

Company Basic

Analyst 이민희

02) 6915-5682

mhl3467@ibks.com

매수 (유지)

목표주가 140,000원

현재가 (8/9) 73,500원

KOSDAQ (8/9)	590.04pt
시가총액	693십억원
발행주식수	9,431천주
액면가	500원
52주 최고가	167,400원
최저가	55,600원
60일 일평균거래대금	12십억원
외국인 지분율	25.2%
배당수익률 (2019F)	0.0%

주주구성	
우창군 외 14 인	30.27%
Teton Capital Partners LP	6.23%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	37%	-23%	-37%
절대기준	23%	-38%	-53%

	현재	직전	변동
투자 의견	매수	매수	-
목표주가	140,000	168,000	▼
EPS(19)	1,388	2,826	▼
EPS(20)	1,761	3,823	▼

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)

높은 외형 성장세 지속

2Q19 Review: 높은 외형 성장률, 반면 영업이익은 정체

지난주 발표한 동사 2Q19 실적을 보면 여전히 높은 외형성장세가 유지되고 있음을 확인할 수 있다. 2Q19 연결매출액은 548억원으로 35%YoY 성장하였는데, 이는 (1) 쇼핑몰거래액(GMV)가 20%YoY 고성장을 지속함과 (2) 핏즈 인수 효과(4Q18부터 반영)와 부가서비스 확대, 그리고 수수료 내재화에 따른 평균 수수료 취득률(=수수료 매출액/GMV)의 지속적인 상승 덕분이다. 한편 2Q19 영업이익은 41억원(이익률 7.4%)으로 전년 동기 수준에 그쳤는데, 이는 계속적으로 사업확장을 위한 비용지출(인원충원에 따른 인건비 상승, M&A 이후 무형상각비 발생, 시스템 투자 등)이 지속되기 때문이다.

투자의견 BUY 유지, 목표가는 14만원으로 하향조정

동사 2019년 수수료 및 상품매출액을 각각 10%, 17% 상향조정한다. 이는 예상보다 높은 평균 수수료 취득률(=수수료매출액/GMV)의 지속적인 상승곡선을 반영한 것이다. 그러나 계속된 투자비용 증가에 따른 수익성 개선 지연과 현재 주가와 괴리도 조정을 위해 목표주가는 14만원(목표 PSR을 8x에서 6x로 하향)으로 하향 조정한다.

미국 Shopify와 주가 performance 대조

동사와 사업구조가 유사한 미국의 Shopify는 2015년 상장 이후 시가총액이 20배 가량 성장했으며 올해 들어서만 2.6배 상승하였다. 영업 적자폭이 매년 더 확대되에도 불구하고 높은 외형성장률이 지속되기 때문이다. 이에 반해 카페24는 흑자 기초를 유지하면서도 외형 고성장을 유지하고 있음에도, 분기 영업이익 결과에 따라 높은 주가 변동성을 반복하고 있음은 아쉽다. 빠르게 성장하고 있는 전자상거래 시장에서 단기적인 이익 변동성 보다는 매출 성장 추세와 시장 지배력에 대한 평가가 더 중요하다는 판단이다.

(단위:십억원배)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	143	165	223	258	292
영업이익	7	16	15	20	26
세전이익	6	-26	15	20	25
당기순이익	5	-28	13	17	22
EPS(원)	641	-3,149	1,388	1,761	2,267
증가율(%)	0.0	-591.1	-144.1	26.9	28.7
영업이익률(%)	4.9	9.7	6.7	7.8	8.9
순이익률(%)	3.5	-17.0	5.8	6.6	7.5
ROE(%)	37.1	-45.9	11.2	12.6	14.2
PER	0.0	-34.9	46.7	36.8	28.6
PBR	0.0	9.4	5.0	4.4	3.8
EV/EBITDA	-0.7	44.3	19.7	16.8	14.0

