

2019년 03월 04일

키움증권 리서치센터 | 산업분석

E-commerce Platform:

더욱 공고해지는 철옹성

2019년에도 국내 이커머스 산업의 두 자릿수의 고성장은 지속하며 성장할 것으로 예상된다. 국내 이커머스 산업은 시장파편화, 경쟁강도는 심화될 것으로 예상, 높은 트래픽과 시장점유율을 가지고 영업레버리지 효과를 기대할 수 있는 플랫폼 기업에 더 주목, Top-pick으로 외형과 이익성장이 동시에 진행되는 카페24와 다나와를 추천한다.

성장기업분석팀 Analyst 서혜원

02) 3787-5036, hwseo@kiwoom.com



Contents



I. Moving from Offline to Online

- > 오프라인과 온라인 매출 성장을 역전 3
- > 온라인 쇼핑 성장은 메가트렌드 7
- > 온라인 성장의 핵심은 모바일 13

II. 플랫폼 기능의 다양화

- > 플랫폼, 공급자와 수요자의 만남 15
- > 소셜네트워크의 커머스 기능 강화 17
- > 새로운 플랫폼의 출현 21
- > 국내 쇼핑플랫폼 투자 확대 24
- > 투자아이디어 25

III. 기업분석

- > 카페24 (042000) 27
- > 다나와 (119860) 48
- > 인터파크 (108790) 67
- > Shopify (SHOP US Equity) 84

Compliance Notice

- 당사는 2월 28일 현재 동 자료상 투자자의견이 제시된 기업 중 '인터파크' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있으며, 그 밖에 언급된 종목들의 발행주식은 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

Summary

>>> 온라인쇼핑 성장추세는 지속될 전망

온라인 쇼핑의 성장추세는 2019년에도 지속될 것으로 예상된다. 이를 촉진하는 요소로 1) 오프라인 유통 채널의 온라인 진출 가속화, 2) 오프라인에서 공급자 위치의 사업자들의 자사몰 런칭을 통한 온라인 집객활동, 3) 개인사업자의 확대이다. 소비 트렌드가 변화하고 있는 것도 온라인으로 수요자가 집객되는 이유이다. 1) 합리적인 소비를 추구하는 스마트 컨슈머의 확대에 따른 가격 검색 트렌드 강화, 2) 해외 직구 활성화, 3) 온라인 쇼핑 이용 연령층 확대되고 있다. 결제수단의 다양화, 스마트폰 보급률 확대에 의한 온라인쇼핑에 대한 접근성이 개선되는 점도 거래액 증가에 기여하고 있다.

>>> Third Party의 확대

온라인쇼핑 진입장벽은 점점 낮아져가고 있어 배송서비스, 해외 진출, 마케팅 등 온라인 쇼핑사업의 성장을 지원하는 third party의 영역과 규모가 확장되고 있다. 이 중에서 플랫폼 기업에 주목한다. IT기업의 특성 상 낮은 한계비용을 고려할 때 높은 트래픽과 시장 점유율을 가지고 있다면 빠른 이익 성장이 가능하며, 온라인쇼핑 시장의 구조적 성장을 향유할 수 있기 때문이다.

>>> 관련종목: 카페24, 다나와, 인터파크

키움증권은 카페24, 다나와, 인터파크에 대해 커버리지를 개시한다. 이 기업들은 온라인거래액 증가에 대한 구조적 성장의 수혜, 영업레버리지 효과를 기대할 수 있는 충분한 트래픽과 시장점유율을 보유한 기업이다. 세분화된 시장 내에서 높은 점유율을 가지고 있는 기업은 중장기적으로 시장 구도가 재편되는 가운데에서도 살아남아 1위 사업자로써 점유율을 더 확대해 나갈 수 있다고 판단한다.

Top-pick으로 외형성장과 영업레버리지 효과로 이익 성장이 동시에 진행되고 있는 카페24와 다나와를 추천한다.

I. Moving from Offline to Online

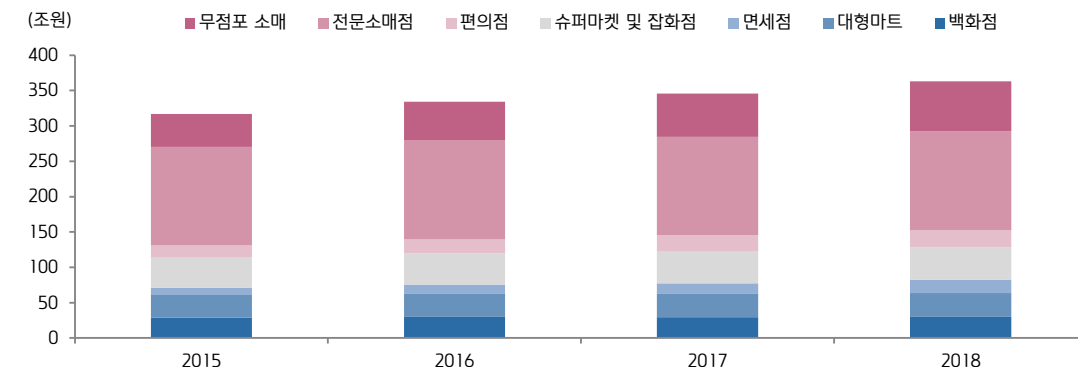
>>> 오프라인과 온라인 매출 성장률 역전현상

오프라인 유통업의 성장은 둔화되는 추세

지난 3년간 국내 백화점과 대형마트 등 오프라인 유통의 성장률은 1%내외로 성장폭이 둔화되고 있다. 백화점의 연간 판매액은 29~30조원에 머무르고 있으며, 대형마트의 연간 판매액은 33~35조원 수준을 유지하고 있다. 2012년 이후 부진을 이어온 유통업체들의 실적은 과거와 같은 성장은 힘들 것으로 예상된다. 유통업 규제, 최저임금 인상 이슈로 사업환경은 점차 악화되고 있어 오프라인 유통업의 영업환경은 녹록지 않은 상황이다.

오프라인 유통은 여전히 우리나라 유통시장에서 큰 범위를 차지하고 있는 큰 손이다. 하지만 IT기술의 발달과 물류망이 확대되면서 소비시장의 범위는 확대되고 있고 유통업의 진입장벽도 낮아졌다. 특히 생활용품, 의류 및 잡화 등 주요 제품의 유통채널이 온라인 쇼핑과 해외 직구로 이동하고 있다. 1인가구의 증가, 가치소비와 가성비 중심으로 소비패턴이 변화하는 것도 오프라인 유통 채널의 집객능력을 저하시키는 요인이다.

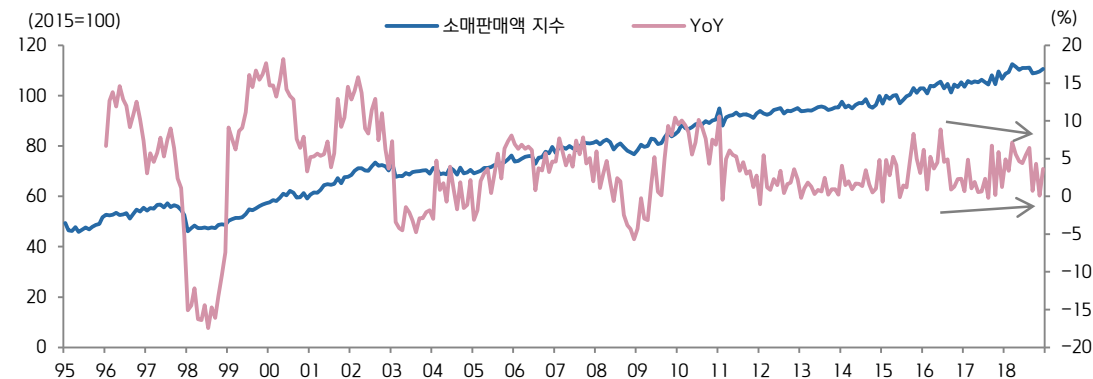
소매업체별 연도별 판매액 추이



주: 2018년은 통계청 잠정치

자료: 통계청, 키움증권

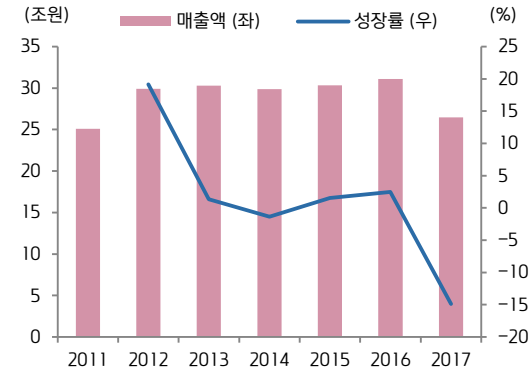
월간 소매판매액 지수 추이



주: 소매판매액 지수는 계절조정 지수

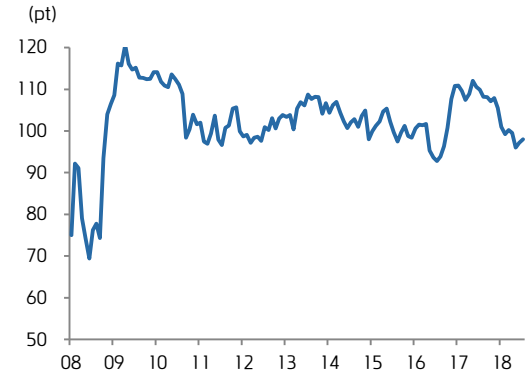
자료: 통계청, 키움증권

주요 유통업체 연도별 합산 매출액 추이



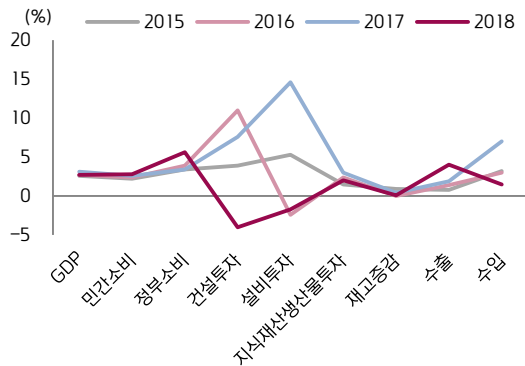
주: 신세계(별도), 이마트(별도), 롯데쇼핑(별도), 현대백화점(별도), 한화갤러리아타임월드(별도), 대구백화점(별도) 기준
자료: Quantiwise, 키움증권

소비자 심리지수 추이



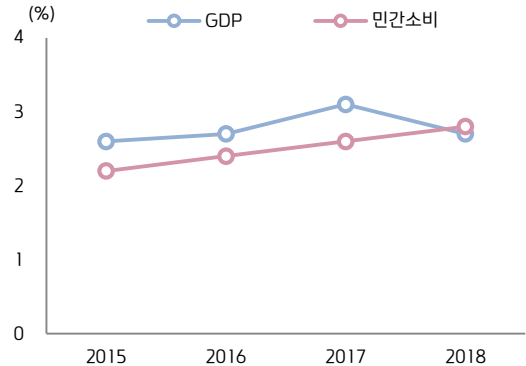
자료: 한국은행, 키움증권

국내 GDP 및 세부항목별 증감률



자료: 한국은행, 키움증권

GDP 성장률 및 민간소비 성장률 비교



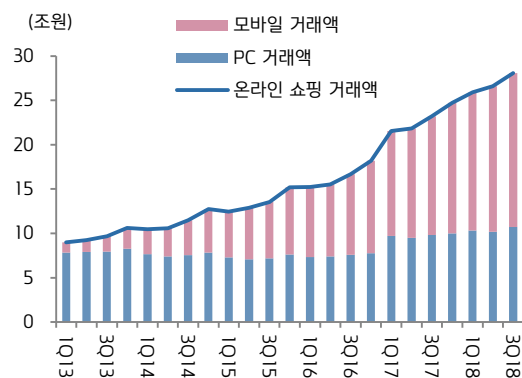
자료: 한국은행, 키움증권

온라인 유통시장의 범위와 시장규모

오프라인 유통시장의 성장세는 둔화되고 있는 반면 온라인 유통은 성장하고 있는 시장이다. 통계청에서 발표하는 온라인쇼핑 거래액에 따르면 매년 시장은 두 자리수의 성장을 거듭하고 있다. 온라인쇼핑거래액은 분기별로 늘어나 작년 11월은 월 거래액만 10조원을 돌파했다. 국내 온라인 쇼핑 거래액은 현재 GDP의 8%를 차지하고 있는 큰 시장이며, GDP 내 비중도 점차 증가하고 있다.

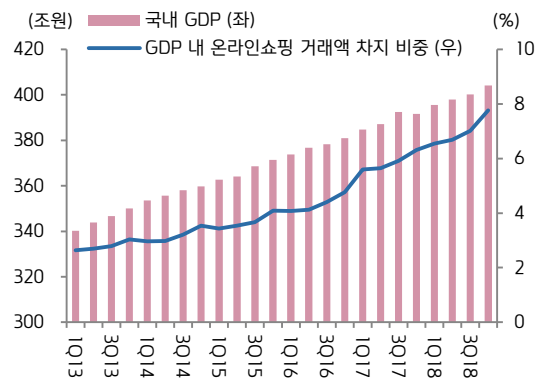
미국 Statista에 따르면 2018년 국내 온라인 유통 거래액은 520억달러를 넘길 것으로 추정하고 있다. 국내 온라인 소매산업의 총 거래액은 2016년 총 360억달러로 2015년 대비 21% 성장했다. 2017년 총 거래액은 약 407억달러로 2016년 대비 약 16%의 성장세를 기록했다. 2014년에서 2015년에도 19%의 성장률은 기록, 2017년에는 성장폭은 소폭 줄어들었지만 온라인 소매업은 전체 소매액 중 16%라는 큰 비중을 차지하고 있다. 2018년 연간 거래액은 100조원을 상회할 것으로 예상되며, 2019년에도 이러한 성장세는 이어질 것으로 예상된다.

