

Company Basic

Analyst 이 민 희

02) 6915-5682

mhl3467@ibks.com

매수 (유지)

목표주가	168,000원
현재가 (3/8)	112,900원

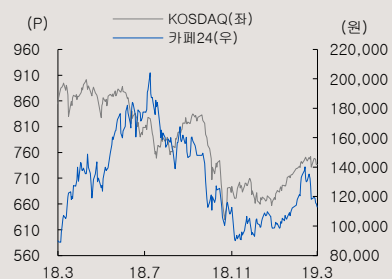
KOSDAQ (3/8)	735.97pt
시가총액	10,647억원
발행주식수	9,431천주
액면가	500원
52주 최고가	204,000원
최저가	89,100원
60일 일평균거래대금	97억원
외국인 지분율	35.9%
배당수익률 (2018F)	0.0%

주주구성	
우창군 외 13 인	33.47%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-5%	-14%	46%
절대기준	-4%	-23%	25%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	168,000	168,000	-
EPS(18)	-3,151	-3,337	▲
EPS(19)	2,826	2,755	▲

카페24 주가추이



이 보고서는 「코스닥 시장 활성화를 통한 자본시장 혁신 방안」의 일환으로 작성된 보고서입니다.

본 조사분석자료는 당사 리서치센터에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

카페24 (042000)

On Track

작년 매출 성장률 둔화에 대한 아쉬움 있지만 핵심 사업 고성장 확인

지난해 국내 온라인쇼핑몰 상품판매액은 21% 성장하여 예상(20%) 보다 더 좋았으나 동사 쇼핑물거래액(GMV)은 18% 성장하여 2017년 28% 대비 둔화되는 모습을 보여 아쉬움을 남긴다. 그러나 핵심사업인 수수료 매출은 20% 고성장(vs. 2017년 18%)을 지속했고, 특히 쇼핑물솔루션(결제 및 부가서비스) 매출은 지난해 819억원으로 27% (vs. 2017년 20%)라는 큰 폭의 성장을 달성하였다. 이는 GMV 당 수수료 취득 비율이 지속적으로 상승하기 때문이다. 또한 새로 인수한 펌즈(재고관리 유료화 서비스)가 4Q18부터 부가서비스 매출로 반영되기 때문에 올해 수수료 매출 기여가 기대된다. 한편 2018년에도 쇼핑물계정수는 160만개(+10만개 YoY)로 증가세가 이어졌다.

2019년에도 실적은 고성장, 또한 글로벌화의 원년 기대

올해도 GMV 19% 성장과 부가서비스 확대 및 펌즈 인수 효과로 수수료 매출액이 19%, 쇼핑물솔루션 매출이 24% 성장이 예상된다. 또한 올해 1월 인수한 필웨이의 경우 2019년 매출 144억원이 예상되며, 매출성장률은 낮지만 이익률이 높아 이익 기여는 클 전망이다. 한편 작년 10월 오픈한 일본 법인은 아직 의미있는 실적이 가시화되지는 못하지만, 서버 및 인력 선 투자가 완료되어 마케팅비용에도 불구하고 손익 측면에서 악영향은 없을 것 같다. 2019년 동사 연결 매출은 31% 성장(vs. 2017년 16%), 영업이익은 273억원(영업이익률 12.6%)으로 75% 성장이 전망된다.

주가 조정을 매수기회로, 투자의견 BUY 및 목표가 168,000원 유지

연말 이후 Shopify 주가와 동반 급등 후 조정국면에 진입해 있으나, 시장 및 동사 실적 고성장이 지속되고 있음을 확신한다면 또 다시 P/Sales 밴드 하단에서 저점 매수 기회를 권유한다. 최근 PG 수수료율 인하에 대한 우려가 있으나, 동사 교섭력이 더 높은 상태고, Shopify 대비 동사 취득수수료율(Take Rate)이 현재 40bp 낮은 상태여서 결코 현재 수수료율이 높은 편이 아니라는 판단이다.