자료: Company data, IBK투자증권 예상

2Q19 Review: 높은 외형성장을, 반면 영업이익은 정체

2Q19 매출액 35%YoY
고성장, M&A효과와
수수료취득률 지속 상승
덕분

지난주 발표한 동사 2Q19 실적을 보면 여전히 높은 외형성장세가 유지되고 있음을 확인할 수 있다. 2Q19 연결매출액은 548억원으로 35%YoY 성장하였는데, 이는 (1) 쇼핑몰거래액(GMV)가 20%YoY 고성장을 지속함과 (2) 펌즈 인수 효과(4Q18부터 반영)와 부가서비스 확대, 그리고 수수료 내재화에 따른 평균 수수료 취득률(=수수료매출액/GMV)의 지속적인 상승 덕분이다. 아직 해외법인 실적이 없지만 내년부터는 일본 법인으로부터 의미있는 매출 성과를 기대한다.

2Q19 영업이익은
전년동기 수준 정체,
사업확장을 위한 계속된
투자비 지출 때문

한편 2Q19 영업이익은 41억원(이익률 7.4%)으로 전년 동기 수준에 그쳤는데, 이는 계속적으로 사업확장을 위해 비용지출(인원충원에 따른 인건비 상승, M&A 이후 무형상각비 발생, 시스템 투자 등)이 지속되기 때문이다. 빠르게 성장하고 있는 전자상거래 시장에서 계속적인 투자 지출은 불가피하며, 향후 시장이 성숙기에 들어가서 안정된 이익을 창출할 때 까지는 외형성장과 사업방향성에 더 포커스를 둘 필요가 있다.

표 1. 카페24 실적 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E	2020E
쇼핑몰 거래액(GMV)	1,830	1,884	1,927	2,303	2,107	2,253	2,293	2,720	6,723	7,944	9,374	10,968
y/y	23%	14%	15%	21%	15%	20%	19%	18%	28%	18%	18%	17%
연결 매출액	36.6	40.5	38.4	49.9	49.7	54.8	53.2	65.6	142.6	165.4	223.4	257.8
y/y	16%	23%	16%	11%	36%	35%	39%	32%	21%	16%	35%	15%
수수료 매출액	32.2	34.2	33.4	40.3	41.5	46.3	44.1	51.5	116.4	140.1	183.5	209.0
y/y	19%	20%	17%	24%	29%	35%	32%	28%	18%	20%	31%	14%
as % of GMV	1.76%	1.82%	1.73%	1.75%	1.97%	2.05%	1.92%	1.89%	1.73%	1.76%	1.96%	1.91%
쇼핑몰솔루션	18.3	19.7	18.8	25.2	23.7	27.3	24.8	29.9	64.7	81.9	105.7	124.2
y/y	24%	27%	18%	35%	30%	39%	31%	19%	20%	27%	29%	17%
결제솔루션	9.6	10.3	10.3	12.7	11.7	12.6	12.6	15.0	34.8	42.9	51.9	61.1
부가서비스	8.6	9.3	8.6	12.5	12.0	14.7	12.2	15.0	29.9	39.0	53.8	63.0
광고솔루션	6.9	7.5	7.2	8.0	7.3	8.4	8.5	10.1	25.1	29.6	34.2	39.7
호스팅솔루션	7.0	7.1	7.3	7.1	7.2	7.2	7.3	7.6	26.7	28.6	29.4	30.5
필웨이(명품 중고)					3.3	3.4	3.5	3.9		14.0	14.1	14.6
상품매출액	4.4	6.3	5.1	9.6	8.2	8.5	6.8	10.3	26.2	25.3	33.8	36.2
y/y	-4%	39%	10%	-23%	85%	36%	35%	8%		-3%	34%	7%
기타							2.3	3.8			6.1	12.6
영업이익	3.1	4.1	3.2	5.2	1.9	4.1	3.8	5.2	7.4	15.6	15.1	20.4
영업이익률	8.5%	10.2%	8.3%	10.3%	3.9%	7.4%	7.2%	8.0%	5.2%	9.4%	6.8%	7.9%
세전이익	3.3	-49.5	14.8	5.7	1.8	4.1	3.8	5.4	6.3	-25.7	14.9	19.8
지배주주순이익	2.7	-50.5	14.2	5.3	0.8	3.7	3.6	5.0	5.1	-28.4	13.1	16.6

