

카페24 (042000)

작년보다 나은 올해

매수 (유지)

주가 (1월 23일)	105,800 원
목표주가	130,000 원 (하향)
상승여력	22.9%

김규리 ☎ (02) 3772-1549
✉ kimkyuri@shinhan.com

윤창민 ☎ (02) 3772-1579
✉ changmin.yoon86@shinhan.com

KOSPI	2,127.78p
KOSDAQ	695.63p
시가총액	997.8 십억원
액면가	500 원
발행주식수	9.4 백만주
유통주식수	6.3 백만주(66.5%)
52 주 최고가/최저가	204,000 원/75,500 원
일평균 거래량 (60 일)	97,139 주
일평균 거래액 (60 일)	9,857 백만원
외국인 지분율	32.38%
주요주주	우창균 외 13 인 33.47%

절대수익률	3 개월	-11.8%
	6 개월	-39.8%
	12 개월	-
KOSDAQ 대비	3 개월	-8.9%
상대수익률	6 개월	-34.5%
	12 개월	-

* 3 분기 거래액 +15% YoY 기록, 추석 연휴에는 온라인 쇼핑 거래가 감소하기 때문;
17년 연휴는 10월 초, 18년과 19년 연휴는 9월 말

- ◆ 4Q18 매출액과 영업이익 각각 14%, 89% YoY 성장 전망
- ◆ 19년 매출액 +29% YoY 예상; M&A 효과 덕분
- ◆ 투자의견 '매수' 유지, 목표주가 130,000원으로 하향

4Q18 매출액과 영업이익 각각 14%, 89% YoY 성장 전망

4Q18 매출액과 영업이익은 각각 512억원(+14% YoY), 63억원(+89% YoY)으로 전망된다. 거래액은 2.3조원(+20% YoY)으로 지난 분기의 일회적인 부진에서 벗어났다. 상품 공급 자회사 제이씨어패럴은 5% YoY 역성장하며 부진한 흐름을 이어가겠다. 인건비는 190억원으로 9.3% YoY 증가가 예상된다.

19년 매출액 +29% YoY 예상; M&A 효과 덕분

19년 거래액과 매출액은 각각 9.3조원(+17% YoY), 2,142억원(+29% YoY)으로 전망된다. 영업이익은 373억원으로 전년 대비 123% 성장이 예상된다. 영업 레버리지 효과로 인해 영업이익률은 17%(+7%p YoY)를 기록할 전망이다.

거래액 성장률(17% YoY)보다 매출액 성장률(29% YoY)이 높은 이유는 지난해 말 인수한 '핍즈'와 '필웨이' 때문이다. '핍즈'는 개인 쇼핑몰들에게 재고 관리 솔루션을 제공하는 업체다. 19년 매출액 56억원(+12% YoY), 영업이익 32억원(+13% YoY)이 예상된다. '필웨이'는 명품 거래 플랫폼이다. 19년 매출액 149억원(+5% YoY), 영업이익 69억원(+6% YoY)이 예상된다.

인수 효과를 제외한 19년 매출액과 영업이익은 각각 1,937억원(+16% YoY), 273억원(+63% YoY)이 예상된다. 추정치는 일본 진출을 반영하지 않은 수치이다. 향후 일본 사업이 가시화 된 후 실적 추정치 상향 조정이 가능하다.

투자의견 '매수' 유지, 목표주가 130,000원으로 하향

목표주가를 130,000원으로 13% 하향한다. 글로벌 동종업체 Shopify (SHOP US) 대비 밸류에이션 할인 폭 조정(기존 30% → 50%)을 반영했다. 주가 반등의 조건으로 1)본업 실적 추정치 상향 조정, 2)일본 진출 성과 가시화 등을 제시한다. 중장기적 1)안정적인 외형 성장(19년 +29% YoY), 2)영업 레버리지 효과(19년 영업이익률 +7%p YoY)를 근거로 투자의견 '매수'를 유지한다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2016						신규 상장						
2017	142.6	7.4	6.3	5.1	641		1,728				37.1	(60.7)
2018F	166.7	16.8	(24.9)	(28.5)	(3,166)	적전	11,642	(34.7)	42.7	9.4	(46.2)	(57.0)
2019F	214.2	37.3	38.5	30.0	3,181	흑전	14,823	33.1	19.7	7.1	24.0	(67.1)
2020F	245.5	49.1	50.8	39.6	4,198	32.0	19,021	25.1	14.8	5.5	24.8	(74.8)