(단위: 억원 배)	2016	2017	2018P	2019F	2020F
매출액	na	1,426	1,654	2,171	2,526
영업이익	na	74	156	273	369
세전이익	na	63	-258	286	387
지배주주순이익	na	51	-283	268	363
EPS(원)	na	641	-3,151	2,826	3,823
증가율(%)	na	na	적전	흑전	35.3
영업이익률(%)	na	5.2	9.4	12.6	14.6
순이익률(%)	na	3.6	-17.1	12.4	14.4
ROE(%)	na	37.1	-45.9	21.6	23.3
PER	na	0.0	-34.8	40.8	30.2
PBR	na	0.0	9.4	8.0	6.3
EV/EBITDA	na	0.0	43.8	29.8	22.4

자료: Company data, IBK투자증권 예상

온라인 쇼핑물 시장과 동사 수수료 수익 고성장 지속

매출성장률에 대한 아쉬움 있지만 핵심 사업 고성장 확인

2018년 국내 시장은 21% 성장 vs. 카페24 GMV는 18% 성장

통계청에서 발표하는 지난해 국내 온라인쇼핑물 상품판매액은 113.7조원으로 전년 대비 21% 성장하여 예상(20%) 보다 더 좋았다. 지난 3Q18가 18%YoY 성장하며 잠시 주춤하는 모습이었으나, 10월 31%YoY 급성장 영향으로 4Q18가 23%YoY 성장하였기 때문이다. 그러나 카페24 쇼핑물거래액(GMV)는 2018년 18% 성장하여 2017년 28% 대비 둔화된 모습이었으며 시장 성장률 보다 낮았음이 아쉬움으로 남는다.

동사 핵심사업인 수수료 매출은 20% 성장, 특히 쇼핑물솔루션 매출은 27% 고성장(vs. 2017년 20%)

2018년 동사 매출액은 16% 성장(vs. 2017년 21%)하여 전년 대비 둔화된 모습이나, 이는 상품 매출액의 감소 영향이 크며 동사의 핵심사업인 수수료 매출은 20% 고성장(vs. 2017년 18%)을 달성하였다. 특히 쇼핑물솔루션(결제, 부가서비스 포함) 매출은 지난해 819억원으로 27%(vs. 2017년 20%) 큰 폭 성장하였는데, 이는 GMV 당 수수료수입 비율이 계속 상승하고 있기 때문이다. 물론 지난 4Q18에는 10월 인수한 펄즈(재고관리 유료 서비스) 매출이 17억원 반영되어 있기는 하지만, 이를 제외하더라도 작년 쇼핑물솔루션 매출은 24% 고성장하는 모습을 보여 주었다. 지난해 상품 매출이 3% 감소한 이유는 자회사 제이씨어패럴의 상품공급 매출이 4Q17에 특수으로 인해 비정상적으로 높았기 때문이다.

쇼핑물 계정수 160만개, PG 등록 계정수 16만개 상회

한편 2018년 동사의 쇼핑물 계정수는 160만개(vs. 2017년 150만개), 이 중에 PG 등록 계정수는 16만개를 상회(vs. 2017년 15만개)하여 동사 플랫폼을 이용하는 쇼핑물 가입자가 계속 증가 추세에 있다. 동사는 솔루션을 제공하는 업체로서 오픈 플랫폼과 마켓 연동을 지향하기 때문에, 급성장하는 전자상거래 시장에서 다양한 중소 쇼핑물업체들과 파트너 관계로서 동반 성장이 기대된다. 2019년에도 국내 온라인쇼핑물 시장은 19% 고성장이 예상되며, 동사의 GMV도 9.4조원으로 19% 성장이 예상된다.

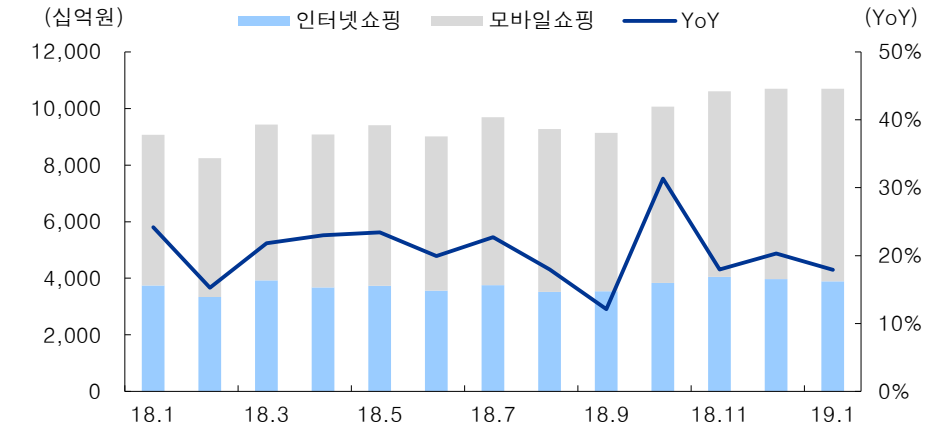
표 1. 국내 온라인쇼핑물 시장과 카페24 실적 Review 및 전망

(단위: 조원, 억원)

