

민앤지(214180, KQ)

실적이라는 도화지에 핀테크를 그린다

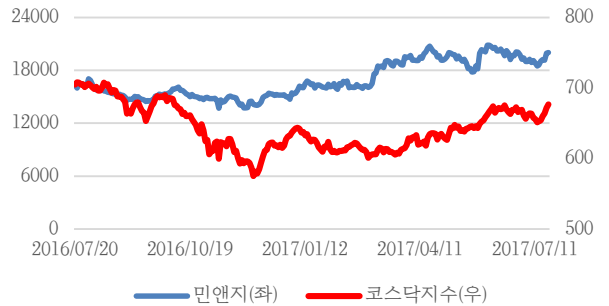
시가총액 (억원)	주가전망	적정주가 (원)	현재주가 (원)	상승여력 (%)
2,377	Positive	31,500	20,000	57.5 ↑

비즈니스 이슈

최근 IT 와 금융의 결합이 빨라지고 있다. 미래에셋대우와 네이 버는 상호 지분투자를 통해 디지털 금융사업에 공동 진출을 노리고 있으며, 최초의 인터넷전문은행 케이뱅크가 4월 출범했다. 민앤지는 이러한 트렌드를 읽고 발빠르게 움직이는 기업이다. 탄탄한 실적을 기반으로 변화를 도모하는 동사가 시장의 주목을 받을 것으로 기대되는 이유이다.

코스닥 지수 및 민앤지 주가 추이

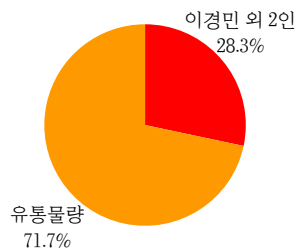
(단위 : 원, pt)



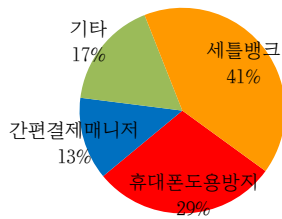
투자포인트

- ① 간편결제 시장의 확대와 정보 보안 수요 증가 → 간편결제매니저 서비스의 성장
- ② 모바일 게임 대작 출시에 따른 아이템 거래 수요 증가 → 로그인플러스, 앱 플레이어 미유의 성장
- ③ 주식시장 호황에 따른 주식투자노트 이용자 수 증가와 기존 서비스 대비 10배인 ASP에 따른 수익성 개선
- ④ 세틀뱅크 인수로 지속적인 외형 성장과 기존 사업과의 시너지 기대됨. 세틀뱅크의 실적 역시 간편결제 시장의 수혜로 대폭 성장
- ⑤ 케이뱅크 컨소시엄 일원으로 케이뱅크 지분 2% 보유, 케이뱅크 고공행진에 따라 수혜주로 부각 받을 것
- ⑥ 목표주가 산정은 2017년 예상 EPS 1,372 원에 정보보안,전자결제 업체(한국정보인증, KG이니시스)의 PER Multiple을 할인 적용

주주현황



매출구성 (2017E)



투자자 거래종합 (단위 : 주)

날짜	외국인	개인	기관
07/20	-8,242	8,355	-1,033
07/19	29,326	-34,534	-1,873
07/18	15,435	-15,508	-10
07/17	9,341	-3,556	-5,785
07/14	25,279	-18,854	-7,156
07/13	-4,435	28,973	-7,920

최근 공시 내용

날짜	내용
05/29	분기보고서
07/19	1분기 실적 공시
04/28	소속부변경
07/17	중견기업부→벤처기업부
04/19	권리락 (무상증자)
07/13	주당 1주 무상증자

민앤지 사업부문별 실적 및 주요 지표 추이

(단위 : 억원, 원, 배, %)

구 분	2015	2016	2017E	YoY	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	YoY
매출액	266	407	749	85.0%	80	87	91	148	175	118.1%
휴대폰도용방지	209	228	215	-5.7%	57	56	58	56	54	-5.6%
로그인플러스	46	49	58	18.4%	10	15	17	19	21	110.0%
간편결제매니저	7	60	98	63.3%	12	12	12	13	13	10.7%
기타	4	14	61	332.1%	1	4	3	7	8	535.1%
세틀뱅크	-	56	317	466.1%	-	-	-	54	79	-
영업이익	110	159	256	61.0%	34	36	41	49	52	
영업이익률	41%	39%	34%	-						
순이익	88	115	203	79.1%	29	31	34	24	48	
EPS(지배주주순이익 감안)	835	916	1,372	90.1%						
PER	19.64	16.37	14.58							

이 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공 목적으로 제작되었습니다. 이 조사자료는 당사의 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 이 자료는 당사 홈페이지 (www.researcharum.com)에서도 이용하실 수 있습니다.