분기별 온라인쇼핑 거래액 추이



주: 1Q17부터 온라인쇼핑 거래액 통계 기준 변경
자료: 통계청, 키움증권

국내 GDP 중 온라인쇼핑 거래액 차지 비중



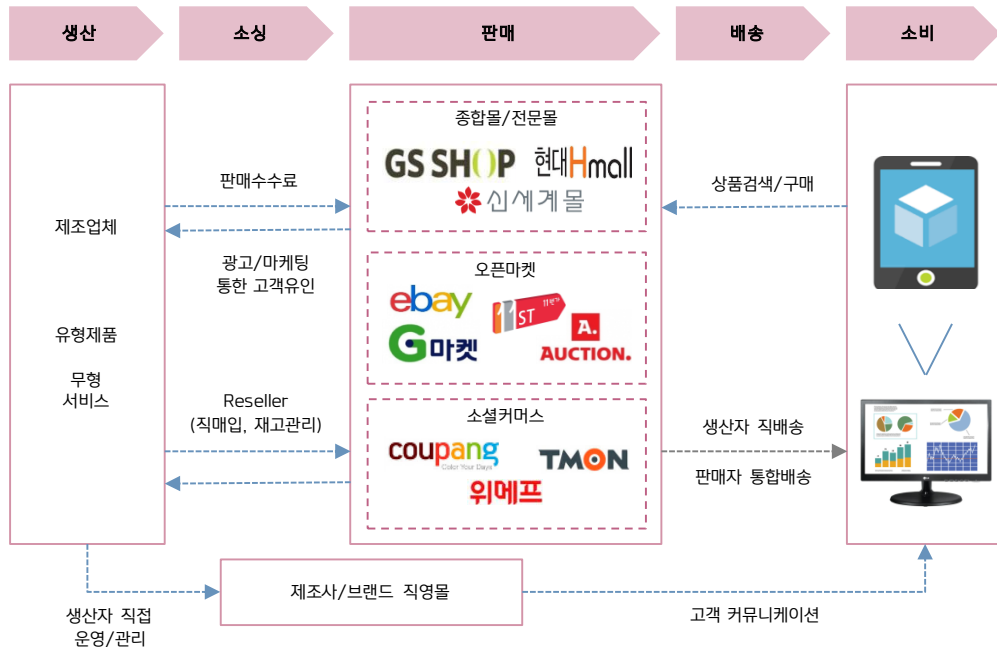
자료: 한국은행, 통계청, 키움증권

온라인 시장의 유통범위는 일반물과 중개물로 나뉘지게 된다. 일반물은 특정 상품을 판매하는 온라인 쇼핑 서비스로 흔히 인터넷에서 보는 온라인 쇼핑 서비스가 여기에 해당한다. 중개물은 주로 오픈마켓을 의미한다. 다수의 판매자와 소비자가 온라인상에서 거래를 수행할 수 있도록 가상의 장터를 제공하여 개인, 개인사업자, 기업 등 누구나 판매자와 소비자가 될 수 있는 시장이다. 오픈마켓 사업자로 11번가, G마켓, 인터파크가 있다. 쿠팡, 티몬과 같은 사업자는 소셜커머스로 분류된다.

2000년대 초반 오픈마켓은 다양한 상품 구색과 가격 경쟁력을 기반으로 온라인 쇼핑 시장을 주도해 왔다. 2010년 전후로 소셜커머스 업체는 모바일 사용환경 개선, 가격 파괴, 큐레이션 차별, 지역딜을 기반으로 급성장하며 시장을 견인했다. 주요 소셜커머스는 2017년 이후 사업 형태를 오픈마켓으로 전환했다. 오픈마켓은 업계 내 경쟁강도가 심화됨에 따라 방문자수를 확보하기 대규모 판촉비용을 지출했다. 현재 G마켓과 옥션은 보유하고 있는 이벤트를 제외한 오픈마켓 기업은 수익성 악화 문제를 겪고 있다.

전자상거래 업체 수와 범위가 다양화되어 오픈마켓은 방문자 수 감소와 경쟁력 제고에 대한 문제도 떠오르고 있다. 온라인을 통한 소비 증가로 종합몰이나 전문몰에 유입된 고객 데이터에 대한 경쟁력이 증가하였다. 대형 브랜드들도 전략적 타겟팅을 통한 홍보마케팅을 위해 자사몰로 고객을 유입시키기 위한 노력을 기울이고 있다. 즉 현재 온라인 유통 시장은 다양한 쇼핑몰이 생겨나고 있고 어떤 업체가 주도권을 잡지 않아 경쟁이 치열해지는 양상으로 흘러가고 있다.

온라인 유통 시장의 변화



자료: 대한상공회의소, 키움증권

>>> 온라인 쇼핑 성장은 메가트렌드

기존 오프라인 유통업체의 온라인 진출 및 개인의 무점포 소매업 증가는 온라인 유통시장에 공급자 확대에 이어질 것으로 예상된다. 또한 스마트 컨슈머의 확대 및 밀레니엄 세대의 주 소비계층으로의 부상은 전체적인 온라인 유통시장의 소비자 확대에 이어진다. 전통적인 경제학의 이론을 따르면 공급자 확대와 소비자 확대는 가격 및 소비량을 증가 시키므로 전체적인 거래금액의 증가로 이어진다. 단, 온라인 유통시장에서의 가격은 이미 최저가를 가정하고 있어야 하므로 가격의 상승을 배제 하더라도 소비자의 증가에 따른 수요량 증가=거래금액 확대에 예상할 수 있다.

공급자 측면 1: 전통 오프라인 채널의 온라인 진출

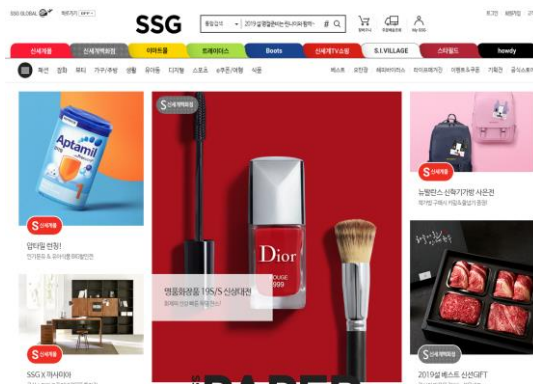
온라인 쇼핑을 촉진하는 요소 중 하나는 오프라인에 유통채널을 가진 사업자들이 온라인으로 넘어오고 있다는 점이다. 여기서 대형 유통업체와 중소형 제조/유통 업체의 온라인 시장 진출 목적에는 차이가 있다.

대형 유통업체의 경우 보유하고 있는 고객들의 경험 확대, 다른 온라인 채널로 이탈 방지를 위해 고객 체험 다양화, 고객의 충성심 확보를 통한 Lock-in 효과 강화가 목적이다. 신세계는 2014년 SSG닷컴 통합몰을 구축해 신세계 그룹 내 계열사들의 온라인 채널 통합, 물류 센터도 재정비했다. 롯데 역시 롯데그룹의 유통계열 통합시스템을 2019년에 구축할 예정이다. 특히 신세계는 전자상거래 사업에 1조원 이상 금액의 투자를 유치, 롯데그룹 역시 올해 이커머스 분야 3조원의 투자를 예고했다.

최근에는 탈백화점 경향이 강해지고 있어 기업 입장에서는 상품 거래를 중개하는 과거의 사업모델에서 벗어나 플랫폼 사업자로 전환이 경쟁력을 유지시킬 수 있는 방법이다. 대기업의 경우 온라인 채널의 판매 기능 강화보다는 쇼핑 경험의 차별화를 구현하거나, 기업과 브랜드에 대한 로열티를 확보, 고객경험을 제고시키기 위해 접근하고 있는 것이다.

한 예로 백화점의 O2O 서비스가 있다. 온오프라인 채널을 유기적으로 연결하여 결합한 시스템으로 채널간의 경계가 사라지면서 옴니채널 확대와 함께 모바일 중심의 이커머스 발달에 따라 O2O 서비스의 중요성은 더욱 커지고 있다. 온라인쇼핑몰과 제휴를 맺어 팝업스토어, 컨셉스토어를 유치해 고객에게 새로운 경험을 제공한다. 또한 패션 스트리밍과 같은 패션 공유 서비스를 통해 새로운 방식과 경험을 제시한다. 예전에는 오프라인 매장에서 옷을 입어보기만 하고 구입은 온라인에서 하는 쇼루밍 현상이 강했다면, 최근에는 온라인에서 정보를 수집하고 오프라인에서 구매하는 역쇼루밍 현상이 등장했다. 따라서 온오프라인의 시너지를 통한 시장선점이 필요하며 이를 위해 O2O 서비스 및 M2O 서비스의 수요는 커질 것으로 예상된다.

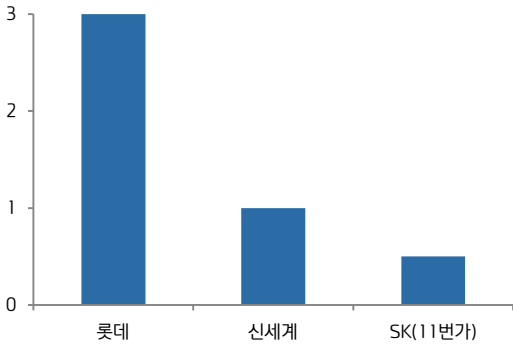
신세계그룹 SSG.com



자료: SSG.com, 키움증권

주요 대기업 이커머스 투자규모

(조원)

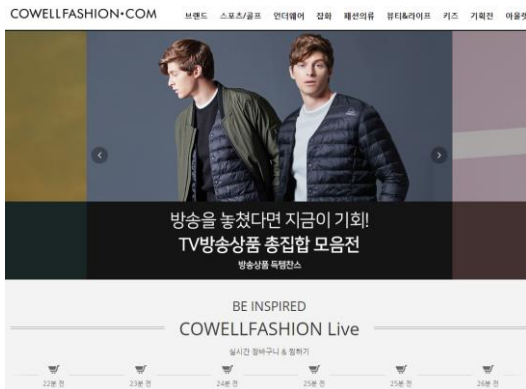


자료: 언론보도, 키움증권

공급자 측면 2: 오프라인 공급자들의 온라인 진출

오프라인에서 활동하는 중소형 제조 및 유통업체들의 온라인 채널 진출 목적은 수익성 확대이다. 패션업체들은 자체 온라인쇼핑몰을 설립 및 구축하고 할인행사를 진행하며 고객을 유도하고 있다. 기업 입장에서는 온라인몰까지 사업영역을 확장하는 점은 중장기적으로 수익성 측면에서 유리할 수 있다. 주요 패션업체의 경우 판관비에서 지급수수료가 큰 부담으로 작용하고 있다. 백화점은 판매금액의 35~40%, 아울렛 20%, 홈쇼핑은 40%까지 지급수수료로 지급하고 있다. 기업 입장에서는 직접 자사몰을 런칭하고 오프라인 고객을 온라인으로 유도하는 것이 더 유리하다고 판단하는 것이다.

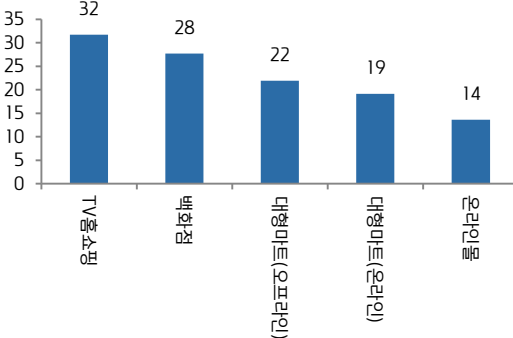
코웰패션 공식몰



자료: 코웰패션, 키움증권

주요 유통업체 판매수수료율

(%)



주: 판매수수료율은 2017년 연간 기준

자료: 공정거래위원회(2018), 키움증권

온라인 채널의 활성화가 새로운 산업을 만들어 활력을 불어넣고 있는 것은 사실이지만, 승자없이 경쟁이 심화되는 양상으로 전개되고 있다. 백화점, 대형마트 등 오프라인 업체들뿐만 아니라 제조업체들도 소비패턴 변화에 대응하여 직접 자사몰을 런칭하고 공격적인 판촉 활동을 펼치고 있다. 과거 판매 중개만하던 온라인몰은 직접 판매를 병행하게 시작했고, 온라인 결제 시스템과 배송 대행 서비스 등 물류망이 확충되면서 해외 온라인몰과 경쟁하거나 협력을 필요로 하게 되었다.

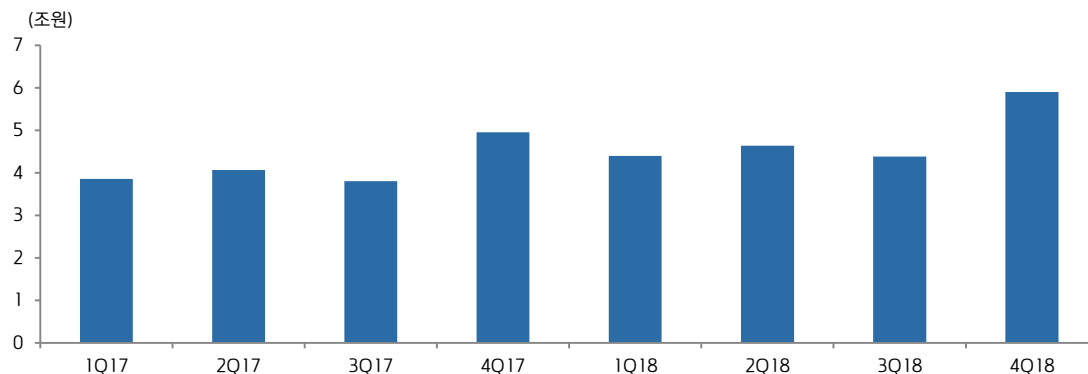
다만 중소기업 업체 입장에서는 새로운 경쟁구도가 출현하는 것으로 볼 수 있다. 같은 제품이 백화점 온라인몰, 자사 온라인몰에도 배치되어 있을 때, 백화점의 포인트와 카드 할인에 맞설 수 있는 프라이싱 정책이 없다면 온라인 쇼핑몰이 활성화되지 않을 수 있다. 제조업체의 경우 온라인 쇼핑 시장 활성화에 따른 대응 차원에서 온라인 직영몰부터 런칭함으로써 온라인 매출 향상을 추구하는 것이 일반적인 경향이다. 오픈마켓, 종합쇼핑몰, 소셜커머스 등 온라인 전문 유통기업 대비 가격, 구색 측면에서 차별적 경쟁력의 한계가 존재한다. 결론적으로 기업들의 적극적인 온라인채널 진출이 온라인 쇼핑 거래를 촉진하고 온라인 거래액 증가에 영향을 미칠 것으로 예상된다.