자료: IBK투자증권

투자 의견 BUY 유지, 목표가는 14만원으로 하향조정

예상보다 높은 수수료
취득률 상승곡선에 주목,
2019년 수수료매출 10%
상향조정

주가 괴리도 고려하여
목표주가 14만원(목표
PSR 8x에서 6x로
하향)으로 하향조정

동사 2019년 수수료 및 상품매출액을 각각 10%, 17% 상향조정한다. 이는 예상보다 높은 평균 수수료 취득률(=수수료매출액/GMV)의 지속적인 상승곡선을 반영한 것이다. 그러나 사업확장을 위한 계속된 투자비용 증가로 인해 수익성 개선이 예상보다 더 늦어질 것을 고려하여 EPS는 51% 하향조정한다.

그럼에도 투자 의견 BUY를 유지하며 긍정적 시각을 유지한다. 여전히 빠르게 성장하고 있는 전자상거래 시장에서 단기적인 이익변동성 보다는 외형성장세와 시장 장악력에 대한 평가가 더 중요하다는 판단이다. 다만 목표주가는 현재 주가와 괴리도 조정을 반영하여 14만원(목표 PSR을 8x에서 6x로 하향수정)으로 하향 조정한다.

표 2. 카페24 실적추정 변경

(단위: 십억원)

	수정 후		수정전		변경	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
쇼핑몰 거래액(GMV)	9,374	10,968	9,454	11,155	-1%	-2%
연결 매출액	223.4	257.8	217	253	3%	2%
수수료 매출액	183.5	209.0	167	194	10%	8%
상품매출액	33.8	36.2	29	33	17%	9%
기타	6.1	12.6	7	10	-15%	25%
영업이익	15.1	20.4	27	37	-45%	-45%
세전이익	14.9	19.8	29	39	-48%	-49%
지배주주순이익	13.1	16.6	27	36	-51%	-54%

자료: IBK투자증권

영업적자폭 확대에도
불구하고 Shopify는
올해에만 시총 2.6배 상승

동사와 사업구조가 유사한 미국의 Shopify는 2015년 상장 이후 시가총액이 20배 가량 성장했으며 올해 들어서만 2.6배 상승하였다. 고성장하는 인터넷 쇼핑몰 시장에서 확고한 지배력으로 매년 높은 외형성장률을 지속하고 있기 때문이다. 그러나 여전히 Shopify는 영업 적자폭이 매년 더 확대되고 있다. 작년에도 연초에는 흑자전환이 예상되었으나 실제로는 적자폭이 더 확대되었다. 이에 반해 카페24는 흑자 기조를 유지하면서 높은 외형 고성장을 지속하고 있다. 그럼에도 국내 주식시장에서는 분기 영업이익 결과에 따라 높은 주가 변동성을 보이고 있음에 아쉽다는 판단이다.

표 3. 미국 Shopify 실적 및 시가총액 추이

(단위: 백만불)

	2015	2016	2017	2018	2019E
시가총액	2,062	3,836	10,135	15,297	40,264*
매출액	205	389	673	1,073	1,535
y/y	95%	90%	73%	59%	43%
영업이익	-18	-37	-49	-92	30

자료: IBK투자증권, * 8월 8일 기준

카페24 (042000)

포괄손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	143	165	223	258	292
증가율(%)	na	15.4	35.2	15.7	13.2
매출원가	0	17	23	34	38
매출총이익	143	149	201	224	254
매출총이익률 (%)	100.0	90.3	90.1	86.8	87.0
판매비	135	133	186	204	228
판매비율(%)	94.4	80.6	83.4	79.1	78.1
영업이익	7	16	15	20	26
증가율(%)	na	128.6	-6.3	33.3	30.0
영업이익률(%)	4.9	9.7	6.7	7.8	8.9
순금융손익	0	-42	0	-1	-1
이자손익	0	1	0	-1	-1
기타	0	-43	0	0	0
기타영업외손익	-1	0	0	0	0
중속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	6	-26	15	20	25
법인세	1	3	1	2	3
법인세율	16.7	-11.5	6.7	10.0	12.0
계속사업이익	5	-28	13	17	22
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	5	-28	13	17	22
증가율(%)	na	-660.0	-146.4	30.8	29.4
당기순이익률 (%)	3.5	-17.0	5.8	6.6	7.5
지배주주당기순이익	5	-28	13	17	21
기타포괄이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	5	-28	14	17	22
EBITDA	13	22	29	33	38
증가율(%)	na	69.2	31.8	13.8	15.2
EBITDA마진율(%)	9.1	13.3	13.0	12.8	13.0