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

카페24의 4분기 영업 실적 테이블

(십억원, %)	4Q18F	4Q17	YoY	3Q18	QoQ	기존 추정	컨센서스
매출액	51.2	44.8	14.3	38.4	33.2	52.6	54.1
영업이익	6.3	3.4	88.8	3.2	98.5	8.9	7.3
순이익	5.2	1.9	178.1	14.2	(63.7)	7.2	6.5
영업이익률	12.4	7.5		8.3			
순이익률	10.1	4.1		37.0			

자료: 회사 자료, 신한금융투자

카페24의 연간 영업실적 전망 변경 테이블

	변경 전		변경 후		변경률	
(십억원, %)	2018F	2019F	2018F	2019F	2018F	2019F
매출액	168.1	199.7	166.7	214.2	(0.8)	7.3
영업이익	19.3	34.9	16.8	37.3	(13.2)	7.0
순이익	(38.1)	28.3	(28.5)	30.0	-	6.0
영업이익률	11.5	17.5	10.0	17.4		
순이익률	(22.7)	14.2	(17.1)	14.0		

자료: 신한금융투자 추정

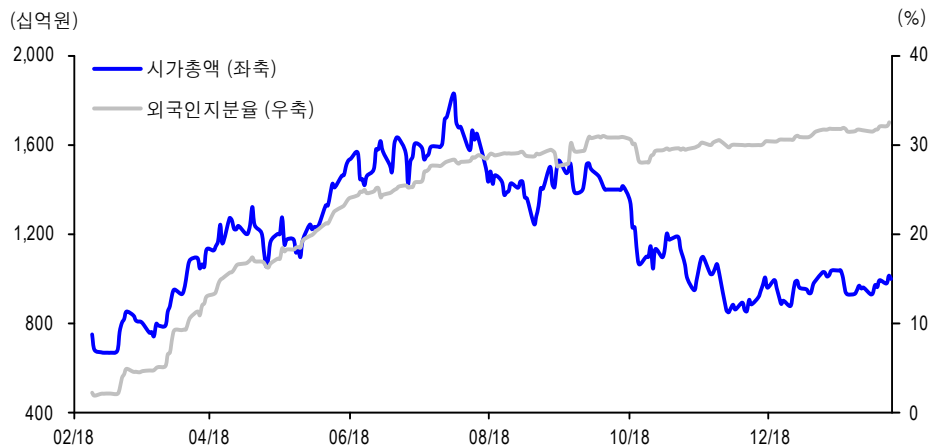
카페24의 밸류에이션 테이블

	구분	단위	값	비고
SPS	매출액	(십억원)	214.2	(A) 2019년 추정 실적 기준
	주식 수	(천 주)	9,431	(B) 주식 수
	SPS	(원)	22,711	(C) = (A) / (B)
Target PSR		(배)	5.9	(D) Shopify PSR 11.8배 50% 할인
주당 가치		(원)	133,994	(E) = (C) * (D)
목표주가		(원)	130,000	기존 목표주가: 150,000원
현재주가		(원)	105,800	현재 PSR: 4.7배
상승여력		(%)	22.9	