국내 패션업체 운영 자사 온라인몰

업체명	온라인몰	보유 브랜드
LF	LF Mall	닥스, 마에스트로, 해지스, 라푸마, 질스튜어트, 버켄스톡 등
한섬	더한섬닷컴	타임, 마인, 시스템, SJSJ, 타임웬스, 더캐시미어 등
삼성물산	SSF Shop	빈폴, 에잇세컨즈, 비이커, 갤럭시, 로가디스, 구호 등
코오롱인더스트리	코오롱몰	코오롱스포츠, 쿠론, 헤드, 커스텀멜로우, 슈콤마보니, 왁 등
신세계인터내셔널	S.IVillage	아르마니, 디젤, 클로에, 라르디니, 마르니, 톰보이, VOV, 갭 등
세정	더룩	크리스크리스티, 브루노마피, NII, 올리비아로렌, 인디안 등
신원	신원몰	베스티벨리, SI, 비키, 지이크, 지이크파렌하이트, 반하트 등
시선인터내셔널	인터뷰스토어	미샤, 잇미샤, S 솔레지아, 커밍스텝, 르윗 등
바바패션	바바더닷컴	아이작바바, 지고트, 더 아이작, JJ지고트, 킬버리 등

자료: 언론 보도, 키움증권

의류 및 패션제품의 온라인 거래액 추이

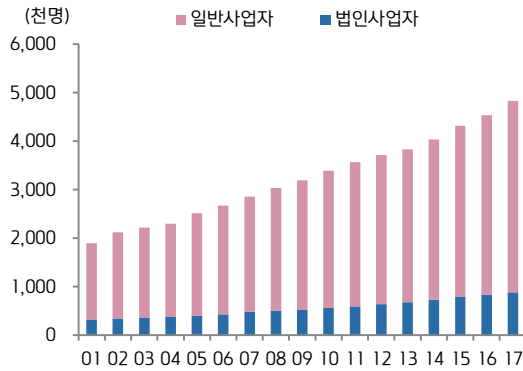


자료: 통계청, 키움증권

공급자측면 3: 개인사업자의 증가

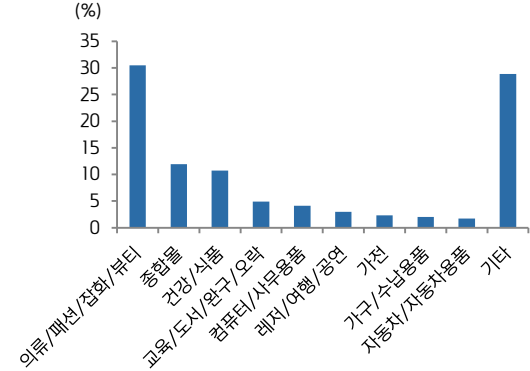
온라인 쇼핑의 쉬운 접근성과 낮은 진입장벽은 더 많은 창업가들이 출현하는 현상을 만들었다. 2017년 기준 통신 판매업이 등록되어 있는 개인사업자는 420만명 수준이다. 통신판매업자의 경우 의류/패션/잡화/뷰티 판매비중이 31%로 가장 높고, 인터넷을 통한 판매방식이 93%에 이른다.

연도별 법인 및 개인사업자 현황



자료: 통계청, 키움증권

통신판매업자 취급품목



자료: 공정거래위원회, 키움증권

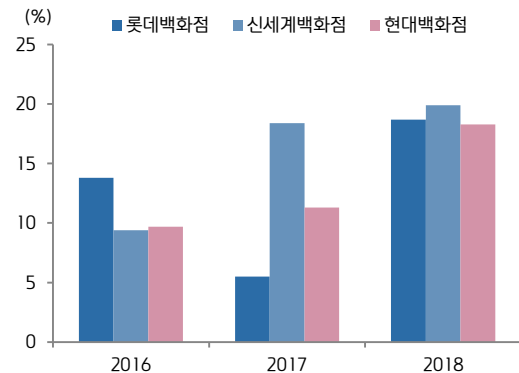
수요자측면 1: 합리적 소비를 추구하는 스마트 컨슈머의 확대

이러한 추세를 자극하는 또 하나의 이유는 합리적인 소비를 추구하는 스마트 컨슈머의 확대이다. 동일한 제품을 더 저렴하게 구매 하려는 소비자들의 움직임이 가격검색 플랫폼으로 전가되고 이로 인해 가격 검색 플랫폼 시장은 더 확대되고 있다

최근 소비자 니즈는 더 세분화 되고 있고 소비계층은 다변화되고 있다. 가성비를 중시하는 효율적 소비뿐만 아니라 작은 사치 등 패턴이 복잡해지고 다양화되고 있다. 즉 가격 경쟁 중심의 온라인 소비가 증가하고 있다.

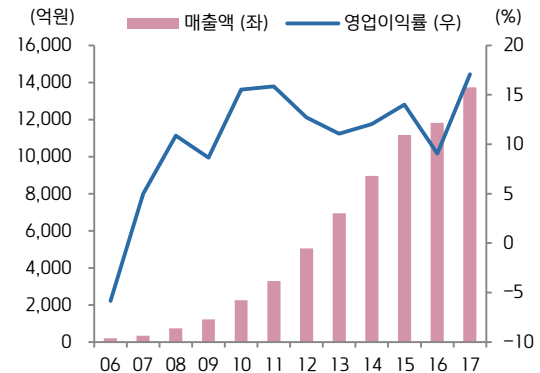
다만 이러한 추세는 지속될 것으로 예상된다. 이유는 현재 온라인쇼핑을 주로 활용하고 트렌드를 이끄는 세대는 밀레니얼 세대이다. 18세에서 38세 사이에 해당하는 고객층으로 이들 세대는 글로벌 금융 위기 등 위축된 경제 상황에서 소비의 주축으로 시장에 진입한다. 따라서 가격에 민감도가 높은 소비층이 형성되고 큰 지출은 미루거나 부정하는 경향을 보이며 공유시스템 활용 등을 통해 되도록 적은 지출로 높은 상품, 서비스의 질을 누리려고 한다. 따라서 이들 세대는 가성비를 따지는 합리적인 소비, 가치 소비를 중요하게 생각한다.

국내 주요 백화점 명품 매출 신장률



자료: 각 사, 키움증권

유니클로 한국법인 연간 실적 추이



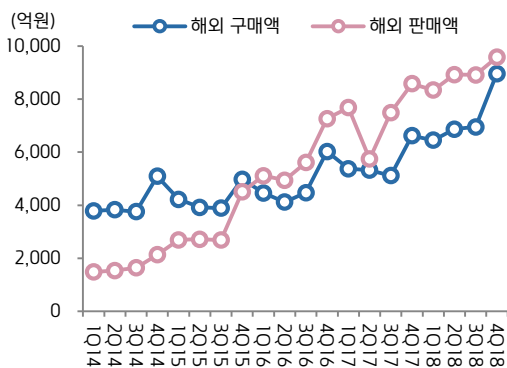
자료: 전자공시, 키움증권

수요자측면 2: 해외직구의 활성화

국내 온라인 쇼핑업체들은 미국 블랙프라이데이를 맞아 해외직구에 관심있는 이들을 위해 쇼핑물에 가지 않고 편하고 빠르게 구매할 수 있는 프로모션을 진행했다. 11번가에 따르면 매년 블랙프라이데이 기간 해외직구 거래액은 2016년 112%, 2017년 40%로 성장세를 보였다. 특히 2017년 블랙프라이데이 당일에는 전년대비 거래액이 81% 증가했다. 이베이코리아, G마켓 역시 해외직구와 관련된 블랙세일을 진행했다. 특히 G마켓은 해외직구 TV를 자체 계약된 전문업체와 설치기사를 통해 주문자가 원하는 시간에 배송부터 설치까지 하는 서비스를 제공할 정도로 고객유인을 위한 다양한 서비스를 제공하고 있다.

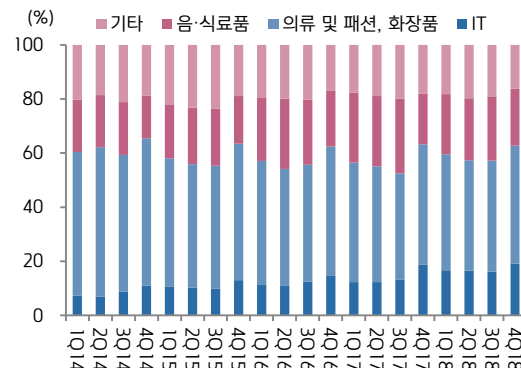
특히 중국의 경우 사드 보복에도 불구하고 역직구가 활발하게 이루어지고 있다. 또한 국내의 쇼핑몰 사이트 및 오픈마켓 등 글로벌 셀링 프로그램이 보편화되면서 글로벌 셀러가 등장하기 시작, 글로벌셀러는 국내에서 해외로, 해외에서 국내로, 해외에서 해외로 중간 바이어 없이 직접 물건을 사고파는 개인 사업자를 의미한다. 2006년 G마켓의 영문샵이 오픈되면서 해외직접판매(역직구) 시장이 형성되기 시작했다.

분기별 해외 구매/판매액 추이



자료: 통계청, 키움증권

분기별 해외 판매액 카테고리별 비중 추이



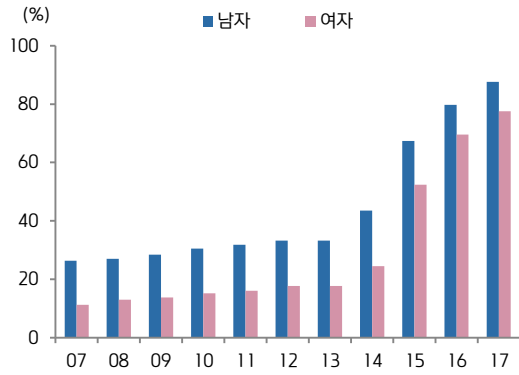
자료: 통계청, 키움증권

수요자측면 3: 온라인 쇼핑 이용 연령층 확대

기존 온라인쇼핑몰을 이용하는 주요 고객층이 10~30대에 한정되어 있다면 최근에는 40~50대까지 온라인쇼핑을 이용하는 소비층이 확대되고 있다. 10~30대 고객층이 새로운 트렌드와 기술을 받아들이는데 거부감이 적어 10~30대 고객들을 타겟으로 제품을 소싱했다.

60대 이상의 중·장년층 소비가 증가하며 온라인 쇼핑 시장의 큰 손으로 부상하고 있다. 60대 이상 중·장년층 소비자는 생필품 이외 안정적인 경제력을 바탕으로 대형가구, 가전, 안마의자 등 고가 상품 구매 비중이 높다.

60대 이상 인터넷 쇼핑 이용률 추이



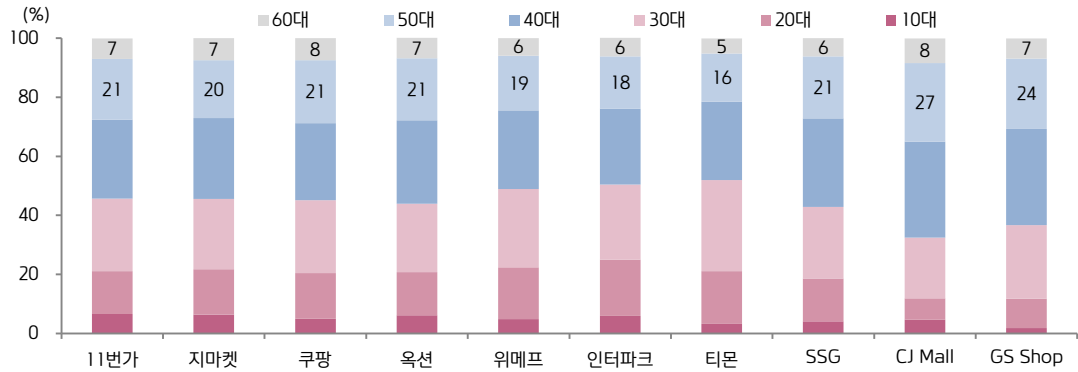
자료: 인터넷진흥원, 키움증권

2018년 연령대별 모바일 구매 품목

	10 대	20 대	30 대	40 대	50 대
1	아디다스&나이키	노트북	기저귀	건조기	쌀
2	양말	생수	건조기	쌀	생수
3	삼성 갤럭시탭	닭가슴살	물티슈	타이어	건조기
4	화장품	닌텐도 스위치	이유식	공기청정기	타이어
5	닌텐도 스위치	삼성 갤럭시탭	생수	생수	에어컨
6	향수	에어팟	공기청정기	닌텐도 스위치	육식, 주방 시공
7	칼하트	필라테스	유아용 가구	삼성 갤럭시탭	노트북
8	워너원 굿즈	냉장고	타이어	물티슈	안마의자
9	노트북	데스크탑 PC	닌텐도 스위치	노트북	삼성 갤럭시탭
10	데스크탑 PC	다우니	삼성 갤럭시탭	기저귀	공기청정기

자료: 티켓몬스터, 키움증권

주요 오픈마켓 연령대별 이용 비중



주: 2018년 12월 기준

자료: 인크로스, 키움증권

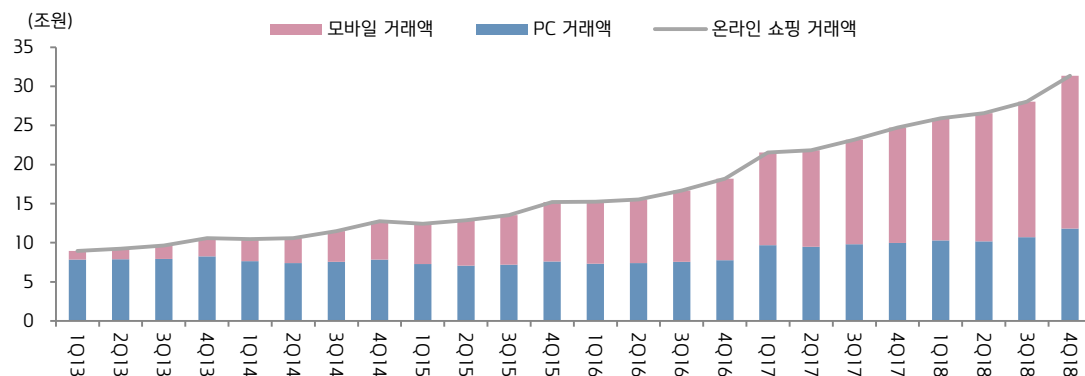
>>> 온라인 성장의 핵심은 모바일

온라인 쇼핑의 성장동력은 모바일 서비스

온라인 유통시장의 성장동력은 모바일이다. PC를 통한 구매보다는 모바일 구매를 통한 구매가 온라인 성장을 견인하고 있다. 즉, 국내 모바일 커머스의 성장이 온라인을 앞지르며 모바일이 유통의 중요한 채널로 부상하고 있다.

