

# 카페24 (042000)

## 인터넷

이진협



02 3770 5659  
jinhyeob.lee@yuantakorea.com

|              |                     |
|--------------|---------------------|
| 투자의견         | <b>BUY (M)</b>      |
| 목표주가         | <b>140,000원 (M)</b> |
| 현재주가 (12/10) | <b>93,000원</b>      |
| 상승여력         | <b>51%</b>          |

|             |                      |
|-------------|----------------------|
| 시가총액        | 8,770억원              |
| 총발행주식수      | 9,430,597주           |
| 60일 평균 거래대금 | 139억원                |
| 60일 평균 거래량  | 120,425주             |
| 52주 고       | 204,000원             |
| 52주 저       | 75,500원              |
| 외인지분율       | 30.62%               |
| 주요주주        | 우창균 외 13 인<br>33.85% |

| 주가수익률(%) | 1개월    | 3개월    | 12개월 |
|----------|--------|--------|------|
| 절대       | (14.0) | (37.0) | 0.0  |
| 상대       | (11.8) | (23.3) | 0.0  |
| 절대(달러환산) | (13.8) | (36.9) | 0.0  |

## NDR 후기 : 두 가지 우려에 대한 판단

### 동사를 둘러싼 두 가지 우려

NDR을 통해서 투자자가 가지고 있는 카페24에 대한 주요한 우려 두 가지를 도출할 수 있었다. 첫째는 NAVER, 카카오 등 주요 인터넷 사업자의 이커머스 확대에 따른 경쟁심화 우려였으며, 둘째는 카드수수료 인하에 따른 PG수수료 인하 가능성에 대한 우려였다. 해당 우려에 대한 당사의 판단을 정리해보고자 한다.

### 1. 주요 인터넷 사업자의 이커머스 확대에 따른 경쟁심화 우려

NAVER, 카카오 등 주요 인터넷 사업자가 최근 이커머스 사업의 확대를 적극적으로 추진하고 있다. 특히, 카카오의 경우에는 쇼핑물 솔루션 '메이크샵'을 운영하는 코리아센터와의 M&A까지 타진하는 등 쇼핑물 솔루션 사업에 관심을 보이고 있는 상황이며, NAVER는 이미 스마트스토어를 운영 중에 있다.

당사는 쇼핑물 솔루션 사업의 핵심 경쟁력은 바로 다양한 오픈마켓 등 쇼핑플랫폼과의 파트너십을 확보하는 것이라 판단한다. 쇼핑물을 운영하는 고객 입장에서는 상품을 다양한 플랫폼에 노출하고 판매하는 것을 단일 플랫폼을 통해 사업을 영위하는 것보다 선호할 수 밖에 없다. 쇼핑플랫폼 역시 다양한 상품을 자사 플랫폼에서 판매하고자 한다. 고객과 쇼핑플랫폼의 니즈를 연결해주는 것이 바로 쇼핑물 솔루션이다. 쇼핑플랫폼과 쇼핑물 솔루션은 이러한 측면에서 공생관계라 할 수 있다.

인터넷 사업자의 쇼핑물 솔루션 사업의 한계는 쇼핑플랫폼으로서 경쟁을 하고 있기에 오픈마켓 등 쇼핑플랫폼과 인터넷사업자간 공생 관계를 구축하기 어렵다는 것이다. 즉, 인터넷 사업자의 쇼핑물 솔루션은 플랫폼의 확장 측면에서 한계를 가질 수 밖에 없다는 것이다.

인터넷은행, 광고 등 자사 생태계를 활용한 쇼핑물 지원 서비스가 인터넷 사업자의 쇼핑물 솔루션 사업의 강점으로 작용할 수 있다는 점을 부인하지는 않지만 쇼핑물 솔루션 사업의 핵심 경쟁력이 쇼핑물 사업의 확장성이라 판단하는 바, 경쟁 심화 가능성은 낮다고 판단한다. 여전히 주요 인터넷 사업자와 카페24간의 공생 관계는 유지될 것이다.