자료: 신한금융투자 추정

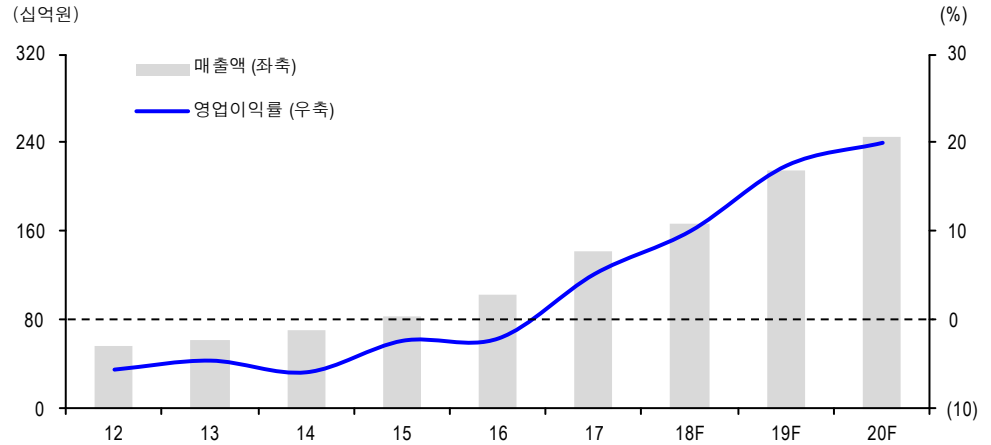
주1: 밸류에이션 할인 요인 1)시장 간 밸류에이션 차이(NYSE 12개월 선행 PSR 2.0배, KOSDAQ PSR 1.2배), 2) 사업부 차이(Shopify는 자체 PG 보유 + 대출 사업 진행 중) / 주2: 주식 수는 신주인수권(BW, 행사기간 18년 8월 16일~20년 7월 16일) 482,400주 반영

카페24의 시가총액, 외국인 지분을 추이



자료: 회사 자료, 신한금융투자 / 주: 18년 2월 8일 상장

카페24의 영업 실적 추이 및 전망



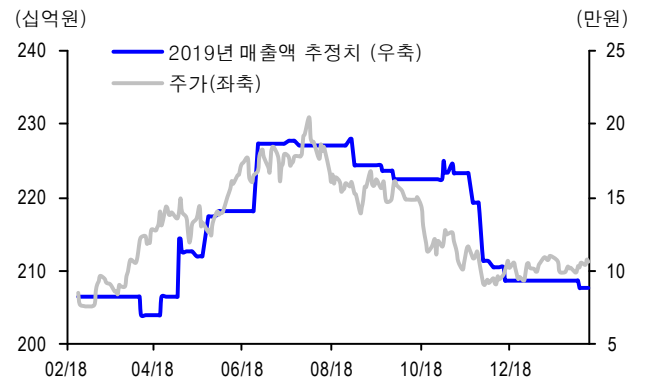
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정 / 주: 2017년부터 연결 자회사 추가