통계청 조사에 따르면 2016년 모바일 매출이 처음으로 PC기반의 매출을 앞서며 6조원 이상을 기록했다. 이 중에서 주목할 부분은 의류 관련 상품의 매출 성장률이 40%, 가방의 매출 성장률은 71%에 달했다.

분기별 온라인 쇼핑 모바일/PC 거래액 추이



주: 1Q17부터 통계기준 변경

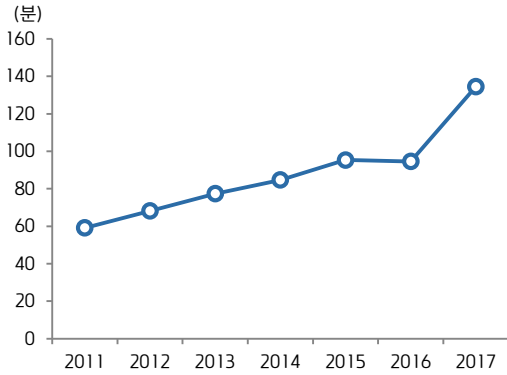
자료: 통계청, 기움증권

스마트폰 보급율 증가

스마트폰 보급율이 증가하면서 그와 비례하게 데이터 사용량이 증가했다. 데이터는 주로 동영상, 쇼핑에 활용되고 있다. 2017년 기준 인터넷 이용자 중 최근 1년내 인터넷쇼핑을 이용한 사람의 비율은 59.6%, 상품 및 서비스 정보 검색 비율은 79.5%이다. 한 달에 한 번 이상 인터넷쇼핑 하는 사람의 비율은 90.8%, 월평균이용빈도는 2.7회, 월평균구매금액은 90,718원이다.

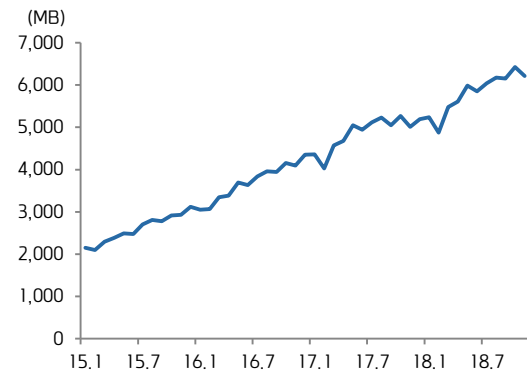
이처럼 스마트폰 확대에 의한 모바일 이용시간 증가와 모바일을 통한 온라인 쇼핑 습관, 가격비교 경향은 온라인쇼핑거래액 증가에 지속적으로 영향을 미칠 것으로 예상된다. 닐슨코리아에 따르면 PC와 모바일 간 사용시간 점유율 비중에서 모바일 사용비중이 2013년 23%에서 2014년 45%까지 증가했다.

한국 모바일 하루 평균 사용시간 추이



자료: 과학기술정보통신부, 키움증권

1인당 월별 모바일 트래픽 추이



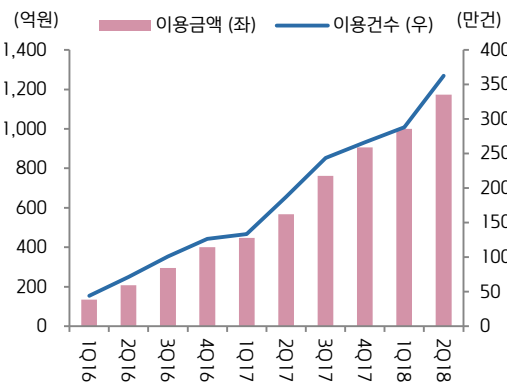
자료: 과학기술정보통신부, 키움증권

결제수단 다양화와 간편화

결제서비스 다양화되는 행태 역시 모바일 중심의 온라인 쇼핑 성장에 기여할 것으로 예상된다. 유통 기업은 소비자가 구매 결정 후 제품을 결제하기까지 걸리는 시간을 최소화하는 데 중점을 두며 비즈니스 강화에 나서고 있다.

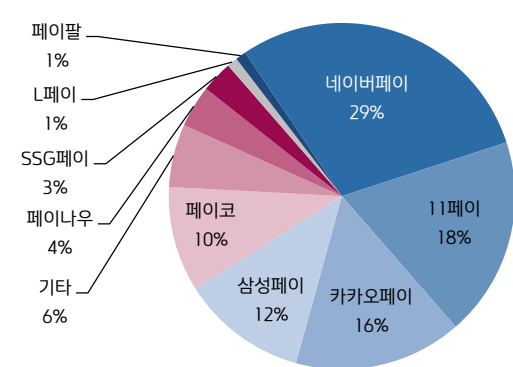
네이버페이, 삼성페이와 같은 간편결제시스템은 전통적 현금거래나 카드거래, 온라인 전자거래를 넘어 더욱 간편하고 빠르게 거래할 수 있는 수단이 되었다. 소비자들이 원하는 상품을 시간과 장소에 상관없이 빠르고 자유롭게 구매할 수 있게 하는 촉진제가 되었다. 현재 가장 널리 이용되는 수단은 신용카드로서 모바일에서는 앱카드, 간편결제 서비스로 신용카드 사용이 가능하다. 앞으로 결제수단은 점차 다양화될 것으로 예상된다. 현재 국내 시장에서도 페이코, 토스 등 다양한 간편결제서비스를 운영하며 경쟁하고 있다.

분기별 간편결제 이용액 규모 추이



자료: 한국은행, 키움증권

국내 간편결제 시장 점유율 비교 (모바일 기준)



자료: 삼성KPMG(2018.12), 키움증권

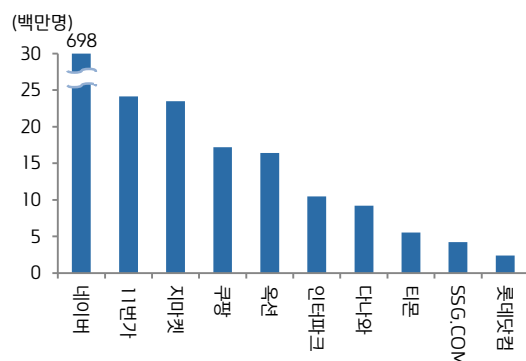
II. 플랫폼 기능의 다양화

>>> 플랫폼, 공급자와 수요자의 만남

플랫폼 사업자의 기본 수익구조는 판매수수료와 광고수익

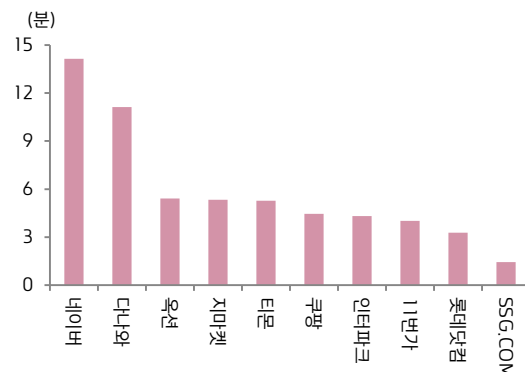
플랫폼이란 판매자와 구매자 양쪽을 하나의 창으로 끌어들이어 새로운 가치를 창출하는 것이다. 플랫폼 사업자는 판매자와 구매자 양쪽에 가치를 제공하고 하나의 창으로 끌어들이는 거기에 거래가 일어나고 참여한 이들에게 수익과 효용이 발생한다. 따라서 플랫폼의 핵심은 개방과 공유이다. 플랫폼 기업은 이용자 수와 체류시간을 먼저 늘리고 그 이후 광고 등의 비즈니스 모델을 적용하는 패턴을 가지고 있다. 따라서 이용자 수가 증가하면 비즈니스 모델의 적용을 기대할 수 있다.

국내 주요 플랫폼 방문자 현황



주: 2018.7~12월 평균 방문자수
자료: Similarweb, 키움증권

국내 주요 플랫폼 체류시간



자료: Similarweb, 키움증권

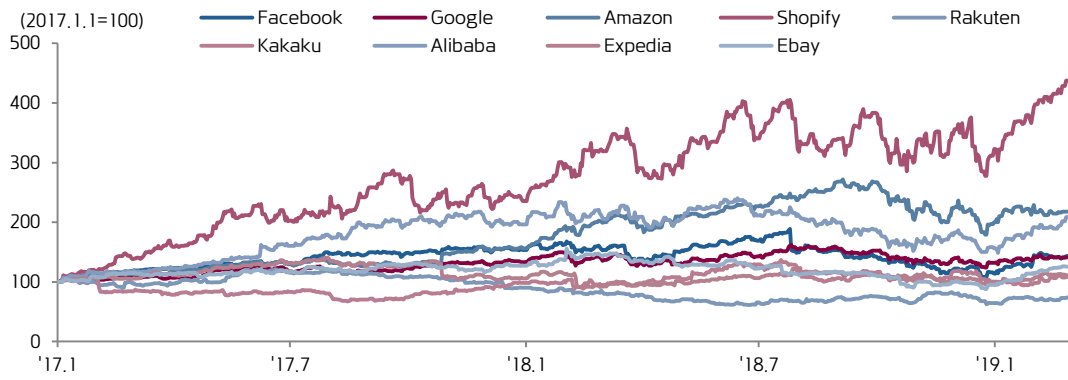
트래픽 선점 플랫폼의 성과

이커머스 시장이 경쟁이 치열해지고 경쟁강도가 높아지긴 하지만 트래픽을 선점하고 있는 기업의 경우 실적 상승세가 빠르게 나타날 가능성이 높다고 판단한다. 즉 충성도가 높은 실사용자가 충분히 확보된 앱에 광고나 제휴 등 비즈니스모델이 작동하면서 매출이 발생한다면 실적 모멘텀으로 작용할 수 있다.

IT 산업의 특성상 초기 플랫폼 구축에는 상당한 비용이 투자 되나, 이를 유지하는 한계비용은 0이거나 상수에 가깝다. 따라서 한계수익을 유지된다면 0에 가까운 한계비용으로 인해 영업레버리지를 기대할 수 있는 장점이 있다. 이외로 현금 유입이 빠르기 때문에 현금흐름이 좋아질 수 밖에 없다.

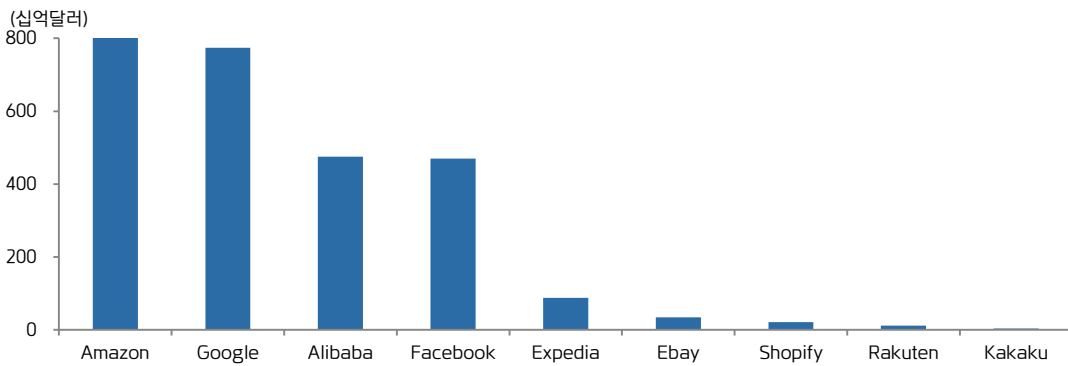
온라인은 오프라인 매장 대비 투하 자본이 작고 상권의 범위가 한정되어 있지 않아 규모의 경제를 향유할 수 있는 트래픽을 보유하게 될 경우 온라인몰의 이익은 빠르게 확대될 수 있다. 주요 소비층으로 부상한 1인 가구, 맞벌이가구, 밀레니엄세대의 높은 온라인 선호도를 감안한다면 온라인몰 영업 흑자전환까지 시간이 오래 걸리지만 결국은 가능할 것으로 보인다.

글로벌 플랫폼 기업 주가 추이



자료: Bloomberg, 키움증권

주요 글로벌 플랫폼 기업 시가총액



자료: Bloomberg, 키움증권

>>> 소셜네트워크의 커머스 기능 강화

SNS를 넘어 소셜과 커머스의 혼재

주요 SNS 플랫폼인 페이스북, 인스타그램, Pinterest 등 소셜 미디어에 buy button을 추가해 소셜 커머스 플랫폼으로 확장되면서 전자상거래 시장에서 SNS의 역할은 더 커질 것으로 예상된다.

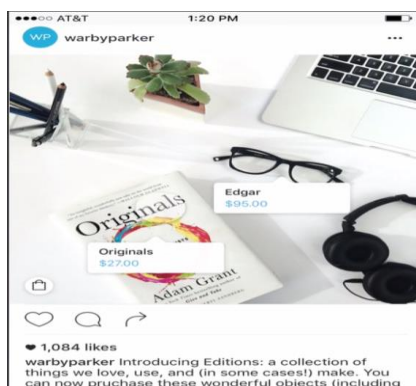
인스타그램은 광고효과가 가장 두드러지게 나타나는 SNS이다. 2018년 2분기 기준으로 인스타그램 가입자수는 10억개를 넘어섰다. 이 중 80%가 인스타그램의 비즈니스 계정을 팔로우하고 있으며, 인스타그램 가입자의 72%가 인스타그램을 통한 구매 경험에 있다.

