

투자여건(유지)	매수
목표주가(12M, 하향)	▼ 86,000원
현재주가(19/05/14)	65,200원
상승여력	32%

영업이익(19F, 십억원)	16
Consensus 영업이익(19F, 십억원)	24
EPS 성장률(19F, %)	-
MKT EPS 성장률(19F, %)	-18.5
P/E(19F, x)	62.4
MKT P/E(19F, x)	11.5
KOSDAQ	710.16

시가총액(십억원)	615
발행주식수(백만주)	9
유동주식비율(%)	71.3
외국인 보유비중(%)	29.0
배타(12M) 일간수익률	1.56
52주 최저가(원)	65,200
52주 최고가(원)	204,000

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-42.7	-29.1	-53.4
상대주가	-38.1	-33.0	-43.6



[인터넷 플랫폼 비즈니스]

김창권
02-3774-1614
changkwon.kim@miraeeasset.com

카페24 (042000)

기다림이 좀 많이 길어질 전망

1분기 실적, 성장성에 이어 수익성 악화 우려까지 추가

M&A 효과가 반영되면서 1분기 외형 성장은 예상보다 양호했지만 영업이익은 M&A 관련 1회성 비용에다 신규 사업 추진에 따른 전반적인 비용증가로 기대치를 크게 하회하였다. 1분기 매출액은 전년동기와 비교해 35.9% 증가한 497억원을 기록했고, 영업이익은 2018년 1분기 대비 37.5% 감소한 19.4억원을 기록했다. 성장성의 가장 중요한 기준인 거래액(GMV)은 전년 대비 15.2% 증가한 2.1조원을 기록하여, 통계청에서 발표한 시장 성장률 17.4%를 또 한번 하회하는 모습이었다.

비즈니스모델 OK, 전자상거래 시장 고 성장세는 이어질 전망

동사 전방 산업인 글로벌 전자상거래 시장은 향후 수년간 큰 폭 성장이 기대된다. 2018년 기준 우리나라는 온라인쇼핑몰 침투율이 24.1%(112조원 통계청 기준)를 넘어섰고 2020년에는 31%를 돌파할 것으로 예상된다.

동사가 진출한 일본의 온라인쇼핑몰 침투율은 2018년 기준 9.0%이고, 동사가 진출을 준비하고 있는 베트남의 온라인쇼핑몰 침투율은 2018년에 2.3%에 불과하다.

향후 10년간 일본과 동남아시아 온라인쇼핑몰 시장은 큰 폭 성장이 예상되고 있다. 카페24의 비즈니스 모델과 동사가 한국 시장에서 증명한 사업 경쟁력 역시 높이 평가된다. 수많은 개인 자영업자와 중소 온라인쇼핑몰이 일본과 동남아시아에서 창업되었고, 앞으로 더 많이 만들어 질 것을 감안하면 성장 기회는 분명히 존재한다고 판단된다.

실적 전망치 하향, 새로운 목표주가 8.6만원 제시

부진한 1분기 실적 발표 이후에 주가가 급락하였다. 동사 주가가 시장에서 높은 성장성 프리미엄을 받고 있었다는 것을 감안하면 부진한 실적은 이러한 Valuation 프리미엄을 단기간에 희석시킬 수 있다고 판단된다.

1분기 실적에서 확인된 변수를 대입하여 2019년과 2020년 영업이익 전망치를 기존보다 각각 47%, 40% 하향하였다. 현재 수익 구조로는 단기간에 실적 개선이 어렵다고 판단하였다.

동사 목표주가 산출 기준도 변경하였다. 유일하게 동일 수익모델을 가진 미국 Shopify를 성장성 지표 격차가 확대되면서 동사 목표주가 산출 Peer 그룹에서 제외하였다. Shopify의 금번 1분기 매출액 YoY 증가율은 58%였고, 동사의 M&A 효과를 제거한 YoY 매출액 증가율은 21.2%였다.

국내외 전자상거래 기업 중 동사와 유사한 매출액 증가율을 기록하고 있는 Amazon, eBay, NAVER의 2019년 평균 PSR 3.7배를 대입하여 구한 새로운 목표주가 8.6만원(기존 15.6만원)을 제시한다.