### 2. 카드수수료 인하에 따른 PG 중계수수료 인하 가능성

정부의 카드수수료 인하 정책에 따라 동사의 주 수익원인 PG 중계수수료 인하 가능성이 대두되고 있는 상황이다. 현재까지는 PG사의 PG 중계수수료 인하 요구는 없는 상황으로 파악되고 있으며,

(다음 페이지에 계속)

#### Quarterly earning forecasts

(억원, %)

|            | 4Q18E | 전년동기대비   | 전분기대비     | 컨센서스 | 컨센서스대비   |
|------------|-------|----------|-----------|------|----------|
| 매출액        | 563   | 25.6     | 46.4      | 543  | 3.6      |
| 영업이익       | 77    | 130.6    | 142.4     | 74   | 4.7      |
| 세전계속사업이익   | 80    | 246.2    | -46.2     | 78   | 2.3      |
| 지배순이익      | 61    | 227.4    | -57.3     | 63   | -3.7     |
| 영업이익률 (%)  | 13.7  | +6.2 %pt | +5.4 %pt  | 13.6 | +0.1 %pt |
| 지배순이익률 (%) | 10.8  | +6.7 %pt | -26.1 %pt | 11.6 | -0.8 %pt |

자료: 유안타증권

#### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

| 결산 (12월)  | 2016A | 2017A | 2018F | 2019F |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액       | 0     | 1,426 | 1,718 | 2,315 |
| 영업이익      | 0     | 74    | 182   | 381   |
| 지배순이익     | 0     | 51    | -276  | 300   |
| PER       | -     | -     | -31.8 | 29.3  |
| PBR       | -     | -     | 20.8  | 12.0  |
| EV/EBITDA | -     | -     | 36.0  | 18.7  |
| ROE       | 0.0   | 74.2  | -98.7 | 52.1  |

자료: 유안타증권

향후에도 PG사가 동시에 PG 중계수수료 인하를 요구하기는 어려울 전망이다. PG사의 신규 고객의 약 70% 수준을 카페24가 창출해주고 있다는 카페24와 PG사의 비즈니스상 역학관계에 기인한다.

회사에서는 부인하고 있지만, PG사가 PG 중계수수료 인하를 요구할 경우에는 동사가 현재 PG업 인가를 진행하고 있는 상황이기 때문에 직접 PG업에 진출할 수도 있는 상황이다. 이 역시, PG사가 무리하게 동시에 PG 중계수수료 인하를 요구하기 어려운 이유이다.

### 4분기 실적 전망

4분기 동사는 매출액 563억원(+25.6% YoY), 영업이익 77억원(+130.6% YoY)를 기록할 전망이다. 4분기 성수기 효과와 더불어 전년과의 추석 시점차에 따른 효과 등이 동사의 4분기 실적에 긍정적으로 작용할 전망이다. 또한 지난 10월 인수한 핼즈의 실적 역시, 4분기부터 반영될 것으로 전망된다.

상품공급 매출은 91억원으로 전년대비 소폭 역성장 할 것으로 전망된다. Hit 상품이 나타나 호조를 보였던 지난해 성과를 넘어서기 어려워 보이기 때문이다.

|           | 1Q17  | 2Q17  | 3Q17  | 4Q17  | 1Q18   | 2Q18   | 3Q18   | 4Q18E  | 2017  | 2018E  | 2019E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|-------|
| 매출액       | 316   | 330   | 331   | 448   | 366    | 405    | 384    | 563    | 1,426 | 1,718  | 2,315 |
| YoY       | 16.2% | 14.8% | 19.0% | 30.8% | 15.7%  | 22.7%  | 16.0%  | 25.6%  | 20.7% | 20.5%  | 34.8% |
| 쇼핑몰솔루션    | 191   | 200   | 204   | 309   | 226    | 257    | 238    | 385    | 903   | 1,106  | 1,450 |
| 결제솔루션     | 79    | 84    | 87    | 98    | 96     | 103    | 103    | 129    | 348   | 431    | 533   |
| 부가서비스     | 67    | 71    | 73    | 89    | 86     | 93     | 86     | 117    | 300   | 383    | 501   |
| 상품공급      | 21    | 24    | 22    | 93    | 15     | 26     | 22     | 91     | 160   | 155    | 244   |
| 직접판매 등    | 23    | 20    | 22    | 29    | 28     | 34     | 28     | 48     | 95    | 138    | 171   |
| 광고솔루션     | 57    | 64    | 59    | 70    | 69     | 75     | 72     | 94     | 251   | 310    | 364   |
| 호스팅       | 68    | 67    | 68    | 69    | 71     | 73     | 74     | 71     | 272   | 290    | 299   |
| 일본 쇼핑몰솔루션 |       |       |       |       |        |        |        |        |       |        | 90    |
| 일본 광고솔루션  |       |       |       |       |        |        |        |        |       |        | 38    |
| 핼즈        |       |       |       |       |        |        |        | 13     |       | 13     | 75    |
| 영업비용      | 303   | 318   | 317   | 415   | 335    | 364    | 353    | 486    | 1,352 | 1,537  | 1,935 |
| 영업이익      | 13    | 12    | 15    | 33    | 31     | 41     | 32     | 77     | 74    | 181    | 381   |
| 영업이익률     | 4.2%  | 3.8%  | 4.5%  | 7.5%  | 8.4%   | 10.2%  | 8.3%   | 13.7%  | 5.2%  | 10.6%  | 16.4% |
| YoY       |       |       |       |       | 134.4% | 231.4% | 114.9% | 130.7% |       | 103.5% | 55.9% |