Amazon은 Amazon Spark 런칭 준비 중이며, Instagram, Pinterest와 마찬가지로 Spark도 상품 이미지를 게재하고 해당 상품의 즉각적인 구매를 지원할 예정이다. Facebook은 미국, 영국, 호주 등 일부 국가에서 제공하던 마켓 플레이스 기능 서비스를 최근 17개의 유럽시장 구매자와 판매자에게 확장했다.

2015년 핀터레스트가 'Buy it' 버튼을 추가해 제휴를 맺은 200여 만개의 제품을 구입할 수 있게 제공했다. 2017년 3월 인스타그램은 쇼핑 기능을 추가하고 2018년 9월 독립적인 어플인 'IG Shopping'을 출시할 것을 발표했다. 인스타그램은 2016년부터 의류, 보석, 뷰티 등 20개 브랜드의 시범 테스트 이후 2017년 제품에 태그를 달고 기업의 웹 사이트로 연결하는 기능을 제공하고 있다. 페이스북은 제품 사진과 함께 카메라로 본인의 모습을 비추는 경우 본인의 모습에 제품이 입혀지는 AR 쇼핑 광고 기능을 시범 적용 중이다. 현재 마이클코어스 제품이 먼저 적용되었으며 세포라, 바비브라운 등 화장품, 포터리반 등 리빙 브랜드 등으로 확대할 예정이다.

개인 SNS를 통한 자신의 패션스타일 및 패션 정보 공유를 시작으로 이런 정보를 바탕으로 개인 맞춤형 패션 코디를 추천하는 큐레이션 서비스부터 바로 결제, 구매까지 할 수 있는 커머스 기능 연동 등 더욱 고객관계 지향적인 서비스를 제공하는 사업영역으로 확장이 전망된다.

인스타그램 쇼핑 기능



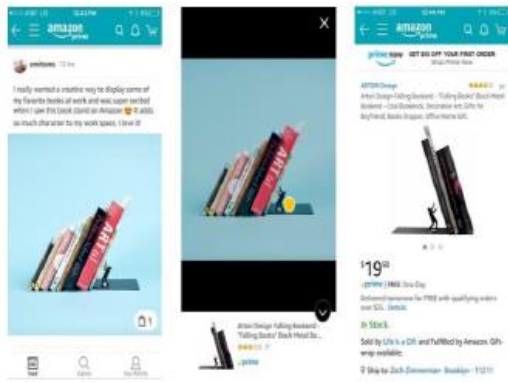
자료: Instagram, 키움증권

Facebook VR Shopping



자료: Facebook, 키움증권

Amazon Spark



자료: AD Week, 키움증권

Youtube Shopping



자료: Youtube, 키움증권

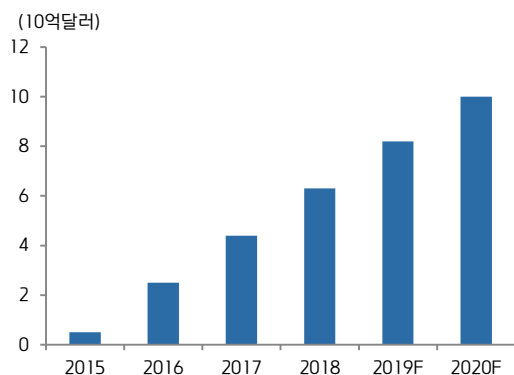
인플루언스의 영향력 확대

인플루언서는 디지털 소비자들이 높은 호감을 느끼는 대상으로, 일상의 공유를 통한 공감과 신뢰를 바탕으로 팔로워들은 이들이 소개하는 제품에 관심을 가지고 구매를 결정하게 된다. 인스타그램 기반의 커머스 플랫폼 등장으로 SNS한계로 인해 잠재되어 있던 고객을 구매고객으로 전환을 가능하게 하였으며, SNS에 익숙한 젊은 세대를 대상으로 차별화된 전략을 제시하고 있다. 인플루언서 SNS에서 브랜드 인지도를 향상 시키고, 사이트 링크 등을 통해 상품 및 서비스 구매하게 하던 형태에서 SNS자체에서 쇼핑 기능을 추가하며 SNS커머스로 확대되고 있다.

인플루언스 영향력은 앞으로 더 커질 것으로 예상된다. 다양한 산업에서 인플루언스 마케팅의 일환으로 활용하는 등 직접적으로 협업할 뿐만 아니라 다양한 관련 플랫폼, 서비스 사업이 등장하고 있다. 인플루언스의 확대는 패션 관련 콘텐츠 및 정보를 생산하는 것이 과거 브랜드 회사나 디자이너에서 소비자, 사용자가 주도권을 가지고 가는 것으로 유행과 패션 트렌드를 만드는 주체가 변화하고 있다. 즉 과거에는 소비자들이 패션 트렌드 및 상품 정보를 습득하고 공유하는 채널이 미디어(TV, 매거진 등)나 브랜드 광고를 통해 일방적으로 이루어졌으며, 소비자들은 이를 수동적으로 받아들이며 소비를 결정하였다. 이제는 온라인/모바일의 발달에 따라 패션 정보를 접할 수 있는 채널수가 증가하고 있고 다양한 온라인 채널을 통해 예전보다 많은 양의 정보를 얻을 수 있으며 이제는 소비자가 관련 콘텐츠와 정보를 생산하는 주체이자 자연스럽게 카페 등 커뮤니티를 통해 정보를 공유하는 형태로 발전하고 있다.

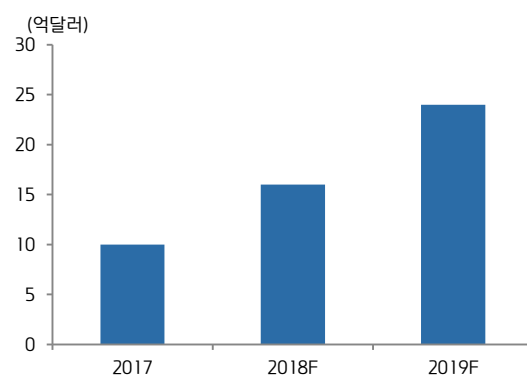
인플루언서 마케팅 효과가 입증되면서 인스타그램 기반의 정보 공유 플랫폼이 새로운 비즈니스모델로 등장하고 있다. 여기에 커머스 기능을 추가한 스타트업들도 관련 서비스를 출시하고 있다. 인플루언서를 활용한 패션유통 및 마켓 플랫폼인 '임블리', '서울스토어', '브랜드' 등이 SNS에 익숙한 젊은 세대를 타겟으로 차별화된 사업전략과 마케팅을 통해 성장하고 있다. 특히 '임블리'의 경우 온라인 쇼핑 패션몰에서 오프라인진출, 화장품까지 진출하며 올리브영 판매 상위권을 차지하며 성장세가 두드러진다. 나이키와 아이다스 브랜드 유명 스포츠 선수를 내세워 광고를 진행했다면 최근에는 '언박싱' 영상을 제공하는 유튜버나 뷰티크리에이터 등 인플루언서와 협력해 소비자 구매 반응을 유도하고 있다.

인플루언서 마케팅 시장 규모 및 전망



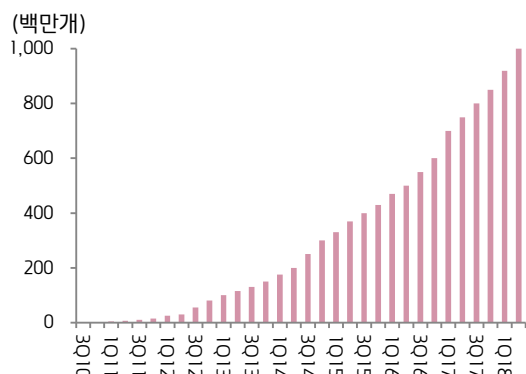
자료: Mediakix, 키움증권

인스타그램 인플루언서 마케팅 시장 규모 및 전망



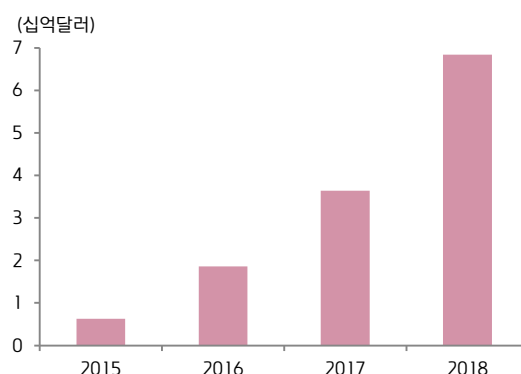
자료: Mediakix, 키움증권

인스타그램 글로벌 사용자 수 추이



자료: Instagram, 키움증권

인스타그램 모바일 광고 수입



자료: Statista, 키움증권

빅데이터와 인공지능을 활용한 쇼핑서비스의 진화

유통기업은 고객들의 반복구매 및 재구매를 일으키기 위해 고객의 자사 플랫폼을 통한 지속적 구매가 일어나도록 하고 있다.

글로벌 유통업체는 IoT, 인공지능, AR, VR 등 기술을 적극적으로 도입하고 있다. 글로벌 유통업체는 다양한 비즈니스 영역에 신기술을 접목시켜 새로운 서비스와 제품을 개발, 출시하며 소비자 경험을 고도화하는데 집중하고 있다. 또한 유통기업은 고객 경험을 중심으로 유기적으로 연결된 밸류체인을 완성하기 위해 기술 연계성을 높이는데 집중하고 있다.

아마존은 입고 있는 옷을 사진 또는 비디오로 찍어 패션을 점검해주는 Echo look과 여러 스타일 중 더 나은 스타일을 알려주는 Style Check 앱을 2017년 4월부터 출시했다. Echo look은 인공지능 비서인 Alexa와 대화를 통해 본인 스타일을 진단할 수 있게 하며 Style Check는 아마존의 패션 스타일리스트팀과 인공지능 알고리즘을 사용하여 최적의 스타일을 선택해 준다.

Best Buy는 Alexa와 연동해 오늘의 특가상품을 소개하고 있다. 드론을 활용한 당일 배송, IoT를 활용한 스마일 버튼 주문, 한 번의 클릭으로 주문하는 원클릭 쇼핑, 챗봇을 활용해 실시간 상담을 통해 쇼핑의 편리성을 향상시키고 있다.

국내 시장의 경우 롯데가 집중해서 개발하고 있는 롯데원앱 런칭을 앞두고 있고 면세점을 제외한 7개사가 온라인몰을 이용할 수 있는 어플리케이션을 기획하고 있다. 이 어플리케이션에는 롯데가 집중 개발하고 있는 보이스 커머스 핵심기술이 담길 예정이다. 롯데는 이커머스 사업본부에 인공지능연구소를 설립해 실행에 옮길 예정이다.

>>> 새로운 플랫폼의 출현

쇼핑몰을 넘어 새로운 플랫폼의 탄생

기술발달, 패션소비 변화 등의 환경 변화에 따라 오늘날의 유통업체들은 온라인이나 모바일 채널을 통해 고객의 참여를 지속적으로 높이기 위해 각자의 차별화 전략을 가지고 트렌드에 맞게 변화하고 있다. W컨셉, 무신사 등 밀레니얼 세대를 타겟하는 이커머스 플랫폼의 등장과 함께 오프라인 유통업체들도 이들의 니즈를 반영하여 모바일 환경에 맞춰 변화하고 있다. 커뮤니티를 기반으로 한 모바일 이커머스 플랫폼이 패션유통의 변화를 주도하고 있으며, 특히 무신사, 지그재그, 임블리 등 신진 패션 이커머스 기업의 성장세가 두드러지고 있다.

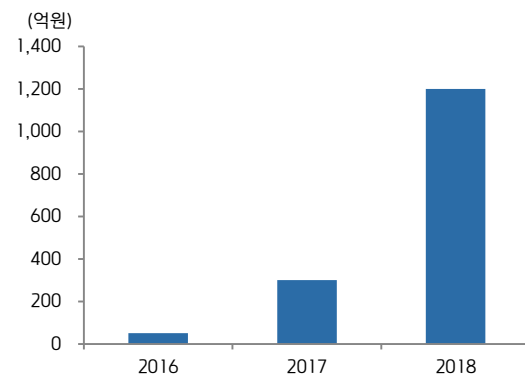
스타일쉐어는 누구나 패션을 즐기고 정보를 공유하는 패션 소셜네트워크를 표방하며 2011년 설립되었다. 2015년부터 온라인 패션 쇼핑몰을 플랫폼에 입점시켜 수수료 수익을 거두고 있다. 10대를 사용률이 70%로 알려져 있어 10~20대를 중심으로 패션 SNS기반으로 성장했다. 스타일쉐어는 2018년 3월 매거진 같은 콘텐츠와 커머스 기업인 29CM를 GS홈쇼핑으로부터 인수했다. 지난해 커머스 기능을 추가하며 누적거래액 300억원을 돌파하며 빠르게 성장하고 있다.

10대에게 높은 인지도 확보한 〈스타일쉐어〉



자료: 스타일쉐어, 키움증권

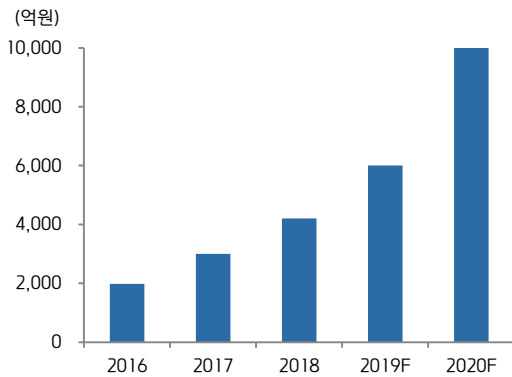
스타일쉐어와 29CM 연간 합산 거래액 추이



자료: 언론보도, 키움증권

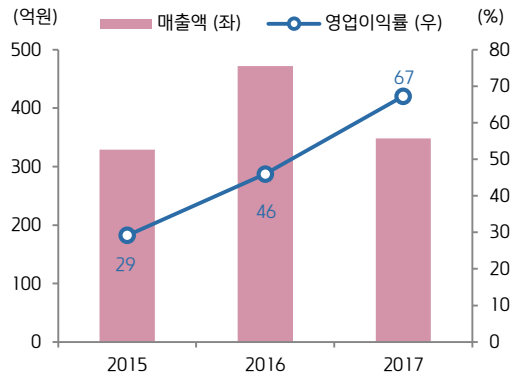
무신사는 남성중심의 패션 커뮤니티로 시작해 2017년 거래액이 3,000억원, 입점 브랜드수만 3,000여개이다. 2020년 거래액 1조원 달성을 목표로 하고 있다. 1020소비자에게 가장 영향력이 막강한 플랫폼이다. 다양한 브랜드들과 콜라보레이션 작업을 하며 ‘다운점퍼’ 제품을 유행시켰다. 11월 무신사 최대 행사인 ‘아우터 페스티벌’은 1,100개 브랜드, 15,000개 이상의 아우터가 참가하며 일주일 만에 거래액만 200억원을 유치했다.