카페24의 PSR 밴드 차트



자료: Bloomberg, 신한금융투자 / 주: 18년 2월 상장

카페24의 2019년 매출액 추정치, 주가 추이



자료: Bloomberg, 신한금융투자 / 주: 18년 2월 상장

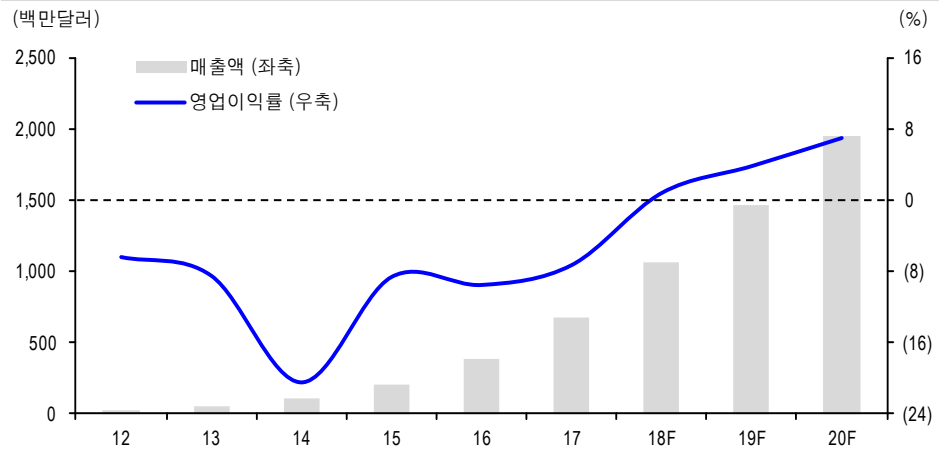
카페24의 분기별 영업 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018F	2019F
거래액 (조원)	1.5	1.7	1.7	1.9	1.8	1.9	1.9	2.3	2.2	2.2	2.3	2.7	6.7	7.9	9.3
증감률	22.7	28.6	29.9	31.1	22.8	14.2	15.3	20.3	18.3	17.7	17.2	16.7	28.3	18.1	17.4
매출액	31.6	33.0	33.1	44.8	36.6	40.5	38.4	51.2	48.0	52.4	49.8	64.0	142.6	166.7	214.2
쇼핑몰 솔루션	14.7	15.5	15.9	18.6	18.2	19.7	18.8	22.6	21.7	23.4	22.3	26.6	64.7	79.3	93.9
광고 솔루션	5.7	6.4	5.9	7.0	6.9	7.5	7.2	8.5	8.2	8.9	8.5	10.1	25.1	30.1	35.7
호스팅 솔루션	6.6	6.6	6.7	6.7	7.0	7.3	7.3	7.4	7.7	8.0	8.1	8.2	26.7	29.1	32.0
상품 매출	4.6	4.5	4.6	12.4	4.5	6.0	5.1	12.7	5.3	7.0	5.8	14.0	26.2	28.2	32.1
신규 인수 법인									5.0	5.1	5.2	5.2			20.5
영업이익	1.3	1.2	1.5	3.4	3.1	4.1	3.2	6.3	8.2	9.2	8.2	11.7	7.4	16.8	37.3
기존 사업부	1.3	1.2	1.5	3.4	3.1	4.1	3.2	6.3	5.8	6.7	5.6	9.1	7.4	16.8	27.3
신규 인수 법인									2.5	2.5	2.5	2.6			10.1
순이익	1.1	0.8	1.3	1.9	2.7	(50.5)	14.2	5.2	6.6	7.4	6.6	9.4	5.1	(28.5)	30.0
매출액 증감률	32.5	34.3	34.9	55.3	15.8	22.7	16.0	14.3	31.1	29.4	29.5	25.1	40.0	16.9	28.5
영업이익 증감률	적자	적자	적자	254.5	136.7	231.2	114.7	88.8	165.1	123.0	156.9	84.9	흑전	126.5	122.9
순이익 증감률	적자	적자	적자	0.2	134.2	적자	1,009.8	178.1	149.5	적자	(53.5)	81.9	흑전	적전	흑전
영업이익률	4.2	3.8	4.5	7.5	8.5	10.2	8.3	12.4	17.2	17.6	16.4	18.3	5.2	10.0	17.4
순이익률	3.6	2.5	3.9	4.1	7.3	(124.8)	37.0	10.1	13.8	14.1	13.3	14.6	3.6	(17.1)	14.0

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정 / 주1: 2017년부터 연결 자회사 추가; 2019년부터 핏즈, 필웨이 자회사 추가

주2: 2Q18 순이익 적자는 파생상품평가손실이 540억원 반영되었기 때문; 상장 전 발행한 신주인수권부사채(행사 가능 주식 수 482,440주)의 행사가액을 기준 57,000원(총액 275억원)에서 기말 증가 179,000원(총액 864억원)으로 조정하는 과정에서 차액이 영업의 평가손실로 반영 / 3Q18는 반대로 주가 하락에 따른 평가이익이 반영 (8월 16일 BW 행사, 향후에는 발생하지 않을 이슈임)