자료: 카페 24, 유안타증권 리서치센터

## 주요 Q&A

### Q. 일본 사업의 성과

A. 10월 정식 오픈. 역직구 등을 통해 일본 사업을 지속해왔고, 최근엔 TSI홀딩스 등 사업자와 MOU를 체결하였음. 아직까지는 구체적으로 가이드를 제시 하지 않고 있음. 쇼핑몰들의 반응이 좋으며, 사가와 등 제휴사와도 파트너십도 강화되고 있는 시점. 내년 정도가 되면 숫자가 나올 것

### Q. 카카오가 지배력을 높이고자 하는 데 위협요인이 되는 것인가?

A. NAVER와 카카오 등 모두 우리와 공생과 경쟁이 상존. 페이 서비스 등을 키우기 위해서 우리의 플랫폼이 필요로 하고 있고, 카카오 커머스 플랫폼 내에 쇼핑몰을 유치하기 위해선 우리의 고객이 필요로 함. 카카오가 독자적으로 사업을 키운다고 해서 우리와의 제휴를 끊는다면 사업을 진행하기 어려울 것

### Q. 상품공급 매출 4분기 실적 전망

A. 현재 분위기는 작년 수준에서 조금 못 미치는 수준이 될 것으로 보임. 매출액만 늘리려고 한다면 매출액을 작년 수준 이상으로 만들 수 있지만, 수익성을 생각하다 보니 조금 낮아지는 것. 4분기가 확실히 좋은 것은 맞음. 화장품 매출은 일부 발생했으나, 내년으로 매출이 이연될 것

### Q. 4분기 전망

A. 계절적 성수기와 추석 시점 차 등을 고려하면 호실적을 달성할 수 있을 것. 광고도 11월도 좋은 상황

### Q. 카드수수료 인하에 따른 PG수수료 인하 가능성과 PG업 인가 진행 상황

A. PG 사업자가 아직 우리에게 PG수수료 인하를 요구하지 않음. 사업의 역학관계 상 PG사가 우리에게 PG수수료 인하를 요구하기는 어려운 상황으로 인식하고 있음. PG업 인가의 경우는 파생상품부채로 지연되었고, 물적 보안 요청이 있어 보안 작업을 진행 중. 다만 PG업 인가가 PG업에 진출하겠다는 것은 아님

카페24 (042000) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

| 결산 (12월)    | 2016A | 2017A | 2018F | 2019F | 2020F |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액         | 0     | 1,426 | 1,718 | 2,315 | 3,054 |
| 매출원가        | 0     | 190   | 209   | 283   | 361   |
| 매출충이익       | 0     | 1,236 | 1,509 | 2,032 | 2,693 |
| 판매비         | 0     | 1,162 | 1,327 | 1,652 | 2,028 |
| 영업이익        | 0     | 74    | 182   | 381   | 665   |
| EBITDA      | 0     | 126   | 239   | 447   | 732   |
| 영업외손익       | 0     | -11   | -416  | 13    | 22    |
| 외환관련손익      | 0     | -6    | 4     | 0     | 0     |
| 이자손익        | 0     | -3    | 2     | 5     | 14    |
| 관계기업관련손익    | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타          | 0     | -2    | -421  | 8     | 8     |
| 법인세비용차감전순이익 | 0     | 63    | -234  | 394   | 687   |
| 법인세비용       | 0     | 12    | 39    | 79    | 137   |
| 계속사업순이익     | 0     | 51    | -273  | 315   | 549   |
| 중단사업순이익     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 당기순이익       | 0     | 51    | -273  | 315   | 549   |
| 지배지분순이익     | 0     | 51    | -276  | 300   | 522   |
| 포괄순이익       | 0     | 49    | -267  | 322   | 556   |
| 지배지분포괄이익    | 0     | 49    | -267  | 322   | 556   |

