



카페24 (042000)

BUY(Initiate) | 목표주가 150,000원

부가서비스 통한 사업영역 확대 중

이 보고서는 『코스닥 시장 활성화를 통한 자본시장 혁신 방안』의 일환으로 작성된 보고서입니다.

카페24 (042000)



BUY(Initiate)

주가(2/28) 118,100원

목표주가 150,000원

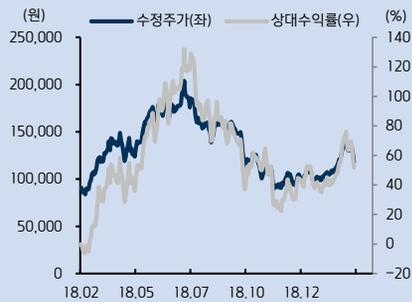
Stock Data

KOSDAQ (2/28)	731.25pt		
시가총액	11,138억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	204,000원	83,800원	
최고/최저가대비	-42.11%	40.93%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	8.3%	5.8%
	6M	-25.7%	-18.9%
	1Y	29.5%	51.8%

Company Data

발행주식수	9,431천주
일평균 거래량(3M)	90천주
외국인 지분율	36.02%
배당수익률(19.E)	n/a
BPS(19.E)	14,357원
주요 주주	우창균 외 28.6%

Price Trend



부가서비스 통한 사업영역 확대 중

>>> 고객 락인효과 기반의 부가서비스 강화

카페24는 쇼핑몰 운영에 필요한 결제, 고객관리, 배송에 대한 솔루션을 플랫폼으로 만들어 제공하는 업체로, 솔루션에 대한 전환비용이 높아 고객 락인효과가 강한 것이 특징이다. 2019년은 고객 락인효과에 기반한 부가서비스 중심의 성장이 기대된다. 해외서비스, 물류서비스 중심으로 고객 이용이 확대될 것으로 예상된다. 2019년 부가서비스 매출은 전년대비 60% 증가한 637억원으로 예상된다. 상장 후 공모자금을 바탕으로 핼즈, 필웨이 인수 효과가 2019년 온기로 나타날 전망이다, 이외 자회사 제이씨어패럴과 패스트박스의 견조한 성장세가 예상된다.

>>>2019E 영업이익 295억원 전망

온라인 쇼핑몰 확대에 의한 거래액 증가에 대한 수혜로 실적 상승세가 예상된다. 수수료 매출 확대는 광고솔루션 매출로 이어지며 동반 성장이 가능한 구조이다. 인력채용 이외 대규모 지출은 발생하지 않을 예정으로 레버리지 효과로 영업이익률의 상승도 기대된다.

>>>투자의견 BUY, 목표주가 150,000원

카페24에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 150,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 카페24의 2020년 예상 EPS 3,710원에 Target Multiple PER 39X를 적용, 국내외 이커머스 업체의 평균 Multiple을 적용했다. 높은 멀티플을 정당화할 수 있는 이유는 고객의 플랫폼 이전에 대한 높은 전환비용으로 현재 고객들을 대상으로 다양한 부가 서비스를 제공하며 성장할 수 있기 때문이다.

투자지표, IFRS 연결	2017	2018P	2019E	2020E
매출액(억원)	1,426	1,654	2,113	2,490
보고영업이익(억원)	74	156	295	427
핵심영업이익(억원)	74	156	295	427
EBITDA(억원)	126	214	375	510
세전이익(억원)	63	-258	305	437
순이익(억원)	51	-283	244	350
지배주주지분순이익(억원)	51	-283	244	350
EPS(원)	641	-3,140	2,589	3,710
증감율(%YoY)	흑전	N/A	N/A	43.3
PER(배)	81.9	-35.0	45.6	31.8
PBR(배)	30.4	9.4	8.3	6.6
EV/EBITDA(배)	36.3	17.4	9.2	6.1
보고영업이익률(%)	5.2	9.4	13.9	17.2
핵심영업이익률(%)	5.2	9.4	13.9	17.2
ROE(%)	44.9	-45.7	20.0	23.0
순부채비율(%)	-60.7	-83.8	-88.3	-91.1

I. 분기 및 연간 실적전망

>>> 2019년 온라인쇼핑 거래액 증가 수혜와 부가 서비스 확대

4Q18 매출액 499억원(+11% YoY), 영업이익 52억원(+54% YoY) 기록

4Q18 매출액 499억원(+11% YoY, +30% QoQ), 영업이익 52억원(+54% YoY, +62% QoQ, OPM 10%)을 기록했다. 4분기는 의류단가 상승으로 온라인 거래액 규모가 다른 분기 대비 높은 성수기이다. 온라인거래액 증가 추세에 힘입어 분기 최대 실적을 기록했다.

4분기 GMV가 2.3조원 기록하며 전년동기 21% 성장, 2018년 연간 거래액은 8조원을 기록하며 국내 온라인 거래액 중 M/S는 7.2%를 기록했다. 온라인거래액 성장과 관련된 사업부인 쇼핑몰솔루션 사업과 부가서비스 사업은 견조한 성장세를 기록했다. 특히 부가서비스의 사업은 125억원(+41% YoY, +46% QoQ)을 기록하며 높은 성장률을 기록했다. 4분기부터 실적에 반영된 핼즈 매출액을 17억원 수준으로 예상, 이를 제외하더라도 22% 성장한 것으로 예상된다.

영업이익은 시장 컨센서스 70억원 대비 20% 하회한 52억원(+54% YoY, +62% QoQ)을 기록했다. 영업이익 부진의 원인은 인건비성 비용(182억원, +15% YoY, +10% QoQ), 감가상각비 증가로 파악된다. 인건비는 핼즈와 필웨이 합병에 따른 인원 이외 추가적인 고용이 이루어진 것으로 예상된다.

2019년 매출액 2,113억원(+28% YoY), 영업이익 295억원(+89% YoY) 전망

2019년 매출액 2,113억원(+28% YoY), 영업이익 295억원(+89% YoY, OPM 14%)으로 예상된다. 온라인 쇼핑몰 확대와 거래액 증가에 대한 수혜로 긍정적 실적흐름은 2019년에도 이어질 전망이다. 2019년 GMV는 전년대비 19% 증가한 9.4조원으로 예상된다. 2019년은 일본 진출에 대한 가시적인 성과가 나타나고 추가적인 M&A로 인수회사들의 실적이 연결로 잡힌다면 업사이드가 있다고 판단된다.

2019년은 부가서비스 매출 확대를 중심으로 쇼핑몰솔루션 사업부의 성장이 지속될 것으로 예상된다. 동사는 M&A를 통해 쇼핑몰 솔루션 이외 다양한 사업으로 확대를 진행 중이며 M&A를 지속하고 있는 상황이다. 동사가 제공하는 플랫폼의 경우 높은 이전비용으로 락인효과가 높은 만큼 2019년 핼즈와 필웨이 실적을 포함한 부가서비스 관련 매출은 637억원(+63% YoY)으로 예상된다.

2019년 영업이익은 295억원(+89% YoY)으로 예상된다. 18년 12월 인수한 필웨이의 실적이 2019년에 온기로 잡혀 이에 따른 인건비 증가를 반영, 사업 확장에 따른 인력 충원은 지속될 것으로 가정했다. 영업비용 증가에도 영업이익률은 전년대비 5%p증가한 14%로 예상하며 영업레버리지 효과는 지속될 것이다.