Shopify 영업 실적 추이 및 전망



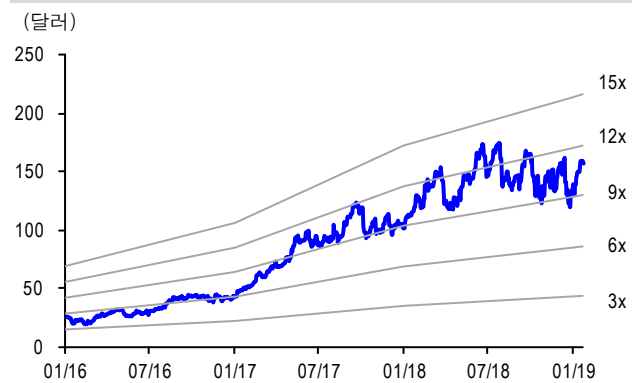
자료: Bloomberg, 신한금융투자

Shopify 영업 실적 추이 및 전망

(백만달러, %)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F
매출액	23.7	50.3	105.0	205.2	389.3	673.3	1,056.4	1,473.2
Merchant	4.5	11.9	38.4	93.3	200.7	363.3	584.6	835.0
Subscription	19.2	38.3	66.7	112.0	188.6	310.0	471.9	638.3
매출총이익	18.9	36.7	61.8	111.1	209.5	380.3	589.9	831.6
Merchant	4.0	6.9	11.9	23.6	60.4	131.5	215.1	319.5
Subscription	14.9	29.8	49.9	87.4	149.1	248.8	374.8	512.1
영업이익	(1.5)	(4.3)	(21.6)	(17.8)	(37.2)	(49.2)	9.2	57.7
순이익	(1.2)	(4.8)	(22.3)	(18.8)	(35.4)	(40.0)	28.7	73.7
매출액 증감률		111.9	109.0	95.4	89.7	72.9	56.9	39.5
매출총이익 증감률		94.0	68.2	79.7	88.6	81.5	55.1	41.0
영업이익 증감률		적지	적지	적지	적지	적지	흑전	529.6
순이익 증감률		적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
매출총이익률	79.9	73.1	58.8	54.1	53.8	56.5	55.8	56.5
영업이익률	(6.4)	(8.5)	(20.6)	(8.7)	(9.5)	(7.3)	0.9	3.9
순이익률	(5.2)	(9.6)	(21.2)	(9.2)	(9.1)	(5.9)	2.7	5.0