신규 서비스의 호조- 간편결제시장과 모바일 게임의 수혜를 동시에

웹과 모바일 시대를 주도하는 IT 보안 업체

동사는 개인정보 보호 서비스 전문 업체로 2009년 설립되었으며, 2015년 코스닥에 상장되었다. 주사업은 휴대폰도용방지서비스와 로그인 보안 서비스인 로그인 플러스가 있으며 그 외 간편결제매니저, 주식투자노트, 모바일 게임을 PC에서 구동시켜주는 애플레이어인 미뮤 등의 사업을 영위하고 있다. 자회사로는 전자 금융 솔루션 개발 업체인 세틀뱅크의 지분을 47% 보유하고 있다. 동사의 수익구조는 매출액이 사용자 수에 비례하는 경향을 보이고 있다. 동사의 서비스 중 휴대폰도용방지서비스와 간편결제서비스, 로그인 플러스의 경우 월 사용료인 1,100원 중 700원을 동사의 수익으로 인식하고 있다.

간편결제 매니저, 간편결제 서비스에 확대에 따른 수혜 예상

동사의 최근 성장을 주도하는 서비스는 2015년 출시된 간편결제매니저이다. 간편결제란 미리 등록된 결제정보로 공인인증서나 기타 정보의 입력을 생략해 빠르고 간편한 결제를 도와주는 서비스이다. 특히 모바일 쇼핑이 대세로 자리잡으면서, 네이버, 카카오 등 IT 서비스 업체부터 이베이, 쿠팡 등 대형 온라인 상점들, 그리고 카드사/은행까지 간편결제 서비스에 뛰어들었다. 2016년 한국은행 발표치에 따르면, 간편결제 시장은 모바일 쇼핑의 약 20%를 차지할 정도로 빠르게 성장하였다. 이에 따라 다양한 간편결제 서비스를 관리해주는 간편결제 매니저의 수요가 빠르게 증가하고 있다. 동사 간편결제 매니저의 17년 1분기 매출은 21억원으로 작년 동분기 대비 110% 증가하며 가파른 성장을 보이고 있다. 간편결제 매니저의 예상 17년 매출액은 98억원으로 연간 63% 성장할 것으로 추정된다.

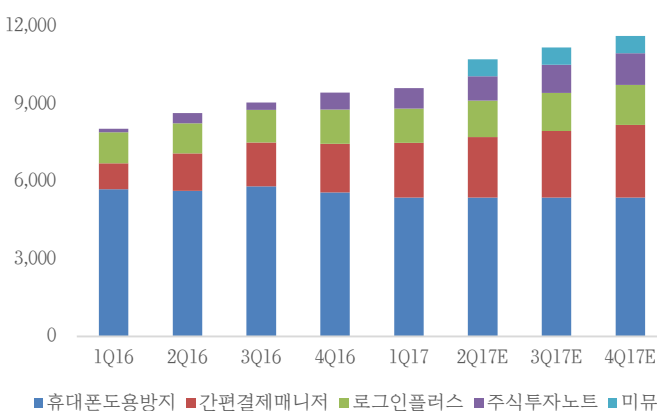
모바일 게임의 흥행에 따른 아이템 거래 시장의 부흥

최근 유저 간 아이템 거래가 불가능한 룰과 오버워치의 흥행으로 아이템 거래시장은 정체기를 겪고 있었다. 하지만 2017년 하반기부터, 리니지 M이 대히트를 기록했고, 대형 인기 게임인 리니지 이터널, 로스트 아크의 출시가 예정되어 있다. 아이템 거래가 활성화될 모바일 MMORPG大作들이 줄줄이 출시되며 게임 아이템 거래 시장이 본격적으로 성장할 것으로 전망된다. 이러한 배경 하에서 동사의 로그인 플러스와 미뮤의 수혜가 예상된다.

