외 거래액 성장 기대감이다. 현 주가는 24F P/E 기준 4.5배로 역사적 밴드 하단에 위치해 있다.

성장 드라이브는 1) 리오프닝 업종과, 2) 렌탈페이

24F 매출액 1.45조원(+7.7% YoY), 영업이익 1,149억원(+8.1% YoY)을 예상한다. 이 중 PG향 매출액은 1.08조원(+9.8% YoY)으로 예상한다. 2023년 기준 리오프닝 업종(여행·항공·OTA) 거래액이 4.2조원으로 이미 코로나 이전 수준을 상회했으며 2024년 역대 최대 항공교통량이 전망된다는 측면에서 업종 중 가장 높은 거래액 성장세가 기대된다. 한편 최대 60개월까지 분할 결제가 가능한 렌탈페이는 현재 가전제품, 골프 용품 등 B2C 위주로 사업을 영위 중이나 최근 설비 등 B2B 사업을 시작한 것으로 파악된다. 특히 렌탈 페이의 경우 마진율이 PG수수료 대비 상당히 높은 편으로 향후 수익성 방어에 일정 부분 기여할 것으로 전망한다.

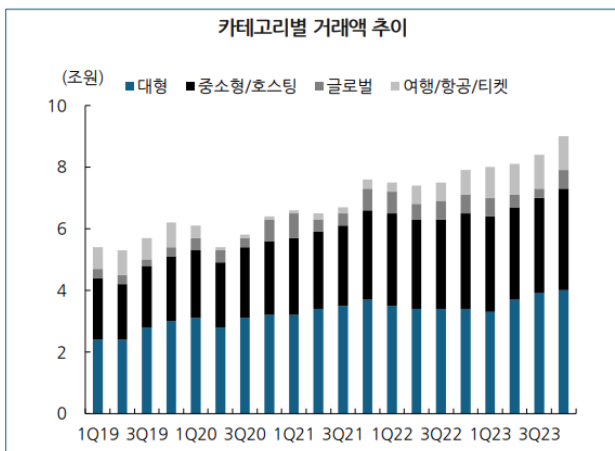
국내 가맹점의 일본 진출 시 PSP 역할 기대

일본 중심의 아웃바운드 해외 진출에 적극적인 결제사이다. 지난 21년 9월 일본 법인 설립을 시작으로 일본 대형 PG사인 GMO-PG, SBPS와 파트너십 계약을 체결했다. 22년 6월에는 여성 패션 플랫폼 SONA에 일본 결제서비스를 지원하기 시작했다. 일본 진출을 원하는 국내 가맹점에 현지 PG와의 제휴를 통해 일본 결제 수단을 제공하는 구조이다. 궁극적인 목표는 국내 대형 가맹점의 해외 진출 시 정산 서비스 제공 및 결제수단을 제공을 위한 제휴 등 크로스보더 플랫폼의 해외 진출 시 글로벌 PSP의 역할과 유사하다. 아직 사업 초기 단계로 관련 거래액은 미미한 수준으로 파악되나 향후 역직구 및 일본 진출이 가시화될 경우 관심을 기울일 필요가 있다.

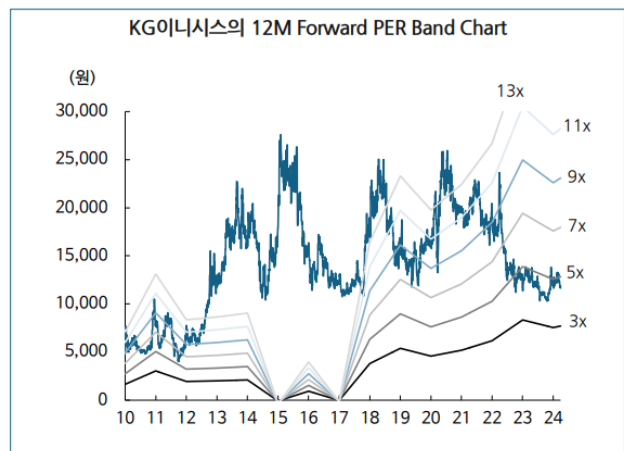
Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	1,012	1,178	1,345	1,448	1,577
영업이익	107	107	106	115	129
영업이익률(%)	10.5	9.0	7.9	7.9	8.2
세전이익	87	91	122	127	142
지배주주지분순이익	48	57	77	78	91
EPS(원)	1,725	2,054	2,775	2,795	3,275
증감률(%)	13.4	19.1	35.1	0.7	17.1
ROE(%)	14.4	15.1	17.7	15.3	15.7
PER(배)	11.0	5.7	4.3	4.1	3.5
PBR(배)	1.5	0.8	0.7	0.6	0.5
EV/EBITDA(배)	3.7	2.5	3.2	2.6	-5.4

자료: KG이니시스, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준



자료: KG이니시스, DS투자증권 리서치센터



자료: KG이니시스, DS투자증권 리서치센터

KG이니시스의 리오프닝 가맹점



자료: KG이니시스, DS투자증권 리서치센터

이니렌탈 공식몰 예시

BEST

가장 많이 찾은 상품



SAMSUNG



자세히보기

삼성 양문형 냉장고 846L 코타화이트
RS84B5001CW 5년A/S

월 34,100원 / 60개월

0% **연방**

SAMSUNG



자세히보기

삼성 BESPOKE 제트 AI 280W 고온
세척/징구 브러시 패키지 새틴베이지
VS28C973ISE

월 34,500원 / 60개월

0% **연방**

자료: KG이니시스, DS투자증권 리서치센터



헥토파이낸셜

Fin'Tech'를 실현하는 개척가

[출처] [DS투자증권 나민욱 애널리스트](#)