연도별 무신사 거래액 추이



자료: 언론보도, 키움증권

무신사 소속 기업 그랩 연간 실적 추이



자료: 전자공시, 키움증권

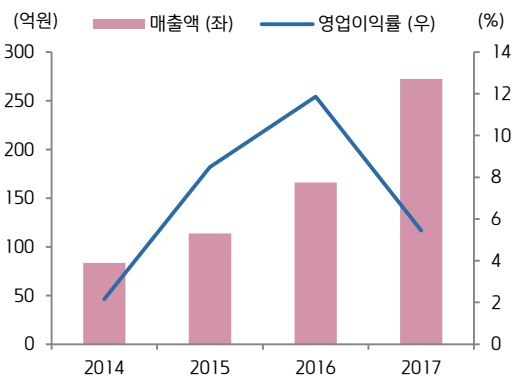
온라인 디자이너 편집샵으로 유명한 W컨셉 역시 2017년말 기준 거래액은 1,000억원, 입점 브랜드만 2,000여개에 달한다. W컨셉은 군소 디자이너들의 재고 관리 어려움을 떠안아 디자이너들을 지원했다. 그 결과 수 천 명의 디자이너가 개별 브랜드를 내걸고 활동하고 있다. 자체 PB브랜드인 프론트로우를 중심으로 콜라보레이션이 이루어지며 소비자의 니즈를 만족시켜 나가고 있다. W컨셉은 이 중에서 자체 PB브랜드인 프론트로우 등 독점 브랜드를 강화하며 성장을 모색하고 있다.

온라인 편집샵 W컨셉



자료: W컨셉, 키움증권

W컨셉 코리아 연간 매출액, 영업이익률 추이



자료: 전자공시, 키움증권

최근 커머스와 콘텐츠를 결합한 미디어커머스 기업 <블랭크>도 있다. 패션, F&B, 리빙, 마케팅 대행 등 다른 패션기업과 큰 차이가 없어 보이지만 이 기업은 상품기획 이외에 영상 콘텐츠 제작 중심으로 움직이고 있다. 한 아이템에 대해 다양한 버전을 제작해 페이스북과 유튜브, 인스타그램 등 판매링크를 걸고 직접 구매를 유도한다.

지그재그는 동대문 의류를 기반으로 하는 여성쇼핑몰 모음 서비스이다. 입점한 쇼핑몰만 3,400여개, 600만개 상품이 소개되고 있다. 2017년 온라인 거래액 3,500억원에서 2018년 온라인 거래액 5,000억원을 돌파했다. 앱 다운로드 건수만 1,000만건이 넘어간다. 빅데이터 기반 맞춤형 상품 광고 관련 수익모델을 구축하며 빠르게 성장하고 있다.

SNS에서 개인 판매를 하던 인플루언서들을 한데 모은 인플루언서 마켓 플랫폼뿐만 아니라 블로거 마켓 셀러들의 육성을 돕는 '셀럽 21', 인스타그램 속 아이템 정보를 메시지로 보내주는 '하트잇', 인플루언서 마케팅 자동화 플랫폼 '미디언스' 등 인플루언스를 활용한 다양한 비즈니스모델이 등장하고 있다.

>>> 국내 쇼핑플랫폼 투자 확대

국내 벤처캐피탈의 쇼핑 플랫폼 투자 현황

국내 벤처캐피탈의 투자는 IT, 게임, 바이오 중심으로 이루어지고 있다. 벤처투자의 경우 장기적인 시각을 가지고 유망한 산업에 투자하는 경향이 있는데, 패션업체의 경우 전통적으로 성장이 없는 산업으로 분류되며 벤처캐피탈의 투자를 이끌어내지는 못했다. 투자가 이루어진 기업의 공통점은 1) 모바일 앱 기반, 2) 국내시장 성공을 바탕으로 해외 진출을 계획하고 있는 기업들이다.

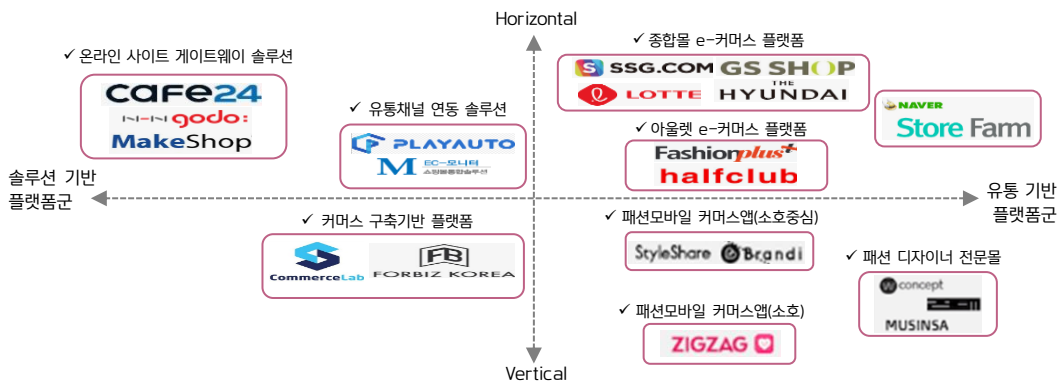
투자사 사모펀드의 M&A가 활발하게 진행된 배경에는 K패션과 온라인 브랜드의 가치가 급등하기 시작했다. <스타일난다>의 로레알 그룹에 500억원 규모로 매각 된 것도 1) 업계에 대한 투자심리를 우호적으로 바꿨다. 이를 계기로 2) 패션업체로 바라보는 것이 아니라 전반적인 라이프스타일 기업으로 시선이 확대되었다. 3) 패션 분야는 해외 진출 장벽이 낮아 다른 업종보다 확장성이 크다는 장점, 패션벤처들이 가파른 매출성장세를 기록하며 주목을 받게 되었다.

국내 벤처캐피탈의 주요 쇼핑플랫폼 투자 현황

기업	투자금액(억원)	투자기업	사업영역
W컨셉	612	IMM PE	온라인 디자이너 편집샵
W컨셉 차이나	117	썬마그룹	티몰, 징둥, 세쿠 등 대형 플랫폼 입점
윙블리	50	본엔젤스 외	액세서리 쇼핑몰로 디지털 마케팅에 강점
비투링크	276	산업은행	미국과 중국 등에 한국 화장품 판매
젠틀몬스터	2,000	LVMH	국내 선글라스 및 안경 브랜드
레이틀리코리아	25	산은캐피탈	패션디자이너의 부티크숍 프리미엄 쇼핑몰 '레이틀리', 재고관리 플랫폼 '셀러허브'
더클로젯컴퍼니	비공개	카카오벤처스	가방, 의류 등 안쓰는 제품 대여 및 필요한 제품 빌려쓰는 서비스
패브릭타임	비공개	카카오벤처스	동대문 원단 시장과 해외 패션 디자이너 연결하는 온라인 원단 판매 서비스 '스위치온'
링크샵스	115	알토스벤처스	동대문 의류사업 중개업체, 7천도매상 입점, 170만개 이상 상품 판매
브리치	25	인터네스트	트렌드 거리의 패션샵과 브랜드 발굴해 온라인으로 데이터화하는 커머스 플랫폼
피피비스튜디오스	159	미래에셋벤처	우수한 품질의 동대문 의류를 선별해 온라인 판매, 3~4개 쇼핑몰 합병하며 성장
스타일쉐어	300	에이티넘	온라인 패션 플랫폼
지그재그	100	알토스벤처	온라인쇼핑몰 한 곳에 몰아서 보여주는 플랫폼
팀그레이프	85	DSC인베	각 연령에 따른 쇼핑몰 연합, '미처라', '봉자샵' 등 보유
브랜드	69	DSC인베	인플루언서들의 쇼핑몰을 모아 콘텐츠와 소통을 통해 상품 구매하는 쇼핑 App
안다르	220	네오플렉스	스포츠웨어 쇼핑몰

자료: 언론보도, The VC, 키움증권

온라인쇼핑 플랫폼 생태계



자료: Fashion Seoul, 키움증권

>>> 투자아이디어

키움증권은 카페24, 다나와, 인터파크에 대해 커버리지를 개시한다. 2019년에도 국내 이커머스 산업의 두 자릿수의 고성장은 지속하며 성장할 것으로 예상된다. 국내 이커머스 산업에서 대기업의 투자 확대로 공급자가 확대되며 시장파편화가 이루어질 것으로 예상되는 가운데 경쟁강도는 심화될 것으로 예상된다.

시장 규모가 확대되고 있는 공급자 입장에서 사업을 영위하는 기업보다는 플랫폼 기업에 더 주목한다. 공급자 입장에 있는 기업은 시장 점유율 확보를 위한 마케팅 비용 지출, 상품 큐레이션 강화 등 비용지출로 아직 영업이익을 거둘 수 있는 단계는 아니라고 판단한다. 하지만 플랫폼 기업은 IT기업의 특성인 낮은 한계비용을 고려할 때 높은 트래픽과 시장 점유율을 가지고 있다면 영업레버리지 효과를 기대할 수 있기 때문이다. 또한 세분화된 시장 내에서 높은 점유율을 가지고 있는 기업은 중장기적으로 시장 구도가 재편되는 가운데에서도 살아남아 1위 사업자로서 점유율을 더 확대해 나갈 수 있다고 판단하기 때문이다. 이러한 조건에 맞는 기업으로 카페24, 다나와, 인터파크를 선정해 커버리지를 개시한다.

Top-pick으로 영업레버리지 효과로 이익 성장이 기대되는 카페24와 다나와를 추천한다.

카페24(TP: 150,000원)는 160만 고객을 확보하고 있고 카페24가 제공하는 서비스에 익숙해진다면 고객 락인효과가 강화되며 이탈에 대한 우려가 적어진다. 고객들을 대상으로 부가 서비스를 확대하고 있는 점, 일본 진출을 통한 해외진출로 중장기적 성장성이 확보되어 있다는 판단이다. 향후 주가 방향성은 시장 컨센서스와 기업 실적 발표 사이의 괴리율, 일본 시장 성공 여부, 거래액 성장률에 따라 결정될 것으로 예상된다.

다나와(TP: 26,000원)는 국내 전자상거래 50%가 넘는 IT제품의 가격 비교에 대해 국내 높은 트래픽을 보유하고 있다. 소비양극화, 스마트컨슈머 확대로 가성비 높은 제품을 찾기 위한 가격검색은 메가트렌드로 판단된다. 전방산업인 온라인 쇼핑 거래액 성장과 동행하는 추세적인 수혜도 기대된다. 향후 주가 방향성은 1) 별도 기준 40%대 영업이익률 유지 여부, 2) 자회사 적자폭 축소가 될 것으로 예상된다.

인터파크(TP: 6,500원)는 FIT대상 항공권 티켓판매, 콘서트 공연 티켓예약에서 독보적인 M/S를 보유하고 있다. 국내 상장된 이커머스 업체 중 가장 다양한 분야에 대해 플랫폼을 보유하고 있으며 인터파크라는 브랜드 아래 수직계열화가 이루어져 있다. 향후 주가 향방은 1) 수익성 높은 패키지, 숙박으로 크로스셀링 강화 진행 여부, 2) 쇼핑과 도서 사업부의 적자폭 축소가 Key driver가 될 전망이다.

이커머스 플랫폼 커버리지

회사명	시가총액 (억원)	영업이익률 (%)			PER (배)			PBR (배)			ROE (%)		
		17	18P	19E	17	18P	19E	17	18P	19E	17	18P	19E
카페24	11,138	5.2	9.4	13.9	81.9	-35.0	45.6	30.4	9.4	8.3	44.9	-45.7	20.0
다나와	2,720	14.2	19.0	21.1	13.2	12.1	12.8	2.3	2.2	2.5	19.0	19.7	21.4
인터파크	1,822	3.4	0.8	2.9	36.8	-25.4	18.5	1.8	1.1	1.1	5.3	-4.7	6.5
평균		7.6	9.7	12.6	44.0	-16.1	25.6	11.5	4.2	4.0	23.1	-10.2	16.0
KOSDAQ		6.0	9.2	10.6	44.3	42.5	24.4	2.3	2.1	2.7	5.5	10.8	13.2
KOSDAQ 인터넷		6.1	16.1	16.7	52.6	88.6	271.3	1.6	3.8	7.1	3.0	3.0	26.4
KOSDAQ 소프트웨어		5.9	9.5	11.3	137.0	104.2	25.7	2.3	2.3	2.9	2.5	9.4	14.6
KOSDAQ 유통		6.0	4.3	5.8	94.1	70.2	71.9	3.3	2.4	3.7	4.4	5.3	7.0

주: 시가총액은 2월 28일 종가 기준

자료: Quantwise, 키움증권 추정

국내 이커머스 관련 상장업체

기업	시장구분	코드번호	시가총액(억원)	매출액(억원)	주요 사업 내용
NAVER	KS	A035420	219,202	55,869	국내 대표 포털사이트로 검색, 이커머스 등 종합 서비스 제공
카카오	KS	A035720	86,306	24,167	모바일메신저 카카오톡을 중심으로 택시 등 모바일 서비스 제공
카페24	KQ	A042000	11,138	1,654	쇼핑몰솔루션 업체로 광고, 마케팅, 인프라 등 원스톱으로 제공
다나와	KQ	A119860	2,720	1,063	상품 가격 및 정보제공 업체
인터파크	KQ	A108790	1,822	5,285	오픈마켓 플랫폼 사업자
아이에스이커머스	KQ	A069920	1,074	365	해외 수입 대행 및 WIZWID 웹사이트 운영
예스24	KQ	A053280	827	5,064	온라인 서점 및 티켓예약서비스 제공
이지웰페어	KQ	A090850	819	731	기업 복리후생 위탁운영 업체