아이템 거래 활성화에 따른 로그인 플러스 가입자 수의 증가

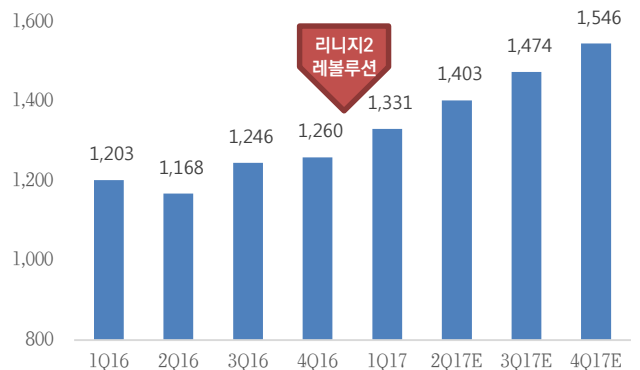
게임 아이템 거래가 활성화 되면 동사의 로그인 보안 서비스인 로그인 플러스의 이용자 수가 늘 수 밖에 없다. 사용자들이 해킹에 민감해져 철저한 보안을 원하기 때문에 자연유입이 증가할 뿐 아니라 아이템매니아 등 제휴사 이용객이 늘어 제휴광고의 노출도가 증가하기 때문이다. 이는 1) 로그인 플러스 제휴사의 80%가 게임사인 것과, 2) 작년 4분기 거래소 기능이 있는 리니지2 레블루션이 출시된 후 로그인 플러스 매출액이 6% 성장한 것으로 미루어 짐작할 수 있다. 이에 따라 동사의 로그인 플러스 매출은 거래소 기능이 있는 리니지M과 하반기 이어지는 게임들로 인해 지속적으로 성장하여 17년 매출 58억원(Yoy+18.4%)을 달성할 것으로 전망된다.

[그림 1] 분기별 매출 비중 및 추이 (2016~) (단위: 천 원)



자료 : 민앤지, 올스타팀

[그림 2] 로그인 플러스 분기별 매출 추이 (단위: 백만원)



자료 : 민앤지, 올스타팀

**모바일 게임들의
PC화를 이끌어가는
미뮤**

애플레이어인 미뮤는 2분기 일일 이용자가 40% 증가하였고 설치횟수가 276% 증가하여 누적 다운로드 수 376만명을 달성하였다. 모바일 게임인 MMORPG가 인기를 누리면서 게이머들이 배터리를 크게 소모하지 않고 PC에서 오랫동안 플레이 할 수 있도록 구동시켜주는 애플레이어를 선호하는 추세가 두드러지고 있기 때문이다. 리니지 M의 흥행과 추후에 나올 모바일 게임들로 인해 그 성장률은 더욱 가파르게 오를 예정이다. 미뮤의 수익 대부분은 광고에서 창출되는데, 지난해 말에는 제이앤피게임즈와 광고 영업에 대한 독점 계약을 체결하여 올 2분기부터 광고수익이 발생할 것이며 올해 20억원의 매출이 전망된다.

**가파른 성장세의
주식투자노트 매출**

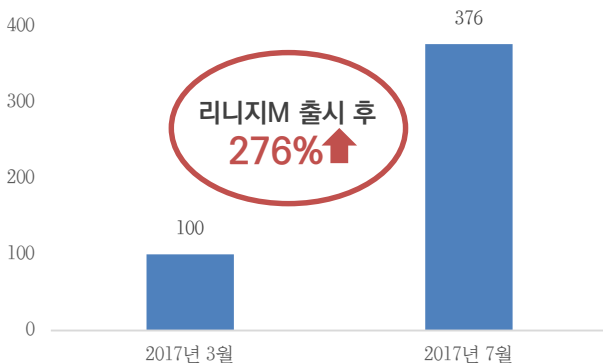
동사의 주식투자노트 매출은 17년 45억원으로 YoY 208% 성장을 거둘 것으로 보인다. 올해 1분기 매출액은 7.9억원으로 작년 1분기 1.2억원에 비해 6배 이상 증가한 것을 감안했을 때, 폭발적인 성장세를 이어 갈 것으로 판단된다. 코스피가 연일 최고치를 경신하며 2430선을 돌파했다. 상승 장이 지속됨에 따라 주식시장에 대한 사람들의 관심도 높아지고, 주식투자노트에 대한 인기도 상승 중이다. 주식투자노트는 기존 동사가 영위하던 서비스 이용료 1,000원의 10배인 10,000원에 제공되기 때문에 수익성까지 보장된다. 주식시장의 성장에 힘입어 하반기에 ASP가 20,000원인 '로보어드바이저' 상품이 출시될 예정으로 추가 성장 모멘텀까지 갖추고 있다.