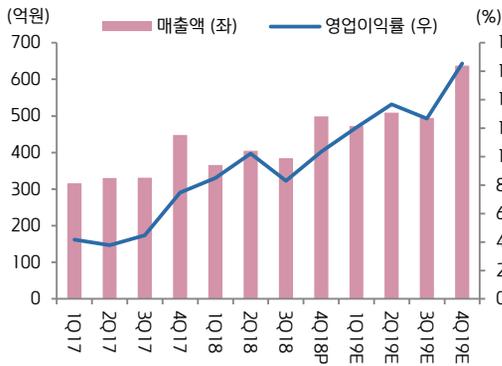
카페24 분기 및 연간 실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018P	2019E	2020E
매출액	366	405	384	499	472	508	495	637	1,426	1,654	2,113	2,490
YoY %	16%	23%	16%	11%	29%	26%	29%	28%	21%	16%	28%	18%
QoQ %	-18%	11%	-5%	30%	-5%	8%	-3%	29%				
수수료	322	342	334	403	365	378	377	414	1,164	1,409	1,534	1,799
쇼핑몰솔루션	183	197	188	252	214	218	220	242	647	819	894	1,095
광고솔루션	69	75	72	80	77	85	81	96	251	295	340	408
호스팅솔루션	70	71	73	71	74	75	76	76	267	294	301	296
상품 매출	44	63	51	96	52	71	58	145	262	285	327	370
쇼핑몰솔루션	43	60	49	94	50	69	56	143	256	279	317	361
호스팅솔루션	1	2	1	1	2	2	2	2	6	6	9	9
핀즈					13	13	15	19		8	60	81
필웨이					43	46	45	59			193	241
영업비용	335	364	353	447	415	439	432	532	1,352	1,498	1,818	2,063
영업이익	31	41	32	52	57	70	63	105	74	156	295	427
YoY %	137%	231%	115%	54%	83%	68%	97%	105%	흑전	111%	89%	45%
QoQ %	-7%	33%	-23%	62%	10%	22%	-10%	68%				
(지배)순이익	27	-505	142	54	47	57	51	82	51	-283	244	350
영업이익률	8%	10%	8%	10%	12%	14%	13%	17%	5%	9%	14%	17%
(지배)순이익률	7%	-125%	37%	11%	10%	11%	10%	13%	4%	-17%	12%	14%

주: 상장전 발행된 신주인수권부사채 48만주가 주당 57,000원에 발행, 2Q18 기말주가 199,000원으로 주가 상승분에 대한 평가손실 514억원 발생. 3분기 116억원 환입, 8월 17일 신주인수권부사채 행사로 추가적으로 일회성 이슈는 더 이상 발생하지 않을 예정
 자료: 전자공시, 키움증권 추정

분기 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



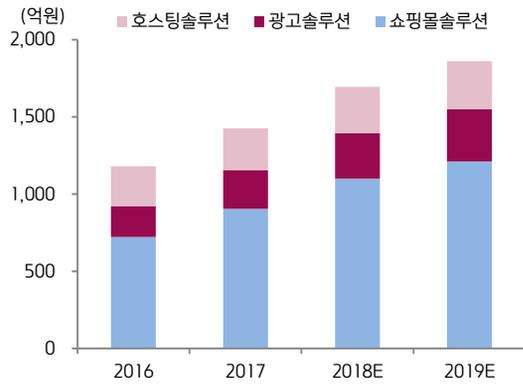
자료: 전자공시, 키움증권 추정

연간 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



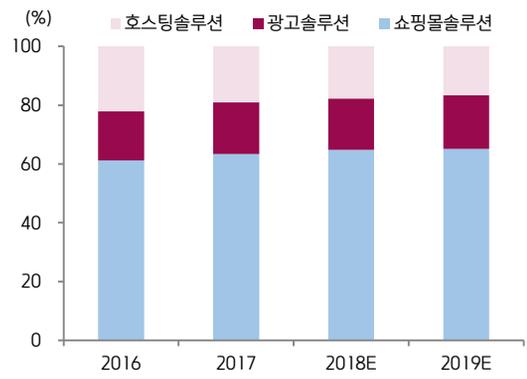
자료: 전자공시, 키움증권 추정

연간 사업부별 매출액 추이



자료: 전자공시, 키움증권 추정

연간 사업부별 매출비중 추이



자료: 전자공시, 키움증권 추정

II. Valuation

>>> 투자 의견 BUY, 목표주가 150,000원으로 커버리지 개시

카페24에 대해 투자 의견 BUY, 목표주가 150,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 카페24의 2020년 예상 EPS 3,710원에 Target multiple PER 39X를 적용했다. Target multiple 39X는 동사와 유사한 사업을 영위하는 국내와 해외 이커머스 플랫폼 기업(네이버, 카카오, Amazon, GMO Internet, WIX.com)이 받고 있는 평균 Multiple을 적용했다.

현재 동사의 주가는 전고점을 기록한 이후 45% 하락, 최근 외국인 매수세를 기반으로 반등했다. 2018년 2월 상장 당시 성장하는 이커머스 산업과 플랫폼 사업자라는 점이 부각되며 시장의 높은 기대감과 주목을 받았다. 1) 컨센서스 대비 하회하는 연속된 분기 실적 기록, 2) PG사 수수료 인 하가능성으로 수수료 수익 감소에 대한 우려가 주가 하락 요인으로 판단된다.

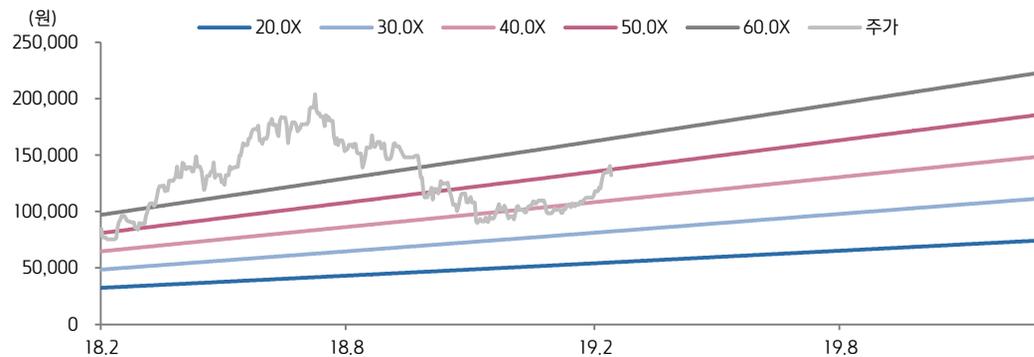
동사에 대해 Target Multiple 39X 수준의 높은 Multiple을 적용할 수 있는 이유는 1) 고객의 플랫폼 이전에 대한 전환비용이 높아 고객 이탈에 대한 우려가 적다는 점, 2) 연간 거래액 8조원 수준으로 국내 이커머스 사업자 중 높은 시장점유율, 3) 외형성장과 함께 이익 증가가 동시에 진행되는 구간에 있다는 점이다. 공모자금을 바탕으로 시너지를 만들 수 있는 기업과 지속적인 M&A를 추진하고 있다. 작년 10월 일본 진출을 시작으로 해외시장 진출이 본격화 되는 시기로 향후 실적에 대한 업사이드가 가능해 높은 Multiple도 정당화 될 수 있다고 판단한다.

목표주가 산정

항목	산정가치 단위	세부사항
2020E EPS	3,710 원	2020년 예상 EPS 평균
Target PER	38.7 배	국내외 이커머스 업체(네이버, 카카오, Amazon, GMO Internet, WIX.COM)
주당가치	148,724 원	평균 PER 적용
목표주가	150,000 원	
현재주가	118,100 원	
상승여력	27.0 %	