	17	18	19E
국내 온라인 쇼핑물 상품판매액	94.2	113.7	135.3
YoY	na	21%	19%
카페24 쇼핑물 거래액(GMV)	6.7	7.9	9.4
YoY	28%	18%	19%
카페24 시장점유율	7.1%	6.9%	6.9%
카페24 매출액	1,426	1,654	2,171
YoY	21%	16%	31%
수수료 매출	1,164	1,401	1,666
YoY	18%	20%	19%
쇼핑물솔루션 매출	647	819	1,013
YoY	20%	27%	24%

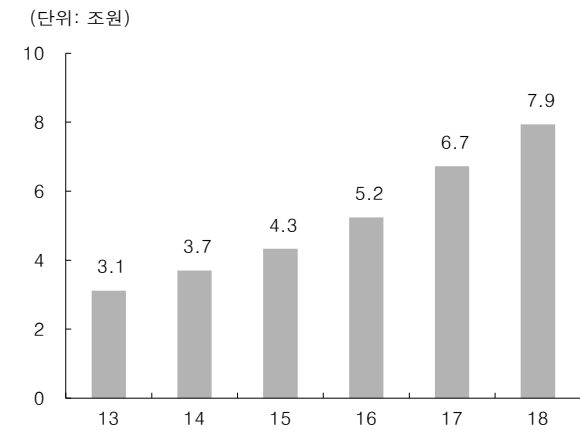
자료: 통계청, IBK투자증권

그림 1. 국내 온라인쇼핑물 상품판매액 추이



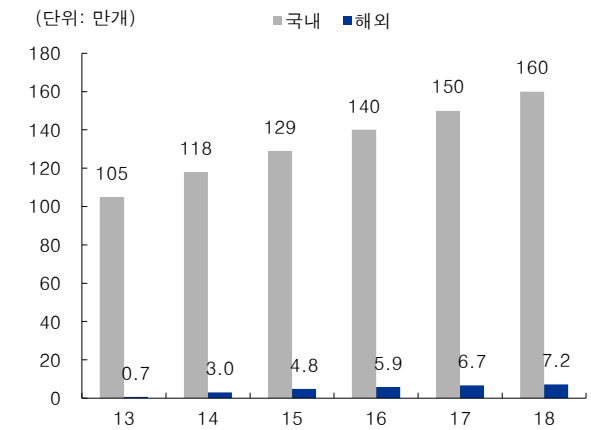
자료: 통계청

그림 2. 카페24 쇼핑물거래액(GMV) 추이



자료: IBK투자증권

그림 3. 카페24 쇼핑물 계정수 추이



자료: IBK투자증권

2019년에도 실적은 고성장, 글로벌화의 원년 기대

수수료 수입 증가와 필웨이 인수 효과로 올해 매출 31% 성장

GMV 19% 성장과 필웨이, 핼즈(부가서비스 매출에 반영) 인수 효과로 올해 매출 31%, 영업이익 75% 성장

2019년에도 동사 쇼핑물거래액(GMV)이 19% 성장함과 부가서비스 확대 및 핼즈 인수 효과(재고관리 서비스 유료화)로 GMV 당 수수료수익 비율의 지속적인 상승이 예상된다. 동사 2019년 수수료 매출액은 19%, 이 중에 쇼핑솔루션 매출액은 24% 성장이 예상된다. 또한 올해 1월 인수한 명품 중고거래 플랫폼업체 필웨이(지분 50%, 290억원에 인수)의 경우 2019년 매출액 144억원(영업이익률 45%)이 예상된다. 필웨이의 매출 성장률은 낮지만 수익성이 상당히 좋아 동사 연결이익에 기여가 기대된다. 작년 10월에 오픈한 일본법인의 경우 쇼핑물 가입자가 늘어나고 있으나 아직 의미있는 실적 수치가 없는 상태다. 그러나 지난 해 서버 투자가 완료 되었고 인력도 현재 20명을 보유하고 있어 초기 마케팅비용 지출이 예상되기는 하지만 큰 손실은 없을 전망이다. 따라서 2019년 동사의 연결 매출액은 2,171억원으로 31%YoY 성장(vs. 2017년 16%), 영업이익은 273억원(영업이익률 12.6%)으로 75% 성장이 전망된다.