핀테크로의 자신있는 도약, 세틀뱅크 인수

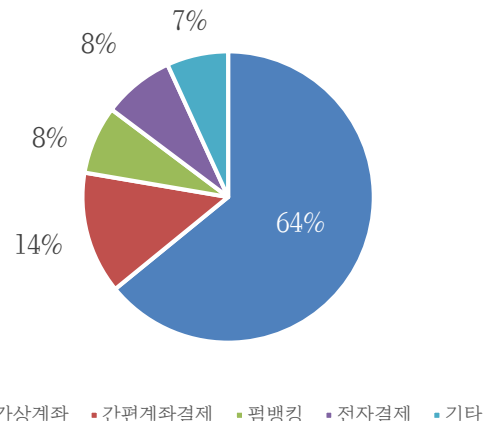
**민앤지의 자회사로 된
세틀뱅크는 어떤 회사?**

민앤지는 2016년 11월, 세틀뱅크의 지분 47%를 464억원에 인수하였다. 세틀뱅크의 주력사업은 가상계좌 서비스이다. 세틀뱅크는 2000년부터 가상계좌 서비스를 시작하여 M/S 90%를 차지하는 독점적 지위를 누리고 있다. 국내 가상계좌 거래대금 규모는 2010년부터 2016년 까지 연 평균 19%의 고속 성장을 이어오고 있다. 사업 초기에는 주로 공과금, 세금 납부로 용도가 제한적이었으나, 최근 들어 온라인 결제수단과 간편송금 서비스에까지 용도가 확대되었기 때문이다. 이에 따라 관련 서비스를 제공하고 수수료를 받는 세틀뱅크 역시 2010년 91억원 규모에서, 2016년 262억원으로 매출액이 급등했다. 또한 2015년부터 시작한 간편계좌결제 사업의 성장성이 무섭다. 세틀뱅크는 2015년 쿠팡 로켓페이로 시작으로, 네이버, 카카오 등 국내 간편결제 시장의 리더들에게 결제 솔루션을 공급하고 있다. 고객사가 늘어나고 시장규모가 확대되면서 간편계좌결제 매출액은 2015년 9억원에서 2016년 31억원으로 200% 이상 성장했다.

[그림 3] 미뮤 다운로드 수 추이 (단위: 만)



[그림 4] 세틀뱅크 매출 구성(2017E)



자료 : 아이뉴스, 올스타팀

자료 : 세틀뱅크, 올스타팀

간편송금으로 가상계좌 매출 성장 가속화, 하반기 모-자회사간 시너지까지 더해질 것

간편송금과 가상계좌, 최고의 케미를 보여준다.

가상계좌 결제건수는 2010년대 들어 고속 성장을 이어오다 2015년 그 성장세가 다소 주춤했다. [그림5] 기존 가상계좌의 단점은 송금 시 OTP, 보안카드를 이용해야 하는 번거로움이었다. 그러나 토스를 필두로 한 간편송금 서비스의 등장은 이러한 가상계좌의 약점을 보완해주었다. 또한 메신저와 연동이 되기에, 가상계좌번호를 옮겨 적어야 하는 불편함마저 사라졌다. 작년 1분기 토스의 등장부터, 가상계좌 결제건수는 다시 빠르게 성장하는 중이다. 이에 더해, 세틀뱅크는 토스와 카카오 페이 등 대표적인 간편 송금 서비스에 송금 솔루션을 제공하고, 송금액의 일부를 중계 수수료로 취한다. 작년 1월 1,000억원이던 토스의 누적 송금액은 지난 달 5조원을 돌파했다.

이에 힘입어, 올 1분기 세틀뱅크의 매출액은 80억원을 기록했다. 작년 총 매출액이 252억원임을 감안한다면 놀라운 실적 성장이다. 이러한 성장 추세에 따라 2017년 세틀뱅크 매출액, 영업이익, 순이익은 각각 317억원, 90억원, 74억원 으로 전망한다.

민앤지와 세틀뱅크의 공통분모는 간편결제, 하반기 시너지를 기대하라.