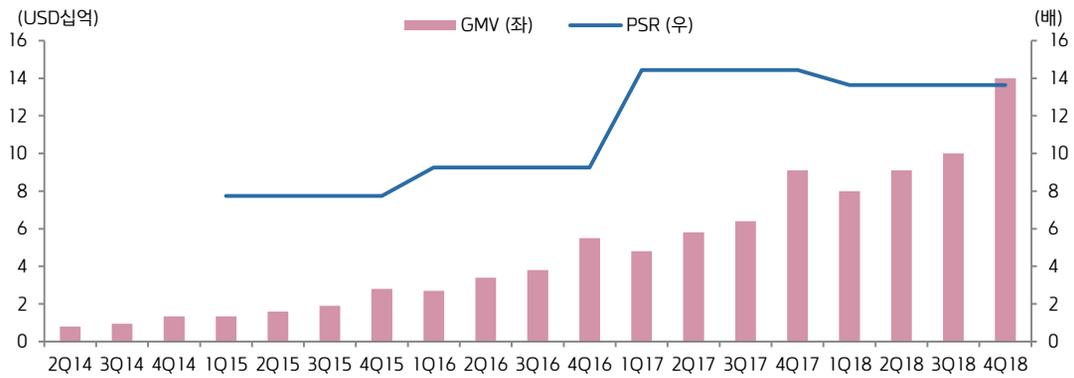
자료: 키움증권 추정

카페24 12M Fwd PER Band



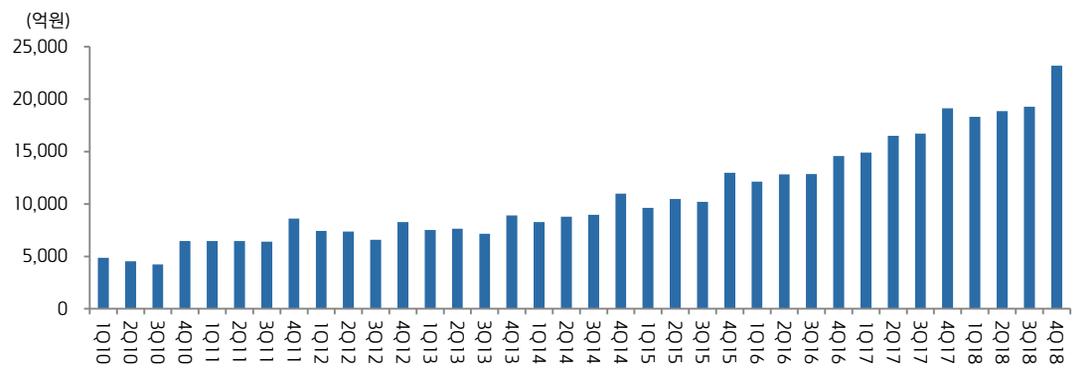
자료: FnGuide, 키움증권 추정

Shopify GMV 및 PSR 추이



자료: Shopify, Bloomberg, 키움증권

카페24 분기별 GMV 추이



자료: 카페24, 키움증권

카페24 12M Fwd PSR Band



자료: FnGuide, 키움증권 추정

>>> 국내외 Peer Group Analysis

투자지표	카페24 KQ042000	코리아센터 비상장	NAVER KS035420	카카오 KS035720	Amazon AMZN US	Shopify SHOP US	GMO Internet 9449 JT	WIX.com WIX US
투자지건	BUY							
목표주가	150,000							
현재주가(원, 달러)	127,000	-	133,500	99,600	1,659	176	1,564	111
시가총액(억원, 백만달러)	11,977	-	220,026	83,054	814,812	19,103	1,640	5,377
절대수익률(%)								
1M	19.8	-	-0.4	2.4	-4.5	12.3	27.4	4.0
3M	27.0	-	3.6	-5.0	-2.9	23.9	26.5	20.7
6M	-24.1	-	-15.8	-18.0	-18.5	29.9	-1.8	2.3
1Y	38.2	-	-19.5	-19.9	8.5	36.9	-2.1	51.5
상대수익률(%)								
1M	14.1	-	-3.0	-0.2	-6.8	11.2	26.3	1.7
3M	19.7	-	-2.9	-11.4	-0.9	26.3	26.9	22.3
6M	-18.0	-	-13.0	-15.2	-12.3	34.0	2.7	7.3
1Y	52.1	-	-10.5	-10.8	4.8	33.7	-6.8	46.7
매출액(억원, 백만달러)								
2017	1,426	1,332	46,785	19,723	177,866	673	1,376	426
2018E	1,654	-	55,434	23,876	232,887	1,073	1,677	604
2019E	2,113	-	64,359	28,593	275,142	1,484	1,799	761
영업이익(억원, 백만달러)								
2017	74	63	11,792	1,654	4,106	-49	157	-50
2018E	156	-	9,626	968	12,421	-92	197	-31
2019E	295	-	9,257	1,584	17,662	17	231	64
지배순이익(억원, 백만달러)								
2017	51	47	7,729	1,086	3,033	-40	72	-56
2018E	-274	-	6,906	708	10,073	-65	-188	-37
2019E	244	-	6,498	1,292	13,643	50	96	-45
영업이익률 (%)								
2017	5.2	4.7	25.2	8.4	2.3	-7.3	11.4	-11.7
2018E	9.4	-	17.4	4.1	5.3	-8.6	11.8	-5.1
2019E	14.0	-	14.4	5.5	6.4	1.1	12.9	8.4
EPS Growth(%)								
2017	흑전	-	3.1	83.3	26.1	적자지속	7.9	적자지속
2018E	적전	-	-82.1	-43.4	227.2	적자지속	적자전환	적자지속
2019E	흑전	-	-5.9	71.0	29.9	특자전환	흑자전환	적자지속
PER(X)								
2017	-	-	37.1	85.5	257	-	28	-
2018E	-36.1	-	30.9	115.9	74.5	-	32.3	116.3
2019E	45.6	-	32.9	67.8	45.1	448.3	20.3	102.7
PBR(X)								
2017	-	-	5.4	2.3	20.4	10.1	5.0	236.2
2018E	9.3	-	3.6	1.8	16.9	7.3	3.2	28.7
2019E	8.2	-	3.2	1.7	12.2	10.0	3.5	34.9
ROE (%)								
2017	44.9	11.1	18.5	2.9	12.9	-5.7	19.3	-
2018E	-43.9	-	13.7	1.6	28.3	-4.2	-43.0	-45.4
2019E	19.8	-	11.7	2.7	24.2	1.3	21.6	30.4

자료: Bloomberg, Quantwise, 키움증권

주: 카페24는 키움증권 추정치 기준, 국내기업은 Quantwise 컨센서스 기준, 해외기업은 블룸버그 컨센서스 기준

주가와 시가총액은 2월 27일 기준

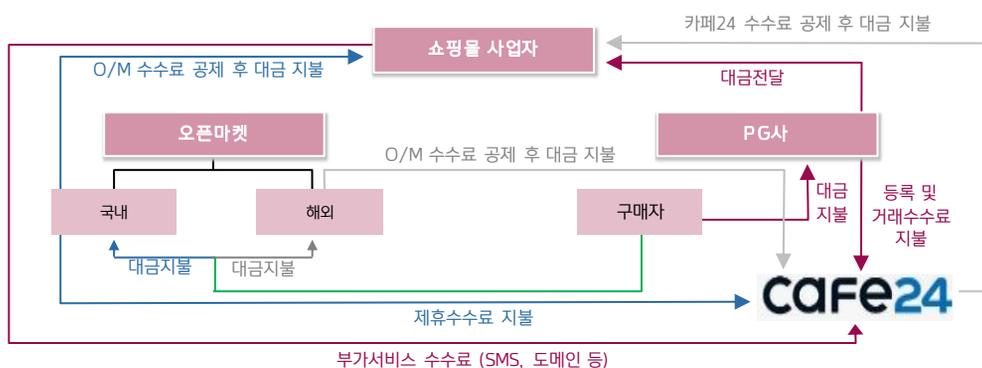
Ⅲ. 우호적인 전방산업은 이익 증가로 연결

>>> 온라인쇼핑 거래액 증가로 구조적 성장 가능

결제수단 다양화로 신용카드 결제 비중 점진적 증가

동사 매출의 50%를 차지하는 솔루션 사업의 경우, 고객사 쇼핑몰에서 거래가 발생하게 되면 PG사가 거래대금을 인식한 후 0.8~1%에 해당하는 수수료를 동사가 인식하는 구조이다. 일반 소비자가 현금으로 결제하는 것보다 신용카드를 통해 결제하는 것이 동사가 수수료를 인식하는 것에 유리하다. 동사는 국내 대부분의 주요 PG사와 거래를 체결하고 있으며 주요 PG사의 카페24 신규 신청 비율은 70%에 이르는 것으로 파악된다.

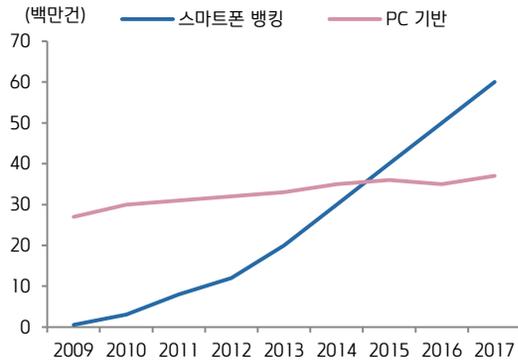
쇼핑몰 솔루션 사업구조



자료: 카페24, 키움증권

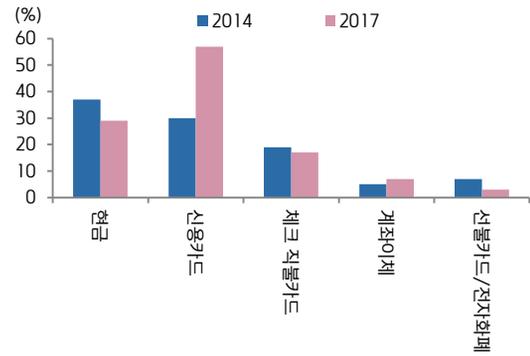
모바일 중심의 쇼핑환경, 다양한 결제서비스의 출현은 동사 영업환경에 우호적으로 작용할 것으로 예상된다. 스마트폰 보급률이 확대되고 어플리케이션을 통한 쇼핑시스템이 구축되면서 모바일을 통한 쇼핑 비중이 증가하고 있다. 또한 네이버페이, 카카오페이, 페이코 등 다양한 결제시스템의 출현하면서 현금 결제 비중보다는 신용카드를 통한 결제 비중이 높아지고 있다. 2017년 쇼핑거래액 중 과금대상 비중이 51%에서 2017년 60%, 2018년 3분기말 기준 65%로 점진적으로 증가하고 있다.