투자지표

(12월 결산)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	641	-3,149	1,388	1,761	2,267
BPS	1,728	11,657	13,054	14,815	17,081
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배)					
PER	0.0	-34.9	46.7	36.8	28.6
PBR	0.0	9.4	5.0	4.4	3.8
EV/EBITDA	-0.7	44.3	19.7	16.8	14.0
성장성지표(%)					
매출증가율	0.0	16.0	35.1	15.4	13.2
EPS증가율	0.0	-591.1	-144.1	26.9	28.7
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	37.1	-45.9	11.2	12.6	14.2
ROA	7.1	-25.6	6.6	6.3	7.2
ROIC	267.0	-170.1	24.5	23.2	32.8
안정성지표(%)					
부채비율(%)	424.0	29.6	63.7	65.6	65.6
순차입금 비율(%)	-57.1	-67.0	-46.8	-53.1	-60.1
이자보상배율(배)	15.6	29.3	11.1	11.6	12.3
활동성지표(배)					
매출채권회전율	0.0	10.5	10.3	9.3	9.2
재고자산회전율	0.0	235.0	209.2	194.9	193.4
총자산회전율	0.0	1.5	1.1	0.9	0.9

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	53	113	134	162	197
현금및현금성자산	38	78	80	99	126
유가증권	0	0	23	27	30
매출채권	14	17	26	30	34
재고자산	1	1	1	1	2
비유동자산	18	35	124	129	131
유형자산	12	18	26	27	28
무형자산	1	10	73	68	64
투자자산	0	2	11	18	20
자산총계	72	149	259	291	327
유동부채	30	32	76	88	99
매입채무및기타채무	2	1	1	1	1
단기차입금	0	1	24	28	32
유동성장기부채	2	0	0	0	0
비유동부채	29	2	25	28	30
사채	27	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	58	34	101	115	130
지배주주지분	14	110	123	140	161
자본금	4	5	5	5	5
자본잉여금	12	136	94	94	94
자본조정등	0	0	0	0	0
기타포괄이익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	-2	-31	24	41	62
비지배주주지분	0	5	35	36	37
자본총계	14	115	158	175	198
비이자부채	28	33	72	82	93
총차입금	30	1	29	33	37
순차입금	-8	-77	-74	-93	-119

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	12	6	35	26	30
당기순이익	5	-28	13	17	22
비현금성 비용 및 수익	8	50	15	13	12
유형자산감가상각비	4	5	7	7	8
무형자산상각비	1	1	7	5	4
운전자본변동	-1	-16	6	-4	-4
매출채권등의 감소	-4	-3	-5	-4	-4
재고자산의 감소	0	0	0	0	0
매입채무등의 증가	1	-1	0	0	0
기타 영업현금흐름	0	0	1	0	0
투자활동 현금흐름	-3	-19	-113	-21	-18
유형자산의 증가(CAPEX)	-5	-10	-8	-8	-9
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	0	-3	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	1	-8	-98	-7	-2
기타	1	2	-7	-6	-7
재무활동 현금흐름	17	53	91	14	14
차입금의 증가(감소)	-1	-2	18	0	0
자본의 증가	0	55	0	-1	-1
기타	18	0	73	15	15
기타 및 조정	-1	1	-12	0	1
현금의 증가	25	41	1	19	27
기초현금	13	38	78	80	99
기말현금	38	78	80	99	126

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.
 동 자료는 기관투자자 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 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
 당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

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

투자이건 안내 (투자기간 12개월)

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

투자등급 통계 (2018.08.09~2019.08.09)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	132	88
중립	18	12
매도	0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

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