계산기 (12월)	12/16	12/17	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
매출액 (십억원)	0	143	165	221	255	290
영업이익 (십억원)	0	7	16	16	25	32
영업이익률 (%)	-	4.9	9.7	7.2	9.8	11.0
순이익 (십억원)	0	5	-28	10	15	19
EPS (원)	0	641	-3,149	1,045	1,575	1,976
ROE (%)	0.0	37.1	-45.9	8.6	11.7	12.9
P/E (배)	-	-	-	62.4	41.4	33.0
P/B (배)	-	-	9.4	5.1	4.6	4.0
배당수익률 (%)	-	-	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 카페24, 미래에셋대우 리서치센터

카페24

기다림이 좀 많이 길어질 전망

표 1. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2018	2019F	2020F
GMV(거래액)	1,830	1,884	1,927	2,303	2,078	2,364	2,199	3,022	7,944	9,324	10,851
매출액	37	40	38	50	50	53	51	67	165	221	255
소핑몰솔루션	23	26	24	35	32	33	31	46	107	142	168
결제	10	10	10	13	12	13	13	16	43	54	63
부가서비스	9	9	9	12	12	13	12	19	39	56	67
상품공급	2	3	2	5	5	2	2	6	12	15	15
해외 직접 판매	3	3	3	4	3	5	4	6	13	17	22
광고솔루션	7	8	7	8	7	9	9	10	30	35	39
호스팅솔루션	7	7	7	7	7	8	8	8	29	30	33
기타					3	3	3	4		14	15
영업이익	3	4	3	5	2	3	3	8	16	16	25
영업이익률	8.5	10.2	8.3	10.3	3.9	5.6	6.4	12.3	9.4	7.4	9.7
순이익	3	-51	14	5	1	2	2	5	-28	10	15
순이익률	7.3	-124.8	37.0	10.8	2.2	3.3	3.7	7.5	-17.1	4.4	5.9
YoY 성장률											
GMV(거래액)	22.8	14.2	15.4	20.6	13.6	25.5	14.1	31.2	18.2	17.4	16.4
매출액	15.8	22.7	16.0	11.2	35.9	31.4	33.4	33.4	16.0	33.5	15.3
소핑몰솔루션	18.2	28.4	16.6	12.0	40.5	29.5	31.8	32.2	18.0	33.2	18.1
결제	21.4	22.3	18.0	29.2	21.9	26.4	25.0	25.7	23.0	24.8	17.2
부가서비스	28.2	31.7	19.1	42.0	38.7	43.8	44.7	49.2	30.9	44.6	19.4
상품공급	-28.6	6.6	-4.7	-43.5	222.4	-20.3	8.3	4.0	-28.5	27.6	3.2
해외 직접 판매	20.7	68.9	25.4	42.1	13.0	37.9	35.8	36.9	38.7	31.8	29.5
광고솔루션	20.9	17.2	22.1	14.0	6.0	19.0	21.6	22.3	18.0	17.5	11.6
호스팅솔루션	4.8	9.0	8.0	3.6	3.7	4.7	5.2	5.0	8.5	4.7	7.7
기타											12.9
영업이익	136.5	231.2	114.6	53.9	-37.5	-27.4	3.0	59.1	108.5	5.2	49.6
순이익	154.5	적전	1009.8	190.7	-58.9	흑전	-86.5	-7.7	적전	흑전	53.5

자료: 카페24, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 카페24의 2019~2020년 실적 예상 변경

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 사유
	2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F	
매출액	205	240	221	255	8%	6%	1분기 실적 발표에서 확인된 변수 대입
영업이익	31	41	16	25	-47%	-40%	
순이익	26	35	10	15	-63%	-57%	
영업이익률	15.1	17.1	7.4	9.7	-	-	
순이익률	12.7	14.6	4.4	5.9	-	-	

자료: 카페24, 미래에셋대우 리서치센터

카페24

기다림이 좀 많이 길어질 전망

카페24 (042000)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
매출액	165	221	255	290
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	165	221	255	290
판매비와관리비	150	204	230	258
조정영업이익	16	16	25	32
영업이익	16	16	25	32
비영업손익	-42	0	-1	-2
금융손익	1	2	2	3
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	-26	16	24	30
계속사업법인세비용	3	6	9	11
계속사업이익	-28	10	15	19
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-28	10	15	19
지배주주	-28	10	15	19
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	-28	10	15	19
지배주주	-28	10	15	19
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	22	21	28	35
FCF	-5	14	18	21
EBITDA 마진율 (%)	13.3	9.5	11.0	12.1
영업이익률 (%)	9.7	7.2	9.8	11.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	-17.0	4.5	5.9	6.6