스마트폰뱅킹과 PC기반 인터넷뱅킹 이용실적



자료: 한국은행, 키움증권

지급수단별 이용비중



자료: 한국은행, 키움증권

>>> 개인쇼핑몰의 증가와 인플루언서 영향

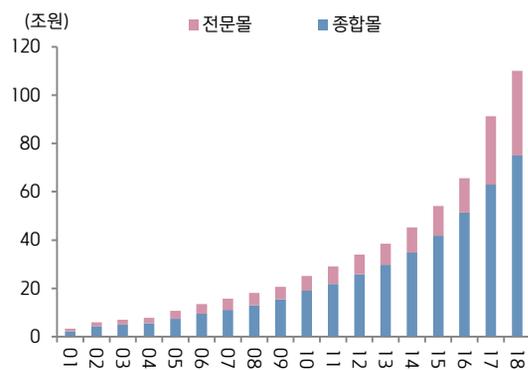
개인창업의 증가 추세

쇼핑몰 창업과 이커머스 시장의 경쟁이 심화에도 불구하고 신규 창업은 늘어나고 있는 추세이다. 카페24 계정을 통해 매월 1,000개 정도의 신규 계정이 생성되고 있고, 연간 약 10,000개 계정이 신규 고객이 새로 유입되고 있다. 신규 고객들이 독립 도메인 신청 시 도메인수수료로 연결돼 안정적인 수익 기반이 된다. 도메인수수료의 경우 연간 50억원 수준을 유지하고 있는 것으로 파악된다.

개인창업 증가 트렌드는 지속될 것으로 예상된다. 미래 소비층으로 부상하고 있는 밀레니얼 세대의 경우 유튜브, 인스타그램 등 개인 인플루언서가 소개하는 제품에 대한 신뢰도가 높고 구매로 이어진다. 인플루언서의 규모가 커지면 이는 쇼핑몰 창업으로 연결되다 보니 동사는 소비변화 트렌드의 수혜를 받을 수 있다고 판단한다.

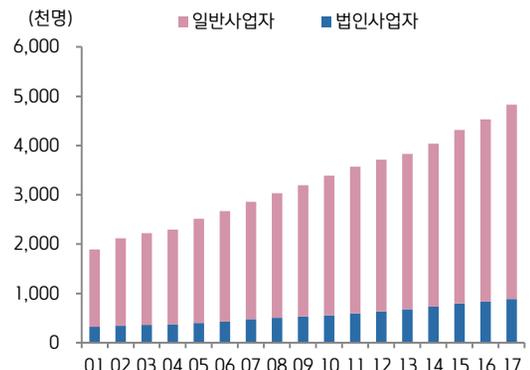
국내에서 쇼핑몰 관련한 서비스를 제공하는 회사는 카페24, NHN고도, 코리안센터 등 3개 기업이 시장을 장악하고 있다. 카페24의 경우 플랫폼 이외 해외 진출 시 번역 서비스, SMS서비스, 물류 서비스, 의류제작 서비스까지 제공범위가 넓어 신규 고객 유치에 긍정적으로 작용할 수 있다.

연간 전문몰과 종합몰 거래액 추이



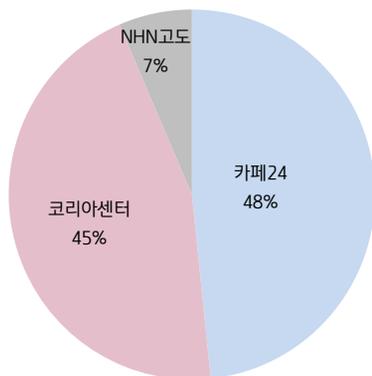
자료: 통계청, 키움증권

연도별 법인 및 개인사업자 현황



자료: 통계청, 키움증권

쇼핑몰솔루션 업체 M/S 현황



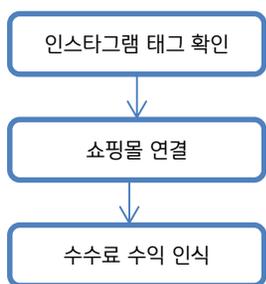
주: 2017년 매출액 기준
 자료: 전자공시, 키움증권

인플루언서 영향력 확대와 인스타그램 연동 효과

최근 동사는 SNS를 활용한 커머스와 연동하는 서비스를 확대해 나가고 있다. 인스타그램, 위챗, 핀터레스트와 연동하는 서비스를 시작했고, 국내외 SNS 서비스, 현지 오픈마켓과 제휴를 확대하고 있다.

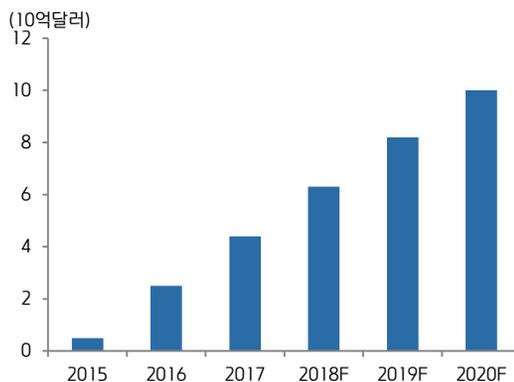
인플루언서는 불특정 다수가 아닌 충성도가 높은 팔로워 및 구독자에 대해 큰 영향력을 행사하고 있다. 제품에 대한 상세한 설명, 솔직한 사용 경험, 재미있는 멘트, 전문 지식 등을 통해 장시간의 친밀감과 신뢰감을 형성하고 있다. 최근 인스타그램을 중심으로 SNS에 쇼핑 기능이 추가되고 있다. 카페24의 경우 인스타그램과 연동하는 서비스를 출시했다. 소비자가 인스타그램에서 사고 싶은 물건을 클릭하게 되면 쇼핑몰로 이동해 거래를 유도한다. 이러한 추세도 동사의 GMV증가에 기여할 것으로 예상된다. 카페24를 사용하는 고객이 마케팅 비용으로 지출하는 것들이 다시 카페24 입장에서는 수익이 되어 돌아오는 선순환 구조를 이루고 있는 것으로 판단된다.

인스타그램과 카페24 연동 수익인식 과정



자료: 키움증권

인플루언서 마케팅 시장 규모



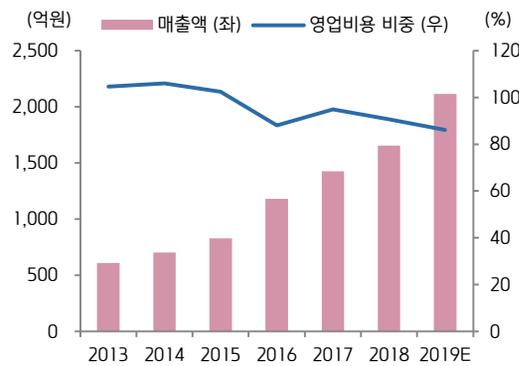
자료: Mediakox, 키움증권

>>> 매출상승에 따른 낮아지는 판관비율

카페24의 영업비용은 매출원가, 판관비로 구성된다. 매출원가의 경우 호스팅 서버 매출원가, 상품 공급 관련한 원가로 원가율은 10% 수준이다. 자회사 제이씨어패럴과 직접 판매 비중이 늘어날수록 매출원가는 증가하는 구조를 보인다. 4분기는 의류단가가 높아지는 계절적 요인으로 영업비용에 대한 부담이 높은 편이다.