표 2. 카페24 실적 추정

(단위: 억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E	2020E
쇼핑물 거래액(GMV)	18,300	18,840	19,271	23,031	21,595	22,420	22,932	27,590	67,226	79,442	94,537	111,553
y/y	23%	14%	15%	21%	18%	19%	19%	20%	28%	18%	19%	18%
연결 매출액	366	405	384	499	464	513	524	670	1,426	1,654	2,171	2,526
y/y	16%	23%	16%	11%	27%	27%	36%	34%	21%	16%	31%	16%
수수료 매출액	322	342	334	403	380	397	406	483	1,164	1,401	1,666	1,941
y/y	19%	20%	17%	24%	18%	16%	22%	20%	18%	20%	19%	17%
쇼핑물솔루션	183	197	188	252	227	240	245	301	647	819	1,013	1,205
결제솔루션	96	103	103	127	114	121	124	149	348	429	508	602
부가서비스	86	93	86	125	112	119	122	152	299	390	504	602
광고솔루션	69	75	72	80	82	85	87	105	251	296	359	424
호스팅솔루션	70	71	73	71	71	72	73	77	267	286	294	312
상품매출액	44	63	51	96	51	69	59	110	262	253	289	332
y/y	-4%	39%	10%	-23%	15%	10%	17%	15%	37%	-3%	14%	15%
필웨이					33	36	36	39	na	na	144	151
일본 법인						11	23	38	na	na	72	101
연결 영업이익	31	41	32	52	54	66	62	91	74	156	273	369
영업이익률	8.5%	10.2%	8.3%	10.3%	11.6%	12.8%	11.8%	13.6%	5.2%	9.4%	12.6%	14.6%
세전이익	33	-495	148	57	57	69	65	94	63	-258	286	387
지배주주순이익	27	-505	142	53	45	71	63	88	51	-284	267	361

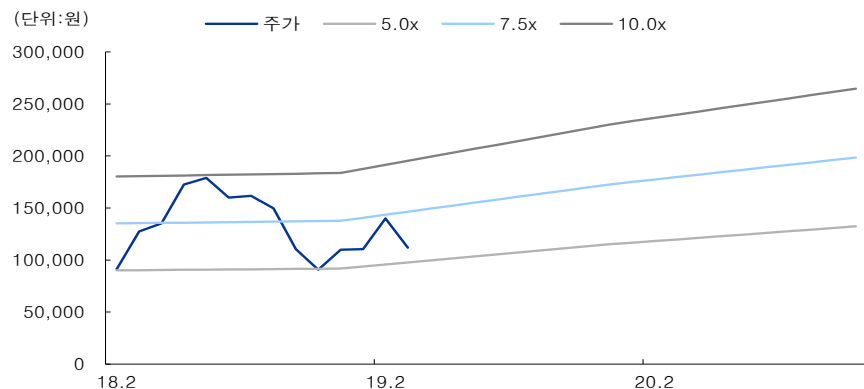
자료: IBK투자증권

주가 조정을 매수 기회로, 투자 의견 BUY 유지

연초 Shopify와 동반 상승 후 주가 조정국면

동사 주가는 동일한 사업구조를 가진 미국 Shopify와 동행하는 특성이 있는데, 온라인 쇼핑물 성수기 실적 기대로 작년말부터 시작된 Shopify 주가 급등과 함께 동사 주가도 과거 평균 Multiple 수준(14만원)까지 반등 후 최근 다시 조정국면에 들어가 있다. 다만 차이는 Shopify는 2018년에도 매출액이 59.4% 성장하여 예상을 또다시 상회하였고 동사는 앞에서 언급했듯이 매출 성장이 기대 보다 약했다. 비록 Shopify는 영업적자가 더 확대되었고 동사는 흑자 기조를 이어감에도 매출성장을 더 중요시 하는 산업의 특성상 최근 동사 주가 움직임이 상대적으로 더 약한 이유로 판단된다. 그러나 온라인쇼핑물 시장의 고성장이 지속되고 있고, 동사는 M&A 효과와 취득수수료율(Take Rate)의 상승으로 올해도 실적 고성장이 예상된다. 동사의 성장성을 믿는다면 다시 P/sales 밴드 하단에서 저점 매수하는 전략이 유효해 보인다. 투자 의견 BUY와 목표주가 168,000원(가중평균 PSR 8x 적용 유지)을 유지한다.