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
유동자산	113	139	164	193
현금 및 현금성자산	78	93	111	132
매출채권 및 기타채권	18	24	28	32
재고자산	1	1	1	2
기타유동자산	16	21	24	27
비유동자산	35	31	27	24
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	18	14	11	8
무형자산	10	9	8	8
자산총계	149	169	191	217
유동부채	32	42	48	55
매입채무 및 기타채무	14	19	22	25
단기금융부채	1	1	1	1
기타유동부채	17	22	25	29
비유동부채	2	3	3	4
장기금융부채	0	0	0	0
기타비유동부채	2	3	3	4
부채총계	34	45	52	59
지배주주지분	110	120	134	153
자본금	5	5	5	5
자본잉여금	136	136	136	136
이익잉여금	-31	-21	-6	13
비지배주주지분	5	5	5	5
자본총계	115	125	139	158

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
영업활동으로 인한 현금흐름	6	14	18	21
당기순이익	-28	10	15	19
비현금수익비용가감	50	9	11	12
유형자산감가상각비	5	4	3	2
무형자산상각비	1	1	1	1
기타	44	4	7	9
영업활동으로인한자산및부채의변동	-16	0	0	0
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-4	-6	-4	-4
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	2	0	0	0
법인세납부	-1	-6	-9	-11
투자활동으로 인한 현금흐름	-19	0	0	0
유형자산처분(취득)	-10	0	0	0
무형자산감소(증가)	-3	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	0	0	0	0
기타투자활동	-6	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	53	0	0	0
장단기금융부채의 증가(감소)	-29	0	0	0
자본의 증가(감소)	124	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-42	0	0	0
현금의 증가	41	14	18	21
기초현금	38	78	93	111
기말현금	78	93	111	132

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
P/E (x)	-	62.4	41.4	33.0
P/CF (x)	45.4	32.7	24.2	20.3
P/B (x)	9.4	5.1	4.6	4.0
EV/EBITDA (x)	44.3	24.8	17.9	13.8
EPS (원)	-3,149	1,045	1,575	1,976
CFPS (원)	2,419	1,993	2,696	3,208
BPS (원)	11,657	12,702	14,277	16,253
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	15.4	33.9	15.4	13.7
EBITDA증가율 (%)	69.2	-4.5	33.3	25.0
조정영업이익증가율 (%)	128.6	0.0	56.3	28.0
EPS증가율 (%)	-	-	50.7	25.5
매출채권 회전을 (회)	10.5	10.8	10.2	10.1
재고자산 회전을 (회)	235.0	208.8	195.6	194.5
매입채무 회전을 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	-25.6	6.2	8.2	9.1
ROE (%)	-45.9	8.6	11.7	12.9
ROIC (%)	82.4	29.2	48.5	69.6
부채비율 (%)	29.6	36.1	37.1	37.3
유동비율 (%)	357.7	330.6	339.7	350.6
순차입금/자기자본 (%)	-67.7	-73.9	-79.2	-83.4
조정영업이익/금융비용 (x)	29.3	530.2	793.1	1,039.1

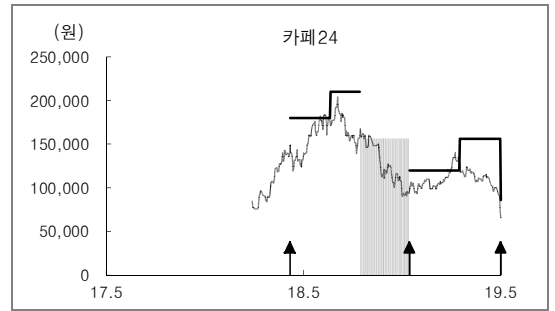
자료: 카페24, 미래에셋대우 리서치센터

카페24

기다림이 좀 많이 길어질 전망

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
카페24(042000)				
2019.05.14	매수	86,000	-	-
2019.02.27	매수	156,000	-29.56	-20.26
2018.11.26	매수	120,000	-9.04	16.92
2018.08.27	분석 대상 제외		-	-
2018.07.03	매수	210,000	-19.42	-2.86
2018.04.19	매수	180,000	-13.96	2.17



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자 의견 분류 및 적용 기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 약화
비중축소 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 추가(-), 목표주가(→), Not covered(□)

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
83.52%	8.24%	8.24%	0.00%

* 2019년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.