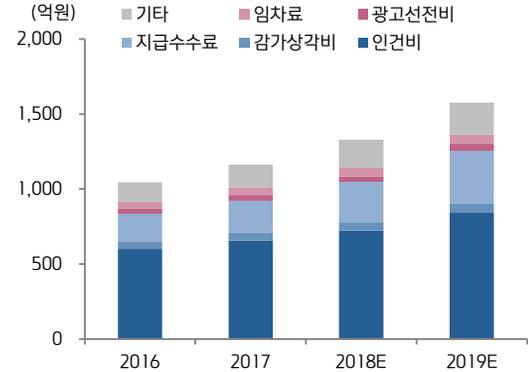
판매관리비 중 가장 많은 비중을 차지하는 것은 2018년 기준으로 인건비 55%, 지급수수료 21%로 예상된다. 2019년에도 필웨이 인수합병으로 인한 인원추가 효과를 반영하더라도 2019년 기준 인건비 비중은 53%로 하락할 것으로 예상, 판관비율은 72% 수준으로 예상됨에 따라 영업이익 개선으로 이어질 전망이다.

매출액 대비 영업비용 비중 추이



자료: 전자공시, 키움증권 추정

판매관리비 세부항목 연도별 추이

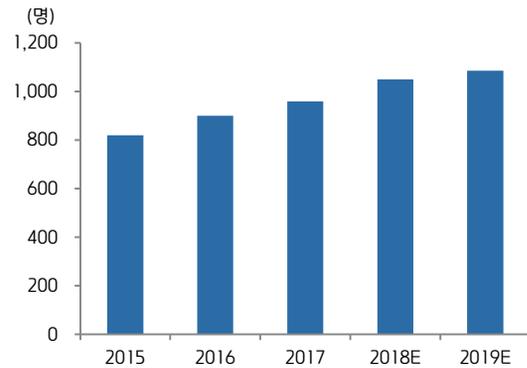


자료: 전자공시, 키움증권 추정

일본 진출에 따른 비용 집행 가능성

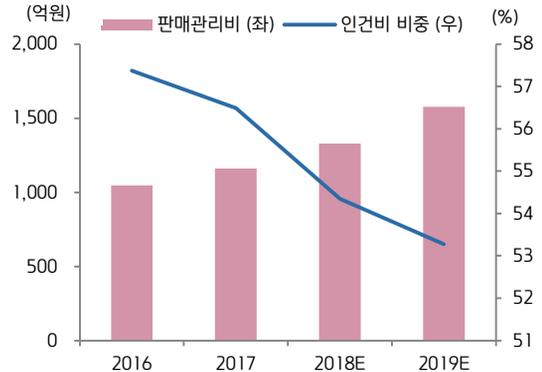
현재 일본 지사에서 근무하는 직원수는 15명 수준으로 일본 고객수 확대 시 인력이 충원될 가능성이 존재한다. 과거 사업 확장 시기 2016→2017년 판관비는 815억원에서 1,046억원으로 230억원 증액되었음에도 매출액 증가 효과로 판관비율은 98%에서 89%로 하락했다.

카페24 임직원수 추이



자료: 전자공시, 키움증권 추정

판매관리비 중 인건비 비중 추이



자료: 전자공시, 키움증권 추정

VI. 고객 락인효과 기반으로 부가서비스 강화

>>> 지속적인 M&A로 사업영역 확대 진행

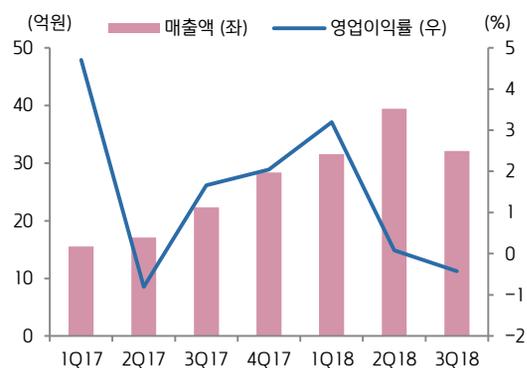
자회사 제이씨어퍼럴과 패스트박스

동사는 2013년 의류제조회사인 '제이씨어퍼럴' 설립, 2014년 '패스트박스'를 자회사로 설립했다. 고객사인 쇼핑몰들의 자체 의류 생산이 늘어나는 점에 착안해 진출했다. 쇼핑몰 사업자와 상품기획 및 제작하는 기업을 연결시켜 주는 플랫폼 역할을 하고 있다. 소량 제작, 기존 2주 이상 걸리는 의류제작 리드타임 5일로 단축시킨 전략으로 고객사 수요를 맞출 수 있었다. 최근 쇼핑몰이 화장품까지 자체 제작하는 점에 착안해 화장품 제작도 신규 서비스로 런칭했다. 패스트박스는 물류대행, 해외발송대행, 재고관리 등 물류서비스를 제공하는 기업이다. 패스트박스는 국내에 2개의 물류센터를 보유하고 있으며 통합물류시스템 구축으로 물류비용 절감을 시도하고 있다.

쇼핑플랫폼 단계에서 벗어나 자회사를 설립하고 견조한 실적 상승세를 보이는 것은 고객의 락인 효과에 기인한다고 볼 수 있다. 카페24가 제공하는 시스템을 이용하는 고객 입장에서 시스템 이전 비용이 크기 때문에 카페24를 한 번 사용하게 된다면 지속적으로 사용할 수 밖에 없어 수요에 맞는 서비스를 제공한다면 사용할 가능성이 높아진다.

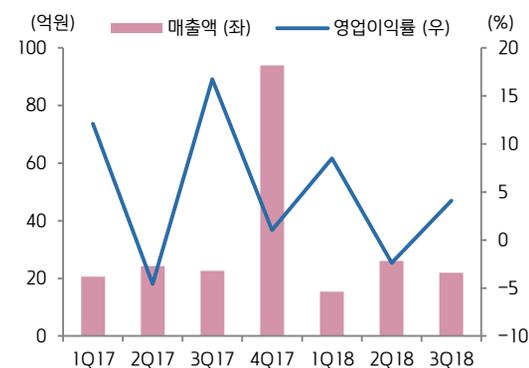
2019년 부가서비스 매출은 637억원으로 전년 대비 63%(2018년 390억원) 증가할 것으로 예상된다. 핼프와 필웨이 실적이 온기로 반영되고 자회사들의 견조한 성장세가 이어질 것으로 예상된다.

패스트박스 분기별 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 제이씨어퍼럴, 키움증권

제이씨어퍼럴 분기별 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 전자공시, 키움증권

공모자금 활용한 M&A 진행 현황

동사의 상장 목적은 쇼핑몰과 연동된 물류, 유통, 금융 서비스로 확대, 해외진출을 위한 자금 마련으로 공모자금은 435억원이다. 2018년 10월 핼즈를 70억원에 인수했다. 핼즈는 재고와 배송관리 솔루션 업체로 배송 송장을 자동으로 입력해주는 서비스로 자회사 패스트박스과 연결될 가능성이 높다고 생각한다. 2019년 핼즈 실적은 60억원, 영업이익은 24억원으로 예상된다.

필웨이는 온라인 중고 명품 중개하는 플랫폼 업체이며 연간 거래액은 1,400억원, 회원수 160만 수준으로 알려져 있다. 필웨이 인수를 위해 SPC설립 카페24는 290억원의 투자를 진행해 50% 지분을 확보했다. 카페24의 고객사 판매채널 확대를 통해 플랫폼 기능 강화 목적으로 판단되며, 2019년 매출액은 193억원, 영업이익 91억원으로 예상된다.