과거 이름은 '세틀뱅크', 그 만큼 정산(Settle)에 특화

전통 PG사와 달리 정산에 특화된 결제사이다. 크로스보더 플랫폼을 타겟한 솔루션은 크게 1) 차액 정산과, 2) 선정산으로 구분된다. '차액 정산' 솔루션은 크로스보더 플랫폼의 국내 거래대금과 국내 집행 비용을 상계시켜 순거래대금만 환전·송금해주는 서비스이다. 해당 사업을 영위하기 위해서는 1) 외국환 라이선스와, 2) 가상계좌 기반이 필요하다. 기대 효과는 1) 국내 집행 비용의 환전 및 송금 수수료 절감과, 2) 각 PG사마다 상이한 환율의 통합이다. 결론적으로 해외 가맹점의 효익이 크기에 점진적인 해외 고객사 유입 효과가 기대된다. 현재 8개 기업과 도입을 확정했으며 향후 예상되는 매출은 최소 50억원 수준이다. 현재 추가적으로 10개사와 도입을 논의 중이다.

다음 주자는 '셀러 선정산' 서비스, 일종의 매출채권 팩토링

최근 아마존의 PSP인 핑퐁페이먼트와 '선정산 솔루션' 도입 관련 MOU를 체결했다. 빠르면 2분기 내 '선정산' 서비스를 도입할 것으로 예상된다. 과거 셀러가 판매 대금을 정산 받기 위해 통상 2주가 소요됐다. 선정산 서비스는 물품 판매 대금의 80%를 최대 24시간 내 선지급하고 일종의 이자 개념의 일부 수수료를 수취하는 구조이다. 판매자의 매출채권을 수령하고 추후 아마존으로부터 대금을 수령하기 때문에 사실상 부실 리스크는 낮을 것으로 예상된다. 환변동 리스크 역시 셀러가 부담하는 구조이다. 2주 단위 정산을 감안 시 현재 보유한 현금 수준으로 연간 커버 가능한 선정산 규모는 약 1조원 수준이다.

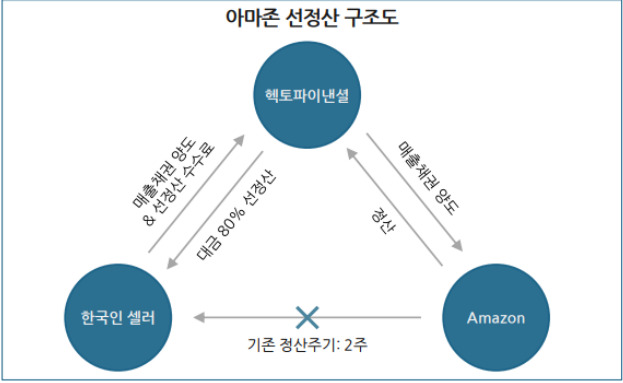
간접계약 형태 → 글로벌 PSP의 가맹점이 잠재 고객군

해외 정산 솔루션은 크로스보더 플랫폼과 직계약 형태가 아닌 PSP와 간접 계약을 진행한다. 이들은 국내 대형 가맹점과 같이 2개 이상의 PSP사를 주로 채택한다. 따라서 PSP간의 경쟁도 치열하며 가맹점 입장에서 매력적인 솔루션은 PSP의 영업력으로 작용한다. 즉 글로벌 PSP의 해외 가맹점들이 잠재 고객군이다. 참고로 핑퐁 페이먼트의 경우 Rakuten, ebay 등 굵직한 글로벌 가맹점을 고객사로 두고 있다. 또한 최근 차액정산 솔루션에 대한 인바운드 문의 역시 확대된 것으로 파악된다. 현 주가는 24F P/E 기준 10.5배로 최근의 주가 하락은 과도한 수준이다.

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	110	129	153	176	199
영업이익	15	13	13	15	17
영업이익률(%)	13.9	9.9	8.2	8.3	8.5
세전이익	28	15	15	16	19
지배주주지분순이익	21	14	11	16	17
EPS(원)	2,216	1,481	1,194	1,652	1,825
증감률(%)	80.6	-33.1	-19.4	38.4	10.5
ROE(%)	16.8	10.4	8.3	10.9	11.0
PER(배)	14.4	13.0	22.4	10.7	9.7
PBR(배)	2.2	1.3	1.8	1.1	1.0
EV/EBITDA(배)	5.9	1.8	5.0	-0.7	-1.8

자료: 헤토파이낸셜, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준



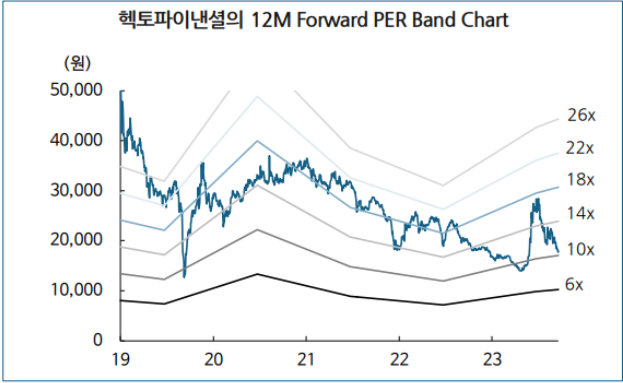
자료: DS투자증권 리서치센터 추정



자료: 헥토파이낸셜, DS투자증권 리서치센터



자료: Pingpong, DS투자증권 리서치센터



자료: 헥토파이낸셜, DS투자증권 리서치센터