그림 4. 카페24 주가와 rolling avg. P/Sales 밴드



자료: IBK투자증권

그림 5. 미국 Shopify와 카페24 주가 추이



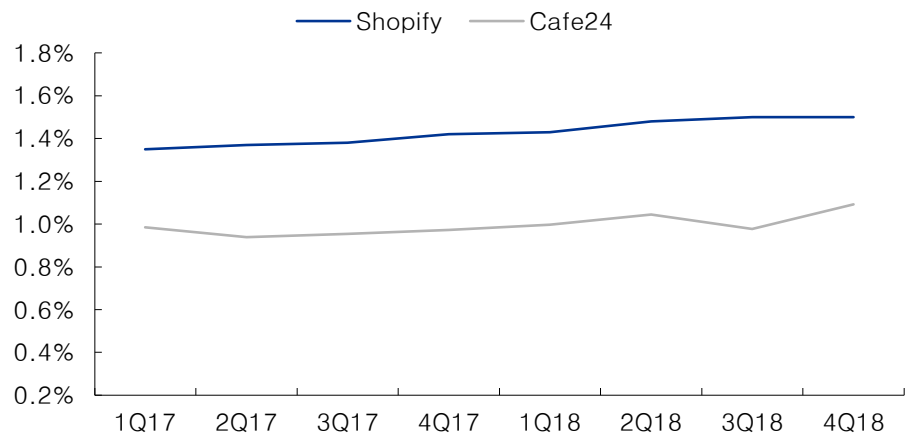
자료: IBK투자증권

PG 수수료 인하 우려는 기우

Shopify 대비 Take Rate가
40bp 낮은 상태

지난해 카드수수료가 인하 되면서 온라인쇼핑 거래의 PG 수수료도 인하될 지 모른다는 우려가 있다. 그러나 PG 수수료율에 대해 동사가 더 강한 교섭력을 가지고 있어 개별적인 PG 수수료 인하는 쉽지 않다. 또한 Shopify와 취득수수료율(Take Rate)을 비교해 보면 동사가 40bp 낮은 상태로 현재 수수료율이 높은 편이 아니다.

그림 6. 취득수수료율(Take Rate) 비교



자료: IBK투자증권

포괄손익계산서

(억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	n.a	1,426	1,654	2,171	2,526
증가율(%)	n.a	na	16.0	31.3	16.3
매출원가	n.a	190	168	240	262
매출총이익	n.a	1,236	1,486	1,931	2,263
매출총이익률 (%)	n.a	86.7	89.8	88.9	89.6
판매비	n.a	1,162	1,330	1,658	1,894
판매비율(%)	n.a	81.5	80.4	76.4	75.0
영업이익	n.a	74	156	273	369
증가율(%)	n.a	na	110.7	75.0	35.4
영업이익률(%)	n.a	5.2	9.4	12.6	14.6
순금융손익	n.a	-4	-419	13	17
이자손익	n.a	-3	5	13	17
기타	n.a	-1	-424	0	0
기타영업외손익	n.a	-7	3	0	0
종속/관계기업손익	n.a	0	3	0	0
세전이익	n.a	63	-258	286	387
법인세	n.a	12	25	17	23
법인세율	n.a	19.7	-9.7	6.1	6.1
계속사업이익	n.a	51	-283	268	363
중단사업손익	n.a	0	0	0	0
당기순이익	n.a	51	-283	268	363
증가율(%)	n.a	na	적전	흑전	35.3
당기순이익률 (%)	n.a	3.6	-17.1	12.4	14.4
지배주주당기순이익	n.a	51	-284	267	361
기타포괄이익	n.a	-1	1	0	0
총포괄이익	n.a	49	-282	268	363
EBITDA	n.a	126	217	336	434
증가율(%)	n.a	na	72.3	55.0	29.1
EBITDA마진율(%)	n.a	8.8	13.1	15.5	17.2

투자지표

(12월 결산)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	n.a	641	-3,151	2,826	3,823
BPS	n.a	1,728	11,654	14,480	18,303
DPS	n.a	0	0	0	0
밸류에이션(배)					
PER	n.a	n.a	-34.8	40.8	30.2
PBR	n.a	n.a	9.4	8.0	6.3
EV/EBITDA	n.a	n.a	43.8	29.8	22.4
성장성지표(%)					
매출증가율	n.a	n.a	16.0	31.3	16.3
EPS증가율	n.a	n.a	적전	흑전	35.3
수익성지표(%)					
배당수익률	n.a	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	n.a	37.1	-45.9	21.6	23.3
ROA	n.a	7.1	-25.6	15.9	17.3
ROIC	n.a	267.0	-602.5	506.6	2,256.9
안정성지표(%)					
부채비율(%)	n.a	424.0	35.1	37.4	34.2
순차입금 비율(%)	n.a	-60.7	-79.1	-62.4	-67.5
이자보상배율(배)	n.a	15.6	20.4	162.6	207.6
활동성지표(배)					
매출채권회전율	n.a	n.a	9.8	9.4	8.8
재고자산회전율	n.a	n.a	223.6	189.5	177.8
총자산회전율	n.a	n.a	1.5	1.3	1.2