주: 영업이익 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

| 결산 (12월)      | 2016A | 2017A | 2018F | 2019F | 2020F |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산          | 0     | 534   | 1,219 | 1,525 | 2,056 |
| 현금및현금성자산      | 0     | 377   | 1,009 | 1,248 | 1,703 |
| 매출채권 및 기타채권   | 0     | 144   | 193   | 256   | 330   |
| 재고자산          | 0     | 5     | 8     | 11    | 15    |
| 비유동자산         | 0     | 185   | 330   | 334   | 337   |
| 유형자산          | 0     | 122   | 177   | 186   | 192   |
| 관계기업 등 지분관련자산 | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타투자자산        | 0     | 0     | 16    | 16    | 16    |
| 자산총계          | 0     | 719   | 1,549 | 1,859 | 2,392 |
| 유동부채          | 0     | 295   | 302   | 306   | 311   |
| 매입채무 및 기타채무   | 0     | 192   | 153   | 158   | 163   |
| 단기차입금         | 0     | 3     | 3     | 3     | 3     |
| 유동성장기부채       | 0     | 24    | 19    | 19    | 19    |
| 비유동부채         | 0     | 287   | 825   | 825   | 825   |
| 장기차입금         | 0     | 1     | 1     | 1     | 1     |
| 사채            | 0     | 268   | 808   | 808   | 808   |
| 부채총계          | 0     | 582   | 1,127 | 1,131 | 1,136 |
| 지배지분          | 0     | 137   | 422   | 728   | 1,256 |
| 자본금           | 0     | 40    | 47    | 47    | 47    |
| 자본잉여금         | 0     | 123   | 671   | 671   | 671   |
| 이익잉여금         | 0     | -24   | -300  | -1    | 521   |
| 비지배지분         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 자본총계          | 0     | 137   | 422   | 728   | 1,256 |
| 순차입금          | 0     | -83   | -178  | -418  | -873  |
| 총차입금          | 0     | 295   | 830   | 830   | 830   |

| 결산 (12월)        | 2016A | 2017A | 2018F | 2019F | 2020F |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 영업활동 현금흐름       | 0     | 123   | 594   | 1,200 | 1,418 |
| 당기순이익           | 0     | 51    | -273  | 315   | 549   |
| 감가상각비           | 0     | 44    | 51    | 61    | 64    |
| 외환손익            | 0     | 5     | -4    | 0     | 0     |
| 종속, 관계기업 관련손익   | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 자산부채의 증감        | 0     | -5    | -43   | -67   | -76   |
| 기타현금흐름          | 0     | 28    | 863   | 891   | 880   |
| 투자활동 현금흐름       | 0     | -35   | -223  | -109  | -109  |
| 투자자산            | 0     | 0     | -15   | 0     | 0     |
| 유형자산 증가 (CAPEX) | 0     | -48   | -106  | -70   | -70   |
| 유형자산 감소         | 0     | 1     | 0     | 0     | 0     |
| 기타현금흐름          | 0     | 13    | -103  | -39   | -39   |
| 재무활동 현금흐름       | 0     | 168   | 582   | 36    | 35    |
| 단기차입금           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 사채 및 장기차입금      | 0     | -12   | -5    | 0     | 0     |
| 자본              | 0     | 0     | 555   | 0     | 0     |
| 현금배당            | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타현금흐름          | 0     | 180   | 33    | 36    | 35    |
| 연결범위변동 등 기타     | 0     | -6    | -321  | -887  | -889  |
| 현금의 증감          | 0     | 250   | 632   | 239   | 455   |
| 기초 현금           | 0     | 126   | 377   | 1,009 | 1,248 |
| 기말 현금           | 0     | 377   | 1,009 | 1,248 | 1,703 |

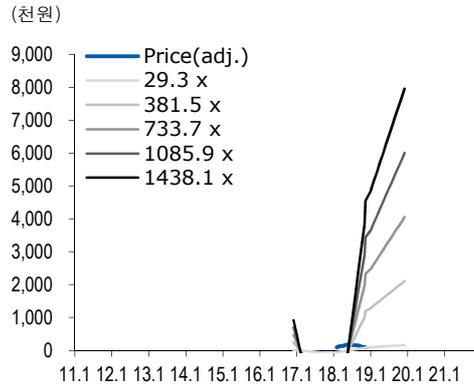
NOPLAT 214682628 1 74 212 381 665

자료: 유안타증권  
 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임  
 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임  
 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