주: 시가총액은 2월 28일 종가 기준, 매출액은 2018년 연간 실적(아이에스이커머스는 2017년 연간 실적 적용)

자료: Quantwise, 키움증권



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	우창군 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 핏즈, 필웨이 인수 효과가 2019년 온기로 나타날 전망이다, 이외 자회사 제이씨어퍼럴과 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 부가서비스를 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 쇼핑물솔루션 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 쇼핑물 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 쇼핑물솔루션 사업부의 성장이 지속될 것으로 예상된다. 동사는 M&A를 통해 쇼핑물 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

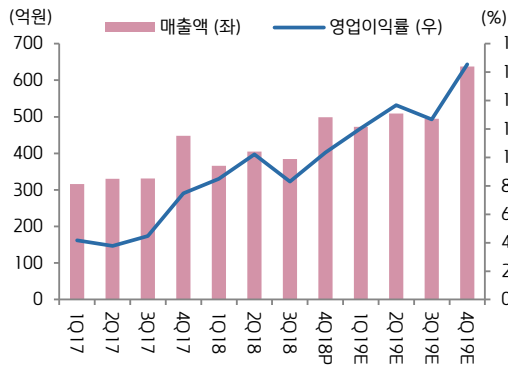
(단위: 억원, %)

	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

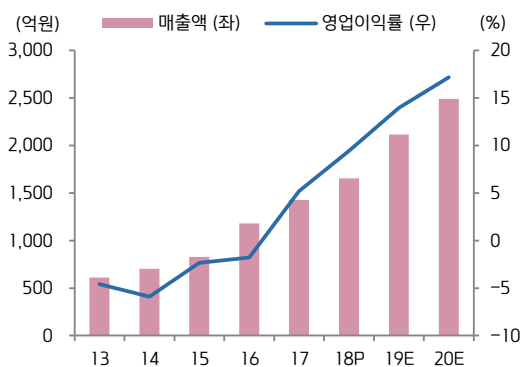
자료: 전자공시, 키움증권 추정

분기 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



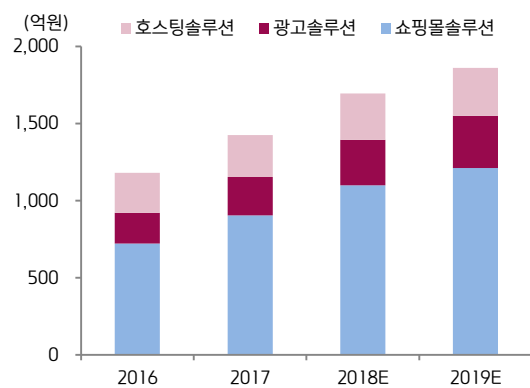
자료: 전자공시, 키움증권 추정

연간 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



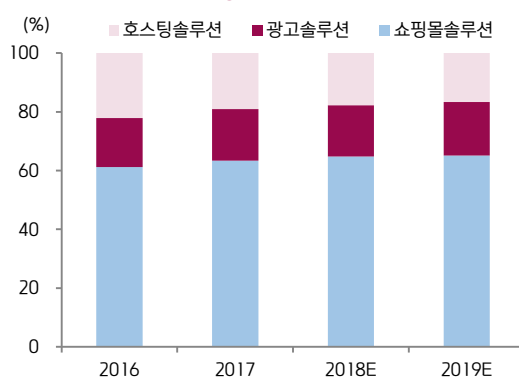
자료: 전자공시, 키움증권 추정

연간 사업부별 매출액 추이



자료: 전자공시, 키움증권 추정

연간 사업부별 매출비중 추이



자료: 전자공시, 키움증권 추정

II. Valuation

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 150,000원으로 커버리지 개시

카페24에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 150,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 카페 24의 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 상장당시 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.

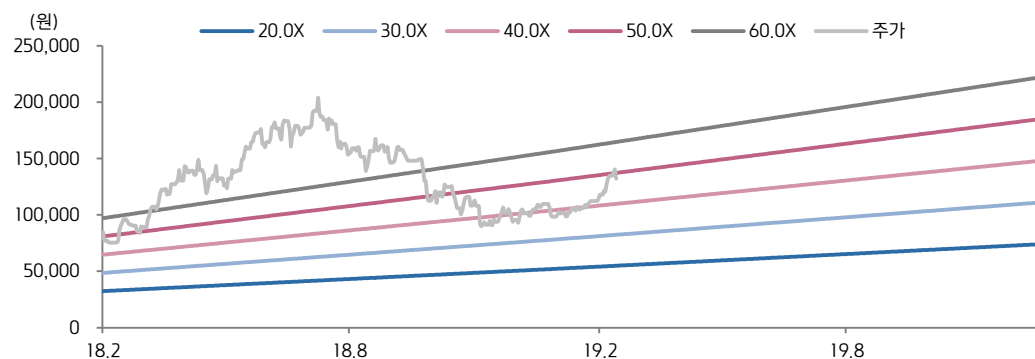
동사에 대해 Target Multiple 39X 수준의 높은 Multiple을 적용할 수 있는 이유는 1) 고객의 플랫폼 이전에 대한 전환비용이 높아 고객 이탈에 대한 우려가 적다는 점, 2) 연간 거래액 8조원 수준으로 국내 이커머스 사업자 중 높은 시장점유율, 3) 외형성장과 함께 이익 증가가 동시에 진행되는 구간에 있다는 점이다. 공모자금을 바탕으로 시너지를 만들 수 있는 기업과 지속적인 M&A를 추진하고 있다. 작년 10월 일본 진출을 시작으로 해외시장 진출이 본격화 되는 시기로 향후 실적에 대한 업사이드가 가능해 높은 Multiple도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

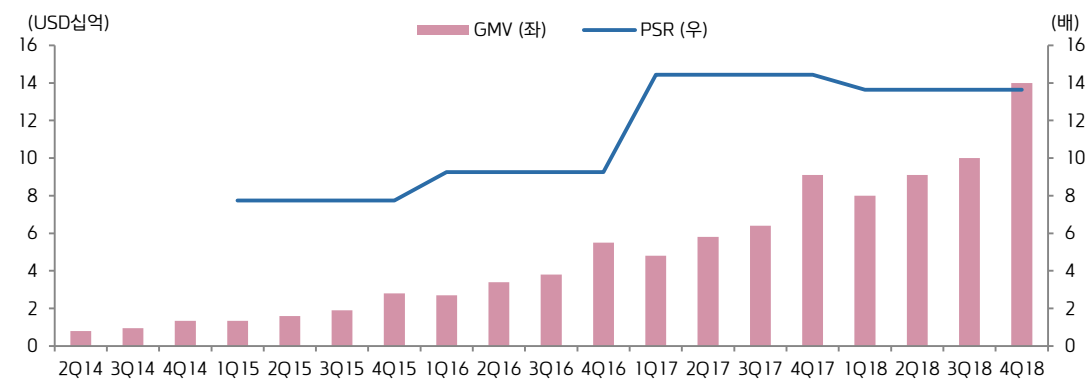
자료: 키움증권 추정

카페24 12M Fwd PER Band



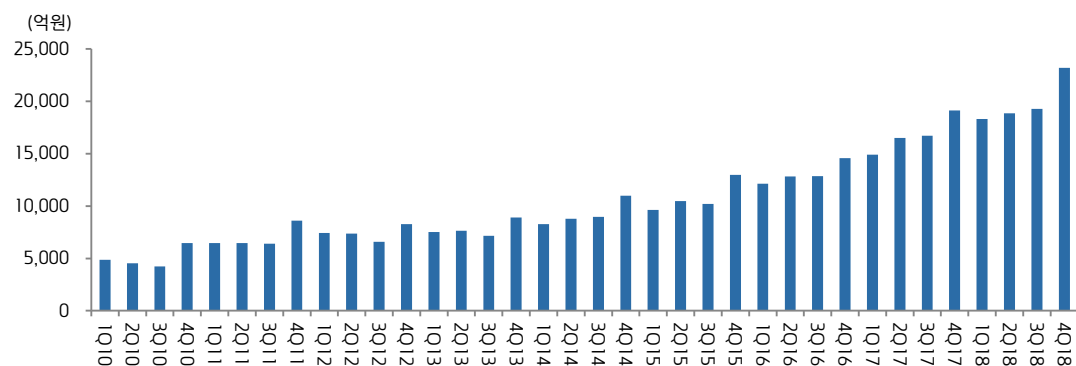
자료: FnGuide, 키움증권 추정

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
투자조건	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	흑자전환	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

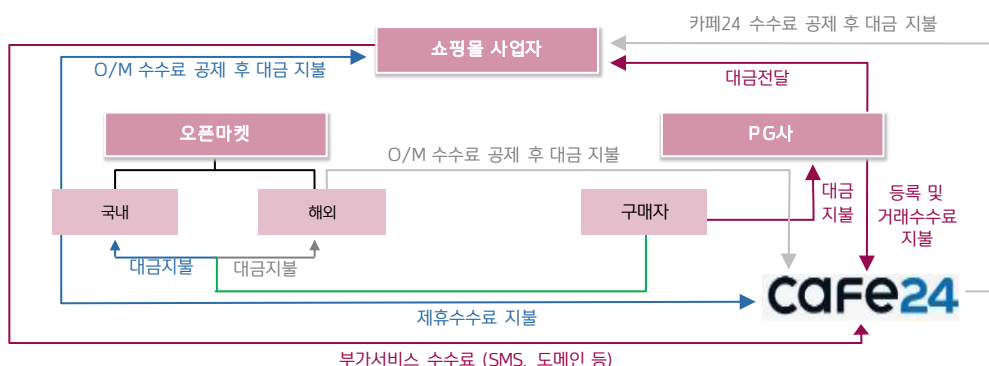
Ⅲ. 우호적인 전방산업은 이익 증가로 연결

>>> 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.

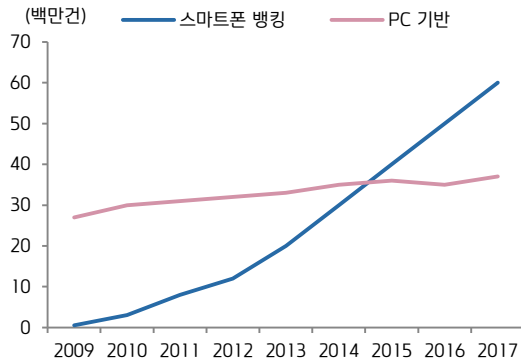
쇼핑몰 솔루션 사업구조



자료: 카페24, 키움증권

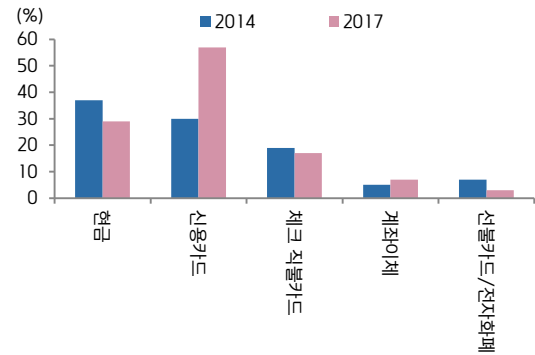
모바일 중심의 쇼핑환경, 다양한 결제서비스의 출현은 동사 영업환경에 우호적으로 작용할 것으로 예상된다. 스마트폰 보급률이 확대되고 어플리케이션을 통한 쇼핑시스템이 구축되면서 모바일을 통한 쇼핑 비중이 증가하고 있다. 또한 네이버페이, 카카오페이, 페이코 등 다양한 결제시스템의 출현하면서 현금 결제 비중보다는 신용카드를 통한 결제 비중이 높아지고 있다. 2017년 쇼핑거래액 중 과금대상 비중이 51%에서 2017년 60%, 2018년 3분기말 기준 65%로 점진적으로 증가하고 있다.

스마트폰뱅킹과 PC기반 인터넷뱅킹 이용실적



자료: 한국은행, 키움증권

지급수단별 이용비중



자료: 한국은행, 키움증권

>>> 개인쇼핑몰의 증가와 인플루언서 영향

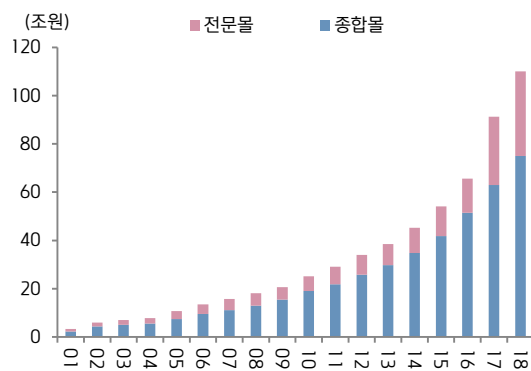
개인창업의 증가 추세

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.

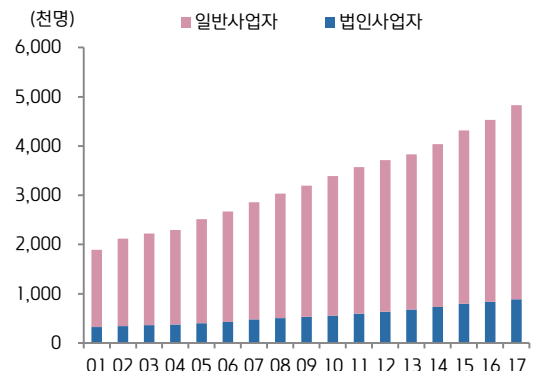
국내에서 쇼핑몰 관련한 서비스를 제공하는 회사는 카페24, NHN고도, 코리안센터 등 3개 기업이 시장을 장악하고 있다. 카페24의 경우 플랫폼 이외 해외 진출 시 번역 서비스, SMS서비스, 물류 서비스, 의류제작 서비스까지 제공범위가 넓어 신규 고객 유치에 긍정적으로 작용할 수 있다.

연간 전문몰과 종합몰 거래액 추이



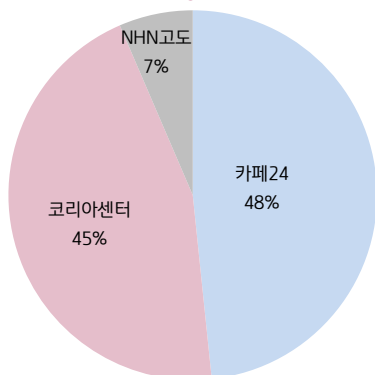
자료: 통계청, 키움증권

연도별 법인 및 개인사업자 현황



자료: 통계청, 키움증권

쇼핑몰솔루션 업체 M/S 현황



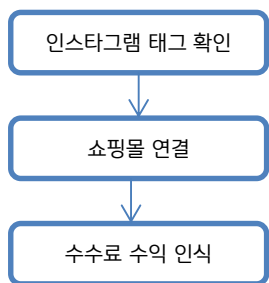
주: 2017년 매출액 기준
자료: 전자공시, 키움증권

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.