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순의 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	n.a	534	1,117	1,179	1,543
현금및현금성자산	n.a	377	893	879	1,194
유가증권	n.a	2	0	0	0
매출채권	n.a	140	197	264	308
재고자산	n.a	5	10	13	15
비유동자산	n.a	185	369	701	781
유형자산	n.a	122	163	169	175
무형자산	n.a	10	30	20	10
투자자산	n.a	0	95	402	468
자산총계	n.a	719	1,486	1,880	2,324
유동부채	n.a	295	364	482	558
매입채무및기타채무	n.a	20	6	8	10
단기차입금	n.a	3	4	5	6
유동성장기부채	n.a	24	19	19	19
비유동부채	n.a	287	22	29	34
사채	n.a	268	0	0	0
장기차입금	n.a	1	1	1	1
부채총계	n.a	582	386	512	592
지배주주지분	n.a	137	1,099	1,366	1,726
자본금	n.a	40	47	47	47
자본잉여금	n.a	123	1,361	1,361	1,361
자본조정등	n.a	0	0	0	0
기타포괄이익누계액	n.a	-2	-1	-1	-1
이익잉여금	n.a	-24	-308	-42	319
비지배주주지분	n.a	0	1	3	6
자본총계	n.a	137	1,100	1,369	1,732
비이자부채	n.a	287	363	487	567
총차입금	n.a	295	23	25	25
순차입금	n.a	-83	-870	-854	-1,169

현금흐름표

(억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	n.a	123	145	263	383
당기순이익	n.a	51	-283	268	363
비현금성 비용 및 수익	n.a	79	497	50	47
유형자산감가상각비	n.a	44	51	53	55
무형자산상각비	n.a	8	10	10	10
운전자본변동	n.a	-5	-65	-69	-44
매출채권등의 감소	n.a	-41	-57	-68	-43
재고자산의 감소	n.a	-3	-5	-3	-2
매입채무등의 증가	n.a	12	-14	2	1
기타 영업현금흐름	n.a	-2	-4	13	17
투자활동 현금흐름	n.a	-35	-263	-401	-147
유형자산의 증가(CAPEX)	n.a	-48	-92	-60	-60
유형자산의 감소	n.a	1	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	n.a	-2	-30	0	0
투자자산의 감소(증가)	n.a	9	-92	-307	-66
기타	n.a	5	-49	-34	-22
재무활동 현금흐름	n.a	168	632	124	79
차입금의 증가(감소)	n.a	-12	-5	0	0
자본의 증가	n.a	0	552	0	0
기타	n.a	180	85	124	79
기타 및 조정	n.a	-6	3	0	0
현금의 증가	n.a	250	517	-15	315
기초현금	n.a	126	377	893	879
기말현금	n.a	377	893	879	1,194

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.

동 자료는 기관투자자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.

조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

동 자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상	유가증권	계열사	공개매수	IPO	회사채	중대한	M&A
		수량	취득가	취득일	보유여부	발행관련	관계여부	사무취급		지급보증	이해관계	
해당사항없음												

투자이전 안내 (투자기간 12개월)

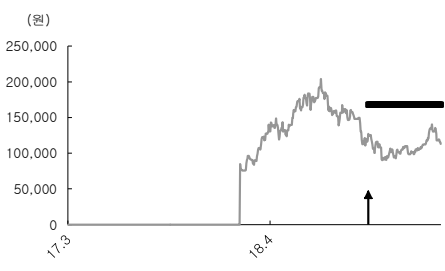
종목 투자이전 (절대수익률 기준)			
적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자이전 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2018.01.01~2018.12.31)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	139	85.3
중립	24	14.7
매도	0	0.0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(◆) 적극매수 (▲) 매수 (●) 중립 (■) 비중축소 (■) Not Rated / 담당자 변경

카페24 주가 및 목표주가 추이	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)		추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저				평균	최고/최저
	2018.10.17	매수	168,000	-35.34	-16.49					
	2019.03.08	매수	168,000							