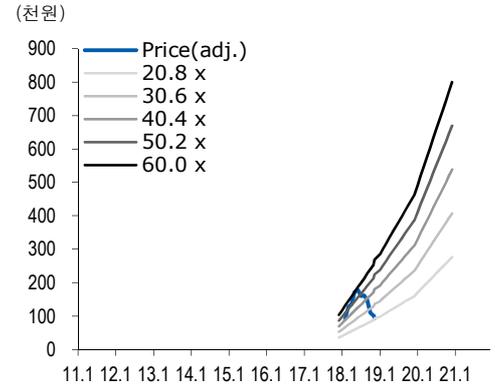
| 결산 (12월)  | 2016A | 2017A  | 2018F  | 2019F  | 2020F  |
|-----------|-------|--------|--------|--------|--------|
| EPS       | 0     | 641    | -2,927 | 3,176  | 5,534  |
| BPS       | 0     | 1,728  | 4,475  | 7,718  | 13,319 |
| EBITDAPS  | 0     | 1,584  | 2,533  | 4,735  | 7,766  |
| SPS       | 0     | 17,956 | 18,219 | 24,553 | 32,387 |
| DPS       | 0     | 0      | 0      | 0      | 0      |
| PER       | -     | -      | -31.8  | 29.3   | 16.8   |
| PBR       | -     | -      | 20.8   | 12.0   | 7.0    |
| EV/EBITDA | -     | -      | 36.0   | 18.7   | 10.8   |
| PSR       | -     | -      | 5.1    | 3.8    | 2.9    |

| 결산 (12월)      | 2016A | 2017A | 2018F | 2019F | 2020F |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 증가율 (%)   | 0.0   | 0.0   | 20.5  | 34.8  | 31.9  |
| 영업이익 증가율 (%)  | na    | na    | 145.4 | 109.7 | 74.5  |
| 지배순이익 증가율 (%) | na    | na    | 적전    | 촉전    | 74.2  |
| 매출총이익률 (%)    | 0.0   | 86.7  | 87.8  | 87.8  | 88.2  |
| 영업이익률 (%)     | 0.0   | 5.2   | 10.6  | 16.4  | 21.8  |
| 지배순이익률 (%)    | 0.0   | 3.6   | -16.1 | 12.9  | 17.1  |
| EBITDA 마진 (%) | 0.0   | 8.8   | 13.9  | 19.3  | 24.0  |
| ROIC          | 0.0   | 623.1 | 219.2 | 147.0 | 191.8 |
| ROA           | 0.0   | 14.2  | -24.3 | 17.6  | 24.6  |
| ROE           | 0.0   | 74.2  | -98.7 | 52.1  | 52.6  |
| 부채비율 (%)      | 0.0   | 424.0 | 267.0 | 155.4 | 90.5  |
| 순차입금/자기자본 (%) | 0.0   | -60.7 | -42.3 | -57.4 | -69.5 |
| 영업이익/금융비용 (배) | 0.0   | 15.6  | 20.4  | 28.7  | 40.0  |

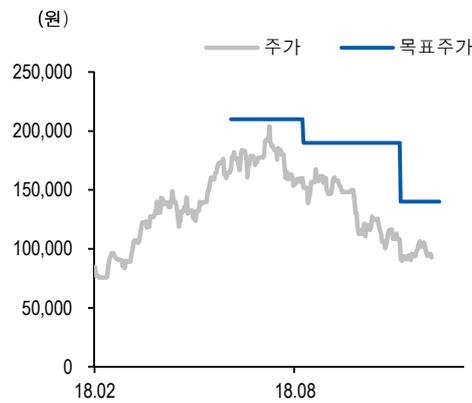
P/E band chart



P/B band chart



카페 24 (042000) 투자등급 및 목표주가 추이



| 일자         | 투자 의견 | 목표가 (원) | 목표가격 대상시점 | 과리율     |              |
|------------|-------|---------|-----------|---------|--------------|
|            |       |         |           | 평균주가 대비 | 최고(최저) 주가 대비 |
| 2018-12-11 | BUY   | 140,000 | 1년        |         |              |
| 2018-11-12 | BUY   | 140,000 | 1년        |         |              |
| 2018-08-16 | BUY   | 190,000 | 1년        | -28.97  | -11.89       |
| 2018-06-11 | BUY   | 210,000 | 1년        | -17.01  | -2.86        |

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- \* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

| 구분             | 투자의견 비율(%) |
|----------------|------------|
| Strong Buy(매수) | 1.6        |
| Buy(매수)        | 84.7       |
| Hold(중립)       | 13.2       |
| Sell(비중 축소)    | 0.5        |
| 합계             | 100.0      |

주: 기준일 2018-12-08

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 이진협)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 이해관계(대표주관 업무수행)에 있습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.