이렇듯 세틀뱅크는 성장이 기대되는 탄탄한 기업이지만, 모회사가 된 민앤지와 별다른 시너지를 기대하기 어려워 보인다. 그러나 두 회사의 최근 성장의 내용을 들여다보면, 공통분모를 찾을 수 있다. 키워드는 ‘간편결제’이다. 민앤지는 ‘간편결제매니저’ 서비스의 성장세가 두드러지고, 세틀뱅크는 ‘간편계좌결제’가 핵심사업으로 떠오르고 있다. 실제로 언론 인터뷰를 종합해보면, 올 3분기 민앤지는 신용카드 결제 시장에 침투할 현금결제 서비스를 출시한다는 계획이다. 네이버, 카카오, 이베이코리아, 쿠팡 등을 고객으로 확보하고 있는 세틀뱅크의 영업망과 민앤지의 서비스 기획력이 시너지를 발할 것으로 기대된다. 구체적인 서비스의 모습을 상상하기는 힘들지만, 그 파급력에 따라 하반기 주가 상승 모멘텀과 이익 성장을 기대해볼 수 있을 것이다. 또한 민앤지는 케이뱅크 컨소시엄의 일원으로 케이뱅크 지분의 2%를 보유하고 있다. 인터넷전문은행은 비대면/모바일로 업무가 진행되기 때문에 민앤지의 정보보안 기술과 가상계좌 기술이 인터넷 은행 사업에서 또다른 시너지를 이룰 것으로 예상된다.

**주가전망 ‘긍정적’
적정주가
31,000원으로
커버리지 제시**

올해는 동사 본업의 매출 다각화로 인한 외형 성장과 세틀뱅크 인수에 의한 매출이 본격화되는 한 해라는 점에서 주가를 움직이는 펀더와 모멘텀이 조화를 이루는 시기이다. 이에 따라 본 리서치 팀은 동사에 대한 주가전망 Positive, 적정주가 31,500원으로 커버리지를 개시한다. 적정주가 산정은 동사의 2017년 예상 EPS 1,372원에 정보인증업체 한국정보인증과 PG업체 KG이니시스의 평균 PER를 10% 할인한 PER 22.95배를 적용했다. 할인에 대한 이유는 1) 동사의 시장 내 입지가 Peer그룹 대비 낮다는 점과 2) 동사가 핀테크 시장에 후발주자로 들어섰다는 점이다.

[그림 5] 분기별 가상계좌 결제 건수 추이 (2012~) (단위: 천건)



자료 : 통계청, 올스타팀

[그림 6] 일 평균 간편 송금 이용건수 및 이용금액 추이 (단위:천건, 백만원)

구분	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17
이용건수	63	118	149	243	312
이용금액	2,288.8	4,657.5	7,918.9	12,219.9	17,604.3



자료 : 한국은행 간편송금 서비스 이용 현황, 올스타

APPENDIX

매출액가정

1. 간편결제매니저, 로그인플러스, 주식투자노트

간편결제매니저, 로그인플러스, 주식투자노트의 가입자 수는 16년 4분기에서 17년 1분기까지의 상승 추세를 반영하여 월 37,000명, 11,333명, 2,298명씩 증가한다고 가정하였다. 여기에 간편결제매니저, 로그인플러스 ARPU 700원, 주식투자노트의 ARPU 7,000원을 반영하여 매출액을 산정하였다.

가입자수	17년 1월	17년 2월	17년 3월	17년 4월	17년 5월	17년 6월	17년 7월	17년 8월	17년 9월	17년 10월	17년 11월	17년 12월
간편결제매니저	969,000	1,006,000	1,043,000	1,080,000	1,117,000	1,154,000	1,191,000	1,228,000	1,265,000	1,302,000	1,339,000	1,376,000
로그인플러스	622,666	633,999	645,332	656,665	667,998	679,331	690,664	701,997	713,330	724,663	735,996	747,329
주식투자노트	35,596	37,894	40,192	42,490	44,788	47,086	49,384	51,682	53,980	56,278	58,576	60,874

2. 휴대폰번호 도용방지 서비스

휴대폰번호 도용방지 서비스는 동사의 주력 제품이었지만, 성장이 정체된 것을 고려하여 1분기 매출액 x 4 하여 산정하였다.

3. 미뮤 (앱 플레이어)

미뮤 부문의 매출은 회사측 가이드نس 40억원을 보수적으로 적용해 20억원으로 가정하였다.