공모자금 사용 계획

투자시기	세부업종	방식	금액(억원)
2018~2020년	결제/페이	제휴/투자	50
2018~2020년	물류/3PL	제휴/투자	60
2018~2020년	제조기획/유통	제휴/투자	60
2018~2020년	온라인광고/모바일 핀터레스트 등 매체관련	제휴/투자	100
2018~2020년	신규업체 발굴	제휴/투자	165
합계			435

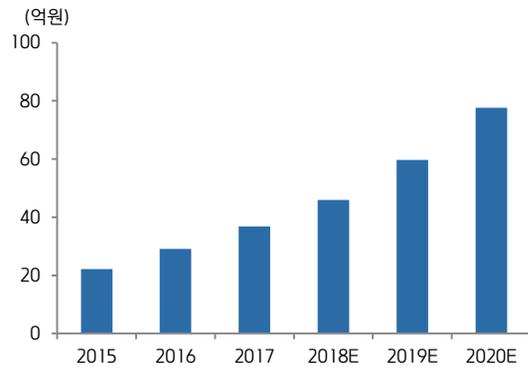
자료: 전자공시, 키움증권

카페24 M&A 현황

투자시기	인수회사	인수금액(억원)	보유지분(%)	매출액(억원)	순이익(억원)	사업영역
2018.12	필웨이	290	50	132	58	중고 명품 중개업체, 연간 거래액 1,400억원 수준
2018.10	핼즈	70	50.1	37	17	재고 및 배송관리 솔루션 '이지어드민' 운영

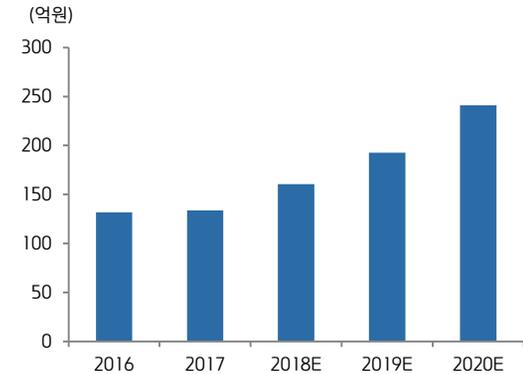
주: 매출액과 순이익은 2017년 기준
 자료: 전자공시, 언론보도, 키움증권

핼즈 연간 매출액 및 실적 전망



자료: 전자공시, 키움증권 추정

필웨이 연간 매출액 및 실적 전망



자료: 전자공시, 키움증권 추정

V. 일본 시장 진출로 글로벌 시장 공략

>>> 2019년 일본 시장 진출의 가시적인 성과 기대

일본 시장 진출은 동남아 시장 진출을 위한 발판

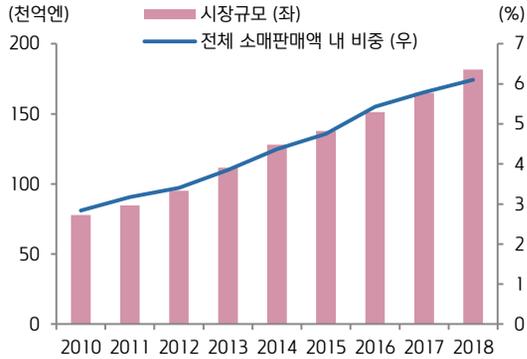
동사는 2018년 10월 쇼핑몰 구축 시스템 솔루션을 가지고 일본 시장에 직접 진출했다. 동사는 2008년 필리핀 법인, 중국 법인을 설립하며 오래 전부터 해외 진출을 계획해 왔다. 이후 미국, 일본 법인을 설립하며 해외 진출의 초석을 꾸준히 다져와 현재 5개 국가 진출, 8개 지사를 설립했다.

일본 진출의 성과는 2019년부터 가시적인 성과를 기대할 수 있을 것으로 예상, 본격적 매출 인식은 하반기가 될 가능성이 높다고 판단한다. 일본의 경우 이전부터 야후 Japan, 라쿠텐과 MOU 체결, 물류시스템을 구축하면서 일본 현지 고객이 운영 가능하도록 베타 테스트를 진행, 2018년 10월 본격 서비스를 오픈했다. 일본 내에서 제공하고 있는 서비스는 한국과 유사한 서비스를 제공하는 가운데 현지화에 초점을 두었다. 소프트뱅크 페이먼트, 페이팔 등 일본 현지 및 글로벌 결제 시스템을 도입, 라쿠텐 등 주요 온라인 마켓플레이스 연동 등 전자상거래 사업 운영에 필요한 다양한 서비스를 일본 사업자들이 편리하게 운영할 수 있도록 현지화했다. 일본 진출 성과로 지난 11월 연매출 2조원 의류기업인 TSI홀딩스, 구마모토 DMC 등 고객으로 유치했다.

일본 전자상거래 시장은 중국, 미국, 영국에 이어 전 세계에서 시장규모 4위이다. 2018년 기준으로 시장규모는 185조원 수준으로 예상되며, 연간 10%씩 성장하고 있다. 현재 아마존과 라쿠텐이 시장을 선도하며 오픈마켓 중심의 시장이고 전체 B2C시장에서 온라인 비중은 2017년 기준 6% 수준에 불과하고 일본무역기구 조사에 따르면 일본 내 유통업체의 24%만이 온라인채널을 가지고 있는 것으로 파악된다. 온라인 침투율이 낮은편이어서 향후 성장 잠재력은 더 높다고 판단된다. 의류, 화장품 거래액이 늘어나고 있고 모바일 판매 비중이 높아지고 있다는 점을 고려하면 일본에서 긍정적 실적이 기대된다.

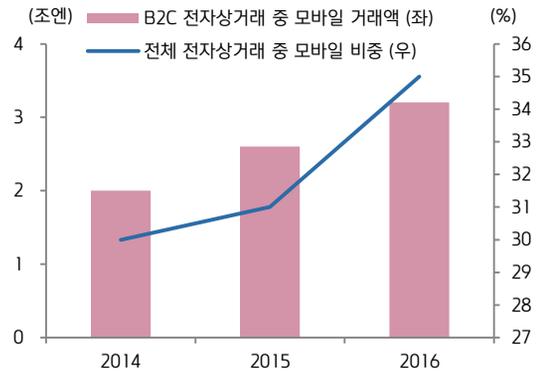
일본 내 이커머스 솔루션 업체로는 국내 시장처럼 주도적인 업체가 없다는 점은 동사가 일본 시장에 진입하더라도 후발주자로서 성공할 가능성이 있다는 점을 시사한다. 동사가 일본에서 가질 수 있는 경쟁력은 플랫폼을 무료로 제공한다는 점이다. 일본에서 이커머스 솔루션을 제공하는 주요 업체는 EC Being, Commerce21, SI Web Shopping가 있는데 이들 업체는 고객에 맞게 제작해주는 SI업체와 비슷한 성격을 가지고 있고, 초기 설치 비용이 들어간다. 쇼피파이를 벤치마킹해서 만들어진 스타트업인 BASE가 소상공인들을 대상으로 기본 플랫폼을 무료로 제공하고 있어 60만개 계정을 보유하고 있다. 일본에 진출한 Shopify는 플랫폼 제공에 대한 수수료를 받고 있으며, 글로벌 오픈마켓인 Amazon, Ebay 연계된 점, Google Pay, Apple Pay 등 글로벌 네트워크를 강조하며 마케팅하고 있다.

일본 전자상거래 시장규모



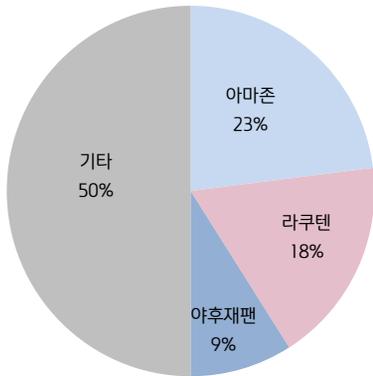
자료: Japan Ministry of Economy, 키움증권

일본 전자상거래 중 모바일 거래액



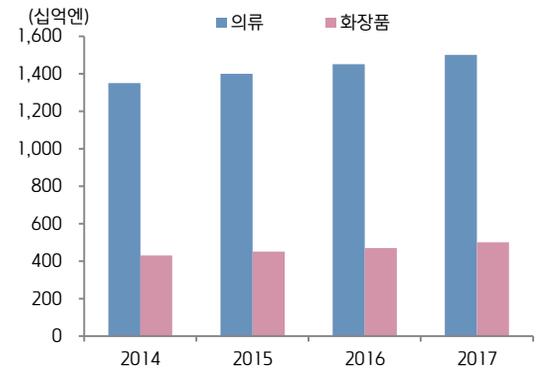
자료: Japan Ministry of Economy, 키움증권

일본 전자상거래 업체 M/S



자료: e-Marketer, 키움증권

일본 온라인 의류/화장품 거래액 추이



자료: Japan Ministry of Economy, 키움증권

카페24 일본 네트워크 현황

구분	업체
오픈마켓	라쿠텐, 아마존 일본, 큐텐, 야후재팬, 시부야109, TSI Holdings, 구모모토 DMC
마케팅 채널	야후재팬, 구글, criteo, MicroAd, A8net, LINE, Amoad, Ameba, WEAR, Facebook, Twitter, Decolog, DAConsortium, i-mobile
해외 PG	Softbank Payment Service, AXES, Paypal
물류	EMS, SAGAWA, 야마토