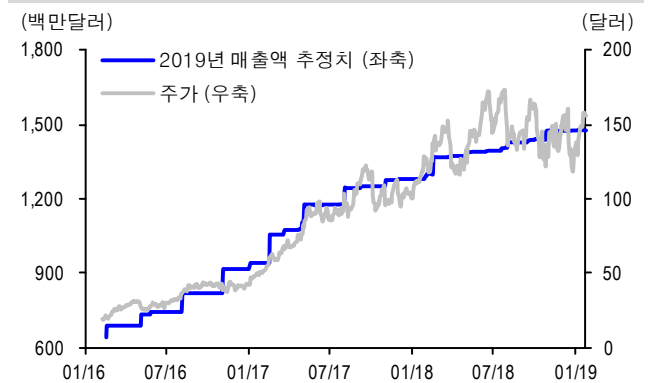
자료: Bloomberg, 신한금융투자 추정

Shopify의 PSR 밴드 차트



자료: Bloomberg, 신한금융투자

Shopify의 2019년 매출액 추정치, 주가 추이



자료: Bloomberg, 신한금융투자

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
자산총계		71.9	144.8	183.0	228.2
유동자산		53.4	82.6	118.3	161.7
현금및현금성자산		37.7	64.6	95.8	136.1
매출채권		14.0	16.0	20.0	22.7
재고자산		0.5	0.6	0.7	0.8
비유동자산		18.5	62.2	64.7	66.4
유형자산		12.2	16.4	19.0	20.8
무형자산	신규	1.0	3.4	3.3	3.3
투자자산	상장	0.0	36.0	36.0	36.0
기타금융투자자산		0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계		58.2	35.0	43.2	48.8
유동부채		29.5	32.8	40.5	45.8
단기차입금		0.3	0.3	0.3	0.3
매입채무		2.0	2.3	2.9	3.3
유동성장기부채		2.4	1.9	1.9	1.9
비유동부채		28.7	2.1	2.7	3.0
사채		26.8	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)		0.1	0.1	0.1	0.1
기타비유동부채		0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계		13.7	109.8	139.8	179.4
자본금		4.0	4.7	4.7	4.7
자본잉여금		12.3	136.1	136.1	136.1
기타자본		0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액		(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
이익잉여금		(2.4)	(30.9)	(0.9)	38.7
지배주주지분		13.7	109.8	139.8	179.4
비지배주주지분		0.0	0.0	0.0	0.0
*총차입금		29.5	2.2	2.2	2.2
*순차입금(순현금)		(8.3)	(62.6)	(93.8)	(134.2)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동으로인한현금흐름		12.3	23.3	41.9	51.1
당기순이익		5.1	(28.5)	30.0	39.6
유형자산상각비		4.4	5.3	7.2	8.0
무형자산상각비		0.8	0.8	1.0	1.0
외화환산손실(이익)		0.5	(0.3)	0.0	0.0
자산처분손실(이익)		(0.0)	0.0	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)		0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본변동		(0.5)	2.4	3.7	2.5
(법인세납부)	신규	(0.0)	(2.0)	(8.5)	(11.2)
기타	상장	2.0	45.6	8.5	11.2
투자활동으로인한현금흐름		(3.5)	(51.4)	(10.7)	(10.8)
유형자산의증가(CAPEX)		(4.8)	(9.5)	(9.8)	(9.8)
유형자산의감소		0.1	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)		(0.2)	(3.2)	(0.9)	(1.0)
투자자산의감소(증가)		0.0	(34.4)	0.0	0.0
기타		1.4	(4.3)	0.0	0.0
FCF		N/A	17.3	30.8	39.7
재무활동으로인한현금흐름		16.8	54.7	(1.2)	(0.5)
차입금의 증가(감소)		(1.2)	(0.5)	(1.2)	(0.5)
자기주식의처분(취득)		0.0	0.0	0.0	0.0
배당금		0.0	0.0	0.0	0.0
기타		18.0	55.2	0.0	0.0
기타현금흐름		0.0	0.0	0.0	0.0
연결법위변동으로인한현금의증가		0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과		(0.6)	0.3	0.0	0.0
현금의증가(감소)		25.0	26.9	31.2	40.3
기초현금		12.6	37.7	64.6	95.8
기말현금		37.7	64.6	95.8	136.1

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액		142.6	166.7	214.2	245.5
증가율 (%)		-	16.9	28.5	14.6
매출원가		19.0	20.0	22.7	26.0
매출총이익		123.6	146.8	191.5	219.5
매출총이익률 (%)		86.7	88.0	89.4	89.4
판매관리비		116.2	130.0	154.2	170.4
영업이익		7.4	16.8	37.3	49.1
증가율 (%)	신규	-	126.5	122.9	31.5
영업이익률 (%)	상장	5.2	10.0	17.4	20.0
영업외손익		(1.1)	(41.6)	1.1	1.6
금융손익		(0.4)	(41.9)	1.1	1.6
기타영업외손익		(0.7)	0.3	0.0	0.0
종속 및 관계기업관련손익		0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익		6.3	(24.9)	38.5	50.8
법인세비용		1.2	3.7	8.5	11.2
계속사업이익		5.1	(28.5)	30.0	39.6
중단사업이익		0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익		5.1	(28.5)	30.0	39.6
증가율 (%)		-	적전	흑전	32.0
순이익률 (%)		3.6	(17.1)	14.0	16.1
(지배주주)당기순이익		5.1	(28.5)	30.0	39.6
(비지배주주)당기순이익		0.0	0.0	0.0	0.0
총포괄이익		4.9	(28.4)	30.0	39.6
(지배주주)총포괄이익		4.9	(28.4)	30.0	39.6
(비지배주주)총포괄이익		0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA		12.6	22.8	45.5	58.1
증가율 (%)		N/A	81.1	99.7	27.6
EBITDA 이익률 (%)		8.8	13.7	21.3	23.7