(단위: 천 원)	2016	2017E
간편결제매니저	6,031,315	9,849,000
로그인플러스	4,875,810	5,753,979
주식투자노트	1,461,032	4,501,826
휴대폰번호도용방지서비스	22,760,475	21,541,080
미뮤	-	2,000,000

4. 세틀뱅크

세틀뱅크의 경우, 16년도 매출액에 사업부문별로 성장률을 차등 적용하여 17년 매출액을 가정하였다.

- 1) 가상계좌 : 2015-2016 가상계좌 거래대금 성장률(19%) 이용 (참고 : 통계청 지급결제통계)
- 2) 간편계좌결제, 전자결제(PC) : 2017 1월~5월 전년도 동월 대비 모바일 쇼핑 거래대금 성장률(37.8%) 이용 (참고 : 통계청 온라인쇼핑동향조사)
- 3) 펌뱅킹 : 2014~2016 세틀뱅크 펌뱅킹 매출 CAGR 적용
- 4) 기타 : 직전 2개년도의 평균값을 가정

(단위: 천 원)	2016	2017E
가상계좌	17,017,835	20,302,375
간편계좌결제	3,141,754	4,297,291
펌뱅킹	2,094,503	2,396,412
전자결제	1,832,690	2,506,753
기타	2,094,503	2,162,758

APPENDIX

비용추정

1. 민앤지 비용추정

민앤지 영업이익은 2017년 1분기 영업이익률 38.15%를 적용하여 산정하였다. 기타 수익 및 비용, 금융 수익 및 비용은 직전 2개년도 평균치를 사용하였다. 법인세는 직전년도 법인세율 18.7%를 적용하였다. 또한 작년과 동일하게 종속기업 관련 손손실 3.1억원을 당기순이익에서 차감하였다. 이에 따른 민앤지의 별도 손익계산서는 아래와 같다.

별도 (단위:천원)	17년 민앤지
매출액	43,195,885
영업비용	26,716,655
영업이익	16,479,230
기타수익	132,532
기타비용	437,587
금융수익	327,109
금융비용	292,057
법인세비용차감전순이익	16,209,227
법인세비용	3,031,125
당기순이익	13,178,102

2. 세틀뱅크 비용추정

세틀뱅크의 영업이익률은 직전년도와 동일함을 가정하였다. (28.3%) 금융비용과 기타비용에서는 회원권 손상차손과 전환사채 평가손익 등 일회성 비용을 제외하고 전년도와 동일하게 가정하였다. 법인세율은 직전년도 법인세율 17.4%를 적용하였다. 이에 따른 연결 손익계산서는 아래와 같다.

연결제무재표 (단위:천원)	17년
매출액	74,861,474
영업비용	49,405,670
영업이익	25,455,804
기타수익	146,311
기타비용	730,575
금융수익	581,222
금융비용	307,358
법인세비용차감전순이익	25,145,404
법인세비용	4,587,199
당기순이익	20,248,205
EPS (지배주주순이익감안)	1,372

Compliance Notice

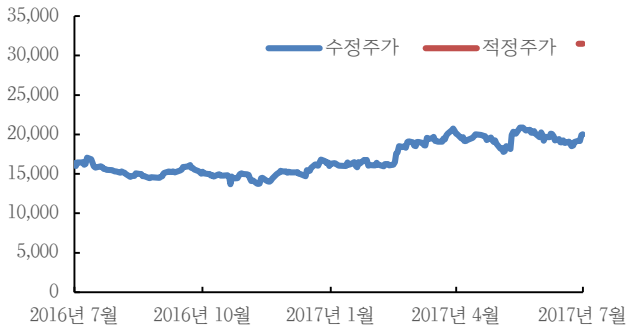
- ❖ 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 조사분석 담당자의 의견이 정확하게 반영되었습니다.(작성자 : 이희우,전영진, 황순영)
- ❖ 당사는 동 자료를 기관투자자나 제3자에 사전 제공한 사실이 없습니다.
- ❖ 당사는 발간일 현재 동 종목 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 조사분석 담당자는 발간일 현재 동 종목을 보유하고 있지 않습니다.

기업 및 산업분석 주가전망 구분

Positive	3개월 내 시장 대비 30% 이상의 주가 상승이 예상될 경우
Neutral	3개월 내 시장 대비 -10%~10%의 주가등락이 예상될 경우
Negative	3개월 내 시장 대비 10% 이상의 주가 하락이 예상될 경우

(종목명) 주가추이 및 적정주가

(단위 : 원)



Rating Change

날짜	적정주가	주가전망
2017. 7. 21	31,000원	Positive