자료: 카페24, 키움증권

일본 주요 이커머스 솔루션 업체

구분	EC Being	Commerce 21	SI Web Shopping	BASE
보유 계정수	950	300	1,100	600,000
대표 고객	BEAMS(Fashion), Lotte(Food), CAPCOM(Game), Francfranc(Home)	American Eagle(Fashion), JAL Shopping(Air Line)	PEACH JOHN(Fashion), SHIBUYA 109(Retailer), UCC(Coffee)	
특징	매출 48%가 이커머스솔루션 Softcreate Holdings(자회사)	연간 거래액 3.3조원 수준 대형 유통업체 중심		Shopify 벤치마킹한 기업 으로 기본플랫폼 무료 제공

자료: 키움증권

VI. 기업소개

>>> 쇼핑몰의 성장과 동행

국내 주요 플랫폼 사업자가 되기까지

1999년 '심플렉스 인터넷' 이라는 사명으로 설립 이후 2018년 코스닥 시장에 상장했다. 2002년 호스팅 사업을 시작하며 성장을 했다. 호스팅 사업이 가장 기반 사업으로 현재까지 이어져 오고 있는 것으로 볼 수 있다. 2003년 현재와 같은 유사한 서비스인 쇼핑 플랫폼 사업을 시작, 2006년 마케팅 센터와 디자인 센터를 설립하며 모양을 갖춰 나가며 성장하게 되었다. 초반에는 큰 주목을 받지 못했지만 이미지서버, 웹호스팅, 이커머스 등 솔루션 기반으로 소호몰과 동반성장 했다. 특히 해외시장진출의 장애물로 작용했던 PG, 번역 등 올인원 솔루션을 출시하며 쇼핑몰들의 해외시장 진출 교두보를 마련했다.

2003년 플랫폼 사업을 시작하며 무료로 솔루션을 제공하며 많은 온라인 쇼핑 사업자가 동사의 플랫폼을 활용해 창업을 하기 시작했다. 이 때 <스타일난다>, <육육걸즈> 등 고성장한 쇼핑몰들이 동사의 플랫폼을 활용하여 창업을 하게 되면서 고객사와 함께 성장하게 되었다. 현재까지 카페24를 통해 개설된 쇼핑몰수가 116만개에 이르는 것으로 알려져 있다. 이후 국내에서 지배적 사업자의 위치에 오르게 되었다. 2012년부터 역직구에 투자를 시작했고 국내외 고객들이 손쉽게 상품을 판매할 수 있는 플랫폼이 완성되었다.

기업 주요 연혁

날짜	주요 이벤트
1999.5	회사 설립
2000.11	카페24 브래드 출범
2008.8	필리핀 마닐라 법인 설립
2008.11	중국 연길 법인 설립
2010.6	모바일쇼핑몰 서비스 런칭
2011.2	미국 LA 법인 설립
2011.11	카페24 창업센터 오픈
2012.9	일본 도쿄 법인 설립
2013.2	미국 델라웨어 법인 설립
2013.4	중국 항저우 법인 설립
2013.5	제이씨어퍼럴(주) 설립
2013.9	카페24 글로벌 전자상거래 플랫폼 런칭
2018.1	코스닥 시장 상장

자료: 카페 24, 키움증권

카페24 주요 고객사



자료: Statista, 키움증권

카페24 해외 기업 제휴 현황

중화권	Baidu	58.com	Google	Yandex	Yandex
	Alibaba	facebook	Weibo	搜狗搜索	critel
영어권	Google	YAHOO!	bing	facebook	rewardStyle
	Pinterest	Instagram	roompi	YouTube	Yandex
	LOOKBOOK	inmobi	Shutterstock	THE SHOOTING POST	AOL
	Uppier	Taboola	SHARESALE	Be On	viki
일본	Yandex	Google	critel	MiraAd	ASnet
	LINE	RIMorD	Ameba	WEAR	facebook
	twitter	Decalog			

자료: 카페24, 키움증권

사업부별 비즈니스 모델

사업부는 크게 쇼핑몰솔루션, 광고솔루션, 호스팅솔루션 3개로 분류된다. 2017년 매출 기준 쇼핑몰솔루션 63%, 광고솔루션 18%, 호스팅솔루션 19%를 차지하고 있다. 향후에도 쇼핑몰솔루션 사업부가 동사의 본업과 관련된 부서로 매출비중 증가가 예상된다.

쇼핑몰솔루션은 크게 1) 결제솔루션, 2) 부가서비스, 3) 상품매출로 나누어지게 된다. 결제솔루션은 쇼핑거래액 증가에 따라 비례하는 구조이다. 고객사들의 결제 대금에서 현금을 제외한 신용카드로 결제된 부분에 대해 PG사로부터 0.8~1% 수수료를 수취하는 구조이다. 거래액이 증가할수록, 현금 결제 비중이 낮아질수록 동사의 영업환경에 유리하다.

부가서비스는 PG등록, 도메인수수료, SMS, 창업/교육센터 운영, 해외 중개매출, 해외 서비스 매출, 해외 물류 매출 등으로 세분화된다. PG등록은 인터넷쇼핑몰 개설 시 정액제로 한 번 부과되는 수수료 성격으로 새로 창업하는 사람들 숫자에 비례해서 늘어난다. 도메인수수료는 독립 도메인을 신청한 고객들에 한해 연단위로 정액제로 수수료를 수취하는 구조이다. 고객사인 쇼핑몰 고객사가 늘어날수록 외주화가 진행될수록 SMS 실적도 같이 증가하는 구조로 견조한 증가세를 보이고 있다.

창업/교육센터는 창업자들을 위한 공간제공, 직거래 지원, 택배서비스, 컨설팅 등 서비스를 제공하며 전국 33개 센터를 가지고 있다. 창업센터 지속적인 출점으로 연간 20% 수준의 성장을 거두고 있다. 부가서비스의 매출 증대는 해외 중개, 해외 서비스, 해외 물류 등 해외 서비스(번역, 해외 CS 대응 등) 확장을 통해서 이루어지고 있으며 해외 거래액 증가 추세에 영향을 받는다.

상품매출은 자회사 실적으로 제이씨어패럴과 해외 판매가 반영된다. 최근 제이씨어패럴은 기존에 의류사업에서 화장품 사업까지 확장했다. 고객사가 화장품 제조를 요청했을 때 화장품 기획, 제조사와 연결시켜주는 플랫폼 역할을 하고 있어 추가적인 성장이 기대된다.

주요 도메인 등록수수료

종류	가격	정산체계
.com/.co.kr/.kr/.or. .kr/.net/.org/.biz	22,000 원	1년, 선납
.tv/.in/.tw/.co	66,000 원	1년, 선납

자료: 카페24, 키움증권

SMS 주요 서비스 요금

종류	가격	단가	정산체계
1,000,000 건 (40% 할인)	12,000,000 원	12 원	선납, 건당차감
50,000 건 (1,000 건 추가)	1,000,000 원	19.6 원	
10,000 건	200,000 원	20 원	

자료: 카페24, 키움증권

광고솔루션은 고객사들의 온라인 광고를 대행해주는 역할을 하는 광고대행사로 볼 수 있다. 다만 다른 광고대행사 대비해서 다른 점은 고객을 찾아 가는 것이 아니라 이미 보유하고 있는 고객이 있고 카페24의 솔루션을 사용하는 고객들을 대상으로 광고 문의가 들어온다는 점이다. 즉, 카페24가 가지고 있는 플랫폼을 통해 사업을 하며 광고주들을 자체적으로 창출하고 있다고 볼 수 있다. 광고를 집행되는 네이버, 카카오, 구글, 페이스북 등 매체사로부터 10~20%의 수수료를 수취하는 구조이다. 2017년 광고 취급고 수준은 1,600억원에 이른다.