주: 영업이익은 2012년 개정 K-IFRS 기준(매출총이익-판매관리비)

주요 투자지표

12월 결산	2016	2017	2018F	2019F	2020F
EPS (당기순이익, 원)		641	(3,166)	3,181	4,198
EPS (지배순이익, 원)		641	(3,166)	3,181	4,198
BPS (자본총계, 원)		1,728	11,642	14,823	19,021
BPS (지배지분, 원)		1,728	11,642	14,823	19,021
DPS (원)		0	0	0	0
PER (당기순이익, 배)		0.0	(34.7)	33.1	25.1
PER (지배순이익, 배)		0.0	(34.7)	33.1	25.1
PBR (자본총계, 배)		0.0	9.4	7.1	5.5
PBR (지배지분, 배)		0.0	9.4	7.1	5.5
EV/EBITDA (배)	신규 상장	(0.7)	42.7	19.7	14.8
배당성향 (%)		0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)		N/A	0.0	0.0	0.0
수익성					
EBITDA 이익률 (%)		8.8	13.7	21.3	23.7
영업이익률 (%)		5.2	10.0	17.4	20.0
순이익률 (%)		3.6	(17.1)	14.0	16.1
ROA (%)		7.1	(26.3)	18.3	19.3
ROE (지배순이익, %)		37.1	(46.2)	24.0	24.8
ROIC (%)		N/A	469.1	439.8	635.1
안정성					
부채비율 (%)		424.0	31.9	30.9	27.2
순차입금비용 (%)		(60.7)	(57.0)	(67.1)	(74.8)
현금비용 (%)		127.7	196.6	236.3	297.5
이자보상배율 (배)		15.6	27.6	866.6	1,139.7
활동성					
순운전자본회전을 (회)		(12.7)	(13.8)	(14.8)	(14.3)
재고자산회수기간 (일)		1.3	1.2	1.1	1.1
매출채권회수기간 (일)		35.8	32.8	30.6	31.7

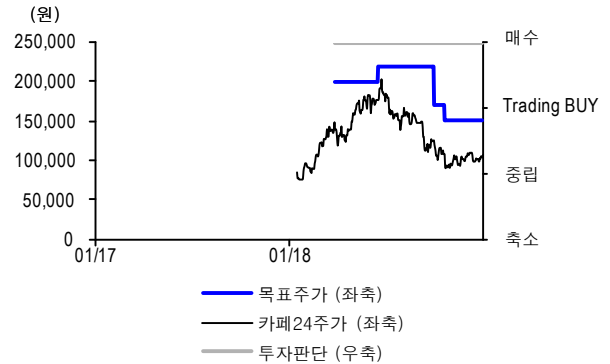
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

카페24 (042000)

주가차트



투자 의견 및 목표주가 추이



Compliance Notice

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자 : 김규리, 윤창민)
- 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주권사로 참여한 적이 없습니다.
- 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련 사체에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 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 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.

일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2018년 04월 18일	매수	200,000	(21.9)	(8.1)
2018년 07월 09일	매수	220,000	(29.7)	(7.3)
2018년 10월 23일	매수	170,000	(35.3)	(31.5)
2018년 11월 12일	매수	150,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종류	색터	투자등급	
		매수	축소
매수	▲	향후 6개월 수익률이 +10% 이상	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자 의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우
Trading BUY	▲	향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10%	중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자 의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우
중립	▲	향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20%	축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자 의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우
축소	▲	향후 6개월 수익률이 -20% 이하	

신한금융투자 유니버스 투자등급 비율 (2019년 01월 21일 기준)

매수 (매수)	95.39%	Trading BUY (중립)	2.3%	중립 (중립)	2.3%	축소 (매도)	0%
---------	--------	------------------	------	---------	------	---------	----