광고 서비스 종류

광고 종류	내용
키워드 광고	광고 예약, 자동입찰, 경쟁사 분석 솔루션으로 예산과 목표 전략에 따른 운영 각 매체와 상품에 경쟁력 있는 키워드 제공
쇼핑 광고	쇼핑광고 점유율 업계 1위로 높은 클릭률 다양한 카테고리의 풍부한 쇼핑광고 경험 보유 사전테스트부터 실시간 모니터링을 통한 이미지 문구 분석 및 교체
디스플레이 광고	카테고리별 맞춤매체와 다양한 시간대별 특징을 활용한 매체 믹스 디스플레이 광고 전문 기획, 디자인 인력팀 구성
오프라인 광고	패키지서비스와 매체사의 원활한 컨택 제공 예산별/타겟별 광고 효과 극대화
모바일 광고	동영상광고: TV광고보다 저렴한 비용, 높은 도달률 SNS광고: SNS 채널을 통한 바이럴 및 신규 고객 유입에 효과적 배너/DA(Display Ad)광고: 디스플레이 광고로 브랜드인지/노출 효과 극대화 검색광고: 검색시 정보제공 상위노출로 사이트 유입을 유도

자료: 카페24, 키움증권

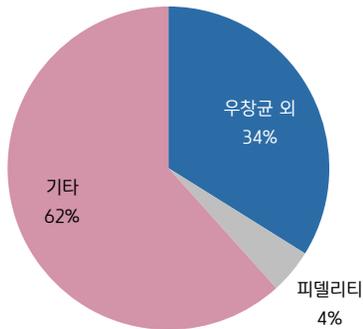
호스팅 솔루션은 인터넷에 홈페이지를 개설할 수 있도록 웹서버의 일정 공간을 임대해주는 서비스이다. 카페24의 호스팅 서비스를 이용하는 고객수에 비례해서 증가하는 구조이다. 유입되는 고객수는 연간 1%수준으로 크지 않다. 하지만 연간 3~4% 성장을 보여주고 있는데 고객당 호스팅 단가가 트래픽 증가에 따라 올라가고 있기 때문이다. 동사가 호스팅 솔루션 사업으로 시작, 안정적인 수익원이긴 하나 추가적인 성장이 예상되는 사업은 아니며, 유사한 사업을 영위하는 기업은 가비아이다.

주주현황 및 계열사

대주주는 창업주를 비롯한 임원진들 지분이 34%이다. 피델리티를 비롯한 해외 주주 비중은 30% 수준이다.

동사는 해외 지사를 자회사로 보유하고 있다. 또한 플랫폼 이외의 사업을 영위하는 기업을 자회사로 보유하고 있으며, 지속적인 M&A추진을 통해 자회사를 확대해 나갈 것으로 예상된다.

주주현황



자료: Bloomberg, 키움증권

카페24 지배구조 현황

카페24	
100%	SIMPLEX INTERNET Philippines, Inc. (필리핀)
100%	YANI SIMPLEX Scientific Technology Co.,Ltd (중국)
100%	에스아이아이씨 (한국)
100%	CAFE24, Inc. (미국)
100%	CAFE24 JAPAN Inc. (일본)
100%	Simplexi Hangzhou Co.,Ltd. (중국)
100%	제이씨어패럴 (한국)
100%	패스트박스 (한국)
50.1%	핍즈 (한국)
50%	필웨이 (한국)

자료: 카페24, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018P	2019E	2020E
매출액	1,426	1,654	2,113	2,490
매출원가	190	168	241	313
매출총이익	1,236	1,486	1,871	2,177
판매비및일반관리비	1,162	1,330	1,577	1,750
영업이익(보고)	74	156	295	427
영업이익(핵심)	74	156	295	427
영업외손익	-11	-414	11	10
이자수익	2	0	0	0
배당금수익	0	0	0	0
외환이익	1	1	1	1
이자비용	5	0	0	0
외환손실	6	1	1	1
관계기업지분법손익	0	0	0	0
투자및기타자산지분손익	0	4	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-1	-419	0	0
기타	-1	2	11	10
법인세차감전이익	63	-258	305	437
법인세비용	12	25	61	87
유효법인세율 (%)	19.7%	-9.7%	20.0%	20.0%
당기순이익	51	-283	244	350
지배주주지분순이익(억원)	51	-283	244	350
EBITDA	126	196	358	496
현금순이익(Cash Earnings)	103	-242	307	418
수정당기순이익	52	173	244	350
증감률(% YoY)				
매출액	40.0	16.0	27.7	17.9
영업이익(보고)	흑전	110.7	89.1	45.0
영업이익(핵심)	흑전	110.7	89.1	45.0
EBITDA	364.8	55.9	82.5	38.5
지배주주지분 당기순이익	흑전	적전	흑전	43.3
EPS	흑전	적전	흑전	43.3
수정순이익	흑전	234.7	41.4	43.3

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018P	2019E	2020E
영업활동현금흐름	123	176	366	465
당기순이익	51	-283	244	350
감가상각비	44	55	66	72
무형자산상각비	8	4	14	10
외환손익	5	0	0	0
자산처분손익	0	-4	0	0
지분법손익	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-5	-61	41	33
기타	20	465	0	0
투자활동현금흐름	-35	-118	-102	-109
투자자산의 처분	9	3	-1	-1
유형자산의 처분	1	4	5	4
유형자산의 취득	-48	-80	-80	-80
무형자산의 처분	-2	-30	-4	-4
기타	5	-12	-17	-25
재무활동현금흐름	168	522	-5	-4
단기자입금의 증가	180	0	0	0
장기자입금의 증가	-12	-5	-5	-4
자본의 증가	0	552	0	0
배당금지급	0	0	0	0
기타	0	-25	0	0
현금및현금성자산의순증가	250	580	259	352
기초현금및현금성자산	126	377	943	1,202
기말현금및현금성자산	377	956	1,202	1,553
Gross Cash Flow	128	237	324	432
Op Free Cash Flow	56	58	256	392

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018P	2019E	2020E
유동자산	534	1,124	1,414	1,785
현금및현금성자산	377	943	1,202	1,553
유동금융자산	2	2	3	4
매출채권및유동채권	144	165	192	208
재고자산	5	6	7	9
기타유동비금융자산	7	8	10	12
비유동자산	185	262	284	318
장기매출채권및기타비유동채권	27	41	42	50
투자자산	0	0	0	0
유형자산	122	147	161	168
무형자산	10	36	26	20
기타비유동자산	26	38	55	80
자산총계	719	1,386	1,698	2,103
유동부채	295	263	325	376
매입채무및기타유동채무	265	236	302	356
단기자입금	3	3	3	3
유동성장기차입금	24	19	14	10
기타유동부채	3	5	6	7
비유동부채	287	22	28	33
장기매입채무및비유동채무	18	21	27	32
사채및장기차입금	269	1	1	1
기타비유동부채	0	0	0	0
부채총계	582	285	353	408
자본금	40	47	47	47
주식발행초과금	123	1,361	1,361	1,361
이익잉여금	-24	-307	-63	287
기타자본	-1.3	0.1	0.1	0.1
지배주주지분자본총계	137	1,101	1,345	1,695
비지배주주지분자본총계	0	0	0	0
자본총계	137	1,101	1,345	1,695
순차입금	-83	-922	-1,187	-1,544
총차입금	295	22	17	13

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018P	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	641	-3,140	2,589	3,710
BPS	1,728	11,674	14,263	17,974
주당EBITDA	1,584	2,381	3,971	5,403
CFPS	1,294	-2,490	3,436	4,582
DPS	0	0	0	0
주가배수(배)				
PER	81.9	-35.0	45.6	31.8
PBR	30.4	9.4	8.3	6.6
EV/EBITDA	36.3	17.4	9.2	6.1
PCFR	40.6	-44.1	34.4	25.8
수익성(%)				
영업이익률(보고)	5.2	9.4	13.9	17.2
영업이익률(핵심)	5.2	9.4	13.9	17.2
EBITDA margin	8.8	13.0	17.7	20.5
순이익률	3.6	-17.1	11.6	14.1
자기자본이익률(ROE)	44.9	-45.7	20.0	23.0
투자자본이익률(ROIC)	159.6	202.1	193.2	392.7
안정성(%)				
부채비율	424.0	25.9	26.2	24.1
순차입금비율	-60.7	-83.8	-88.3	-91.1
이자보상배율(배)	15.6	692.8	1,693.7	3,213.6
활동성(배)				
매출채권회전율	10.7	10.7	11.8	12.5
재고자산회전율	462.7	305.2	318.8	299.0
매입채무회전율	5.9	6.6	7.9	7.6