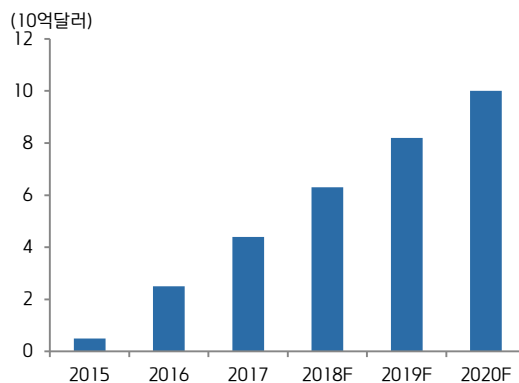
인플루언서는 불특정 다수가 아닌 충성도가 높은 팔로워 및 구독자에 대해 큰 영향력을 행사하고 있다. 제품에 대한 상세한 설명, 솔직한 사용 경험, 재미있는 멘트, 전문 지식 등을 통해 장시간의 친밀감과 신뢰감을 형성하고 있다. 최근 인스타그램을 중심으로 SNS에 쇼핑 기능이 추가되고 있다. 카페24의 경우 인스타그램과 연동하는 서비스를 출시했다. 소비자가 인스타그램에서 사고 싶은 물건을 클릭하게 되면 쇼핑몰로 이동해 거래를 유도한다. 이러한 추세도 동사의 GMV증가에 기여할 것으로 예상된다. 카페24를 사용하는 고객이 마케팅 비용으로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



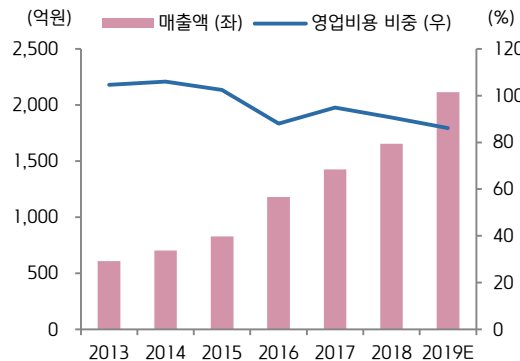
자료: Mediakox, 키움증권

>>> 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.

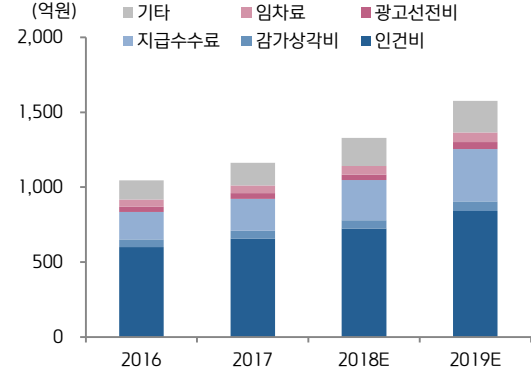
판매관리비 중 가장 많은 비중을 차지하는 것은 2018년 기준으로 인건비 55%, 지급수수료 21%로 예상된다. 2019년에도 필웨이 인수합병으로 인한 인원추가 효과를 반영하더라도 2019년 기준 인건비 비중은 53%로 하락할 것으로 예상, 판관비율은 72% 수준으로 예상됨에 따라 영업이익 개선으로 이어질 전망이다.

매출액 대비 영업비용 비중 추이



자료: 전자공시, 키움증권 추정

판매관리비 세부항목 연도별 추이

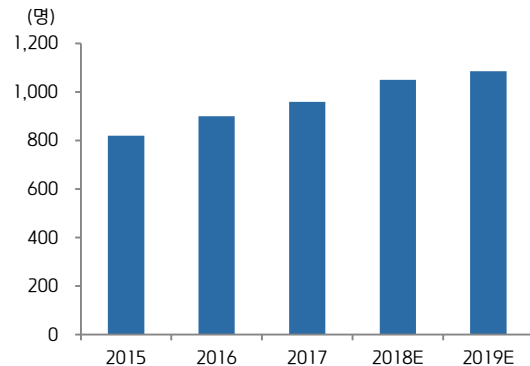


자료: 전자공시, 키움증권 추정

일본 진출에 따른 비용 집행 가능성

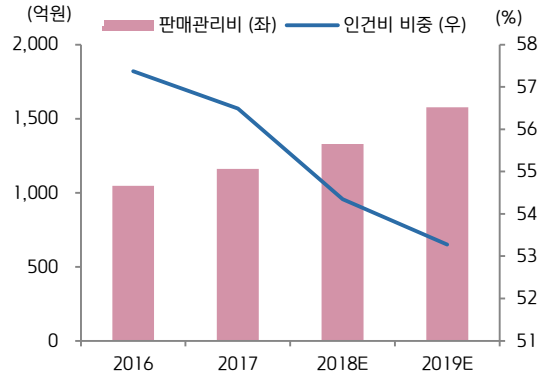
현재 일본 지사에서 근무하는 직원수는 15명 수준으로 일본 고객수 확대 시 인력이 충원될 가능성이 존재한다. 과거 사업 확장 시기 2016→2017년 판관비는 815억원에서 1,046억원으로 230억원 증액되었음에도 매출액 증가 효과로 판관비율은 98%에서 89%로 하락했다.

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

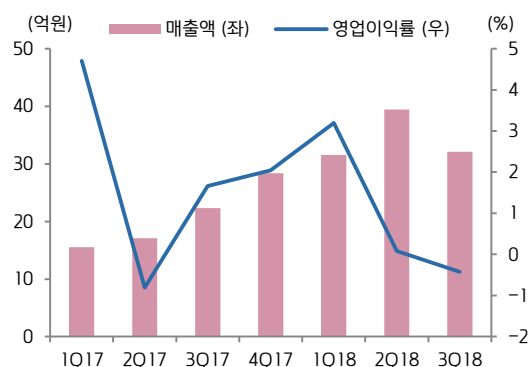
자회사 제이씨어패럴과 패스트박스

동사는 2013년 의류제조회사인 '제이씨어패럴' 설립, 2014년 '패스트박스'를 자회사로 설립했다. 고객사인 쇼핑물들의 자체 의류 생산이 늘어나는 점에 착안해 진출했다. 쇼핑물 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 쇼핑물이 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.

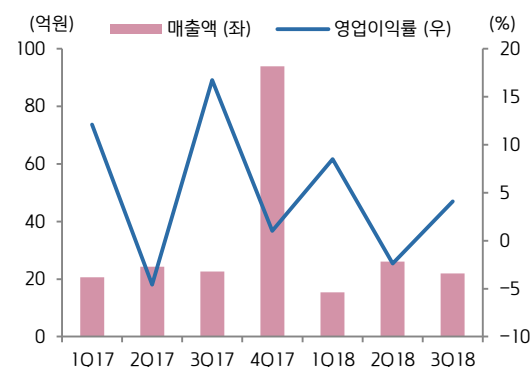
2019년 부가서비스 매출은 637억원으로 전년 대비 63%(2018년 390억원) 증가할 것으로 예상된다. 펌프와 필웨이 실적이 온기로 반영되고 자회사들의 견조한 성장세가 이어질 것으로 예상된다.

패스트박스 분기별 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 제이씨어패럴, 키움증권

제이씨어패럴 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

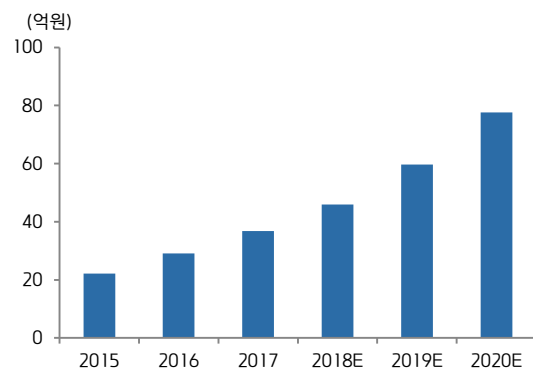
카페24 M&A 현황

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

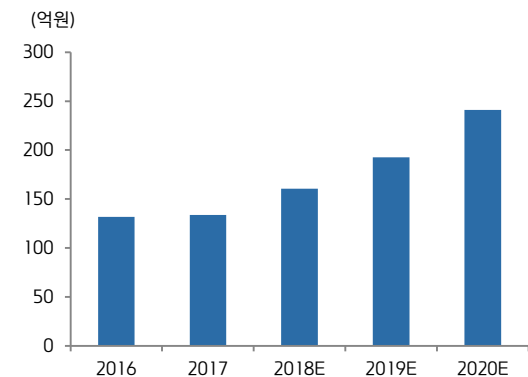
자료: 전자공시, 언론보도, 키움증권

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

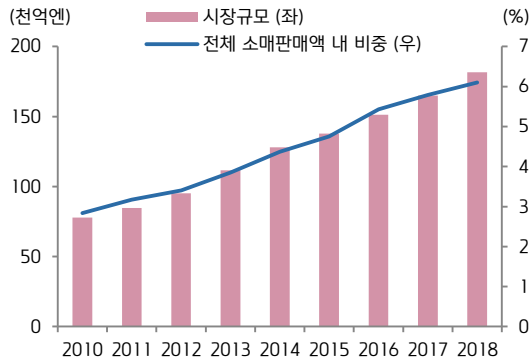
동사는 2018년 10월 쇼핑몰 구축 시스템 솔루션을 가지고 일본 시장에 직접 진출했다. 동사는 2008년 필리핀 법인, 중국 법인을 설립하며 오래 전부터 해외 진출을 계획해 왔다. 이후 미국, 일본 법인을 설립하며 해외 진출의 초석을 꾸준히 다져와 현재 5개 국가 진출, 8개 지사를 설립했다.

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.

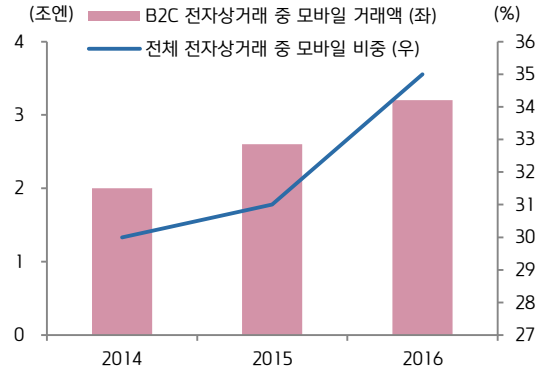
일본 내 이커머스 솔루션 업체로는 국내 시장처럼 주도적인 업체가 없다는 점은 동사가 일본 시장에 진입하더라도 후발주자로서 성공할 가능성이 있다는 점을 시사한다. 동사가 일본에서 가질 수 있는 경쟁력은 플랫폼을 무료로 제공한다는 점이다. 일본에서 이커머스 솔루션을 제공하는 주요 업체는 EC Being, Commerce21, SI Web Shopping가 있는데 이들 업체는 고객에 맞게 제작해주는 SI업체와 비슷한 성격을 가지고 있고, 초기 설치 비용이 들어간다. 쇼피파이를 벤치마킹해서 만들어진 스타트업인 BASE가 소상공인들을 대상으로 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



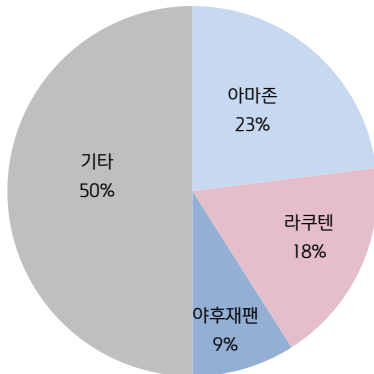
자료: Japan Ministry of Economy, 키움증권

일본 전자상거래 중 모바일 거래액



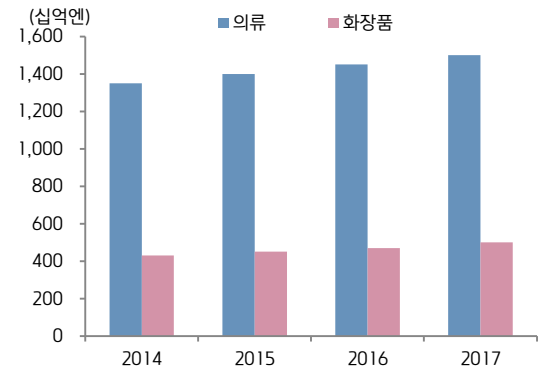
자료: Japan Ministry of Economy, 키움증권

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, Amoda, 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 Holdings자회사	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	제이씨어패럴㈜ 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	Wish	搜狗搜索	criteo
영어권	Google	YAHOO!	bing	facebook	newStyle
	Pinterest	Instagram	roompi	YouTube	Yandex
	LOOKBOOK	inmobi	Shutterstock	THE FASHIONIST POST	AOL
	Appier	Taboola	SHAREASALE	Be On	vi
일본	Yahoo!	Google	criteo	Media	AS
	LINE	ARMOR	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 거듭하고 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	1 년, 선납
.tv/.in/.tw/.co	66,000 원	1 년, 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

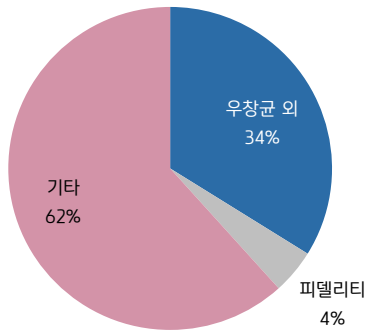
호스팅 솔루션은 인터넷에 홈페이지를 개설할 수 있도록 웹서버의 일정 공간을 임대해주는 서비스이다. 카페24의 호스팅 서비스를 이용하는 고객수에 비례해서 증가하는 구조이다. 유입되는 고객수는 연간 1%수준으로 크지 않다. 하지만 연간 3~4% 성장을 보여주고 있는데 고객당 호스팅 단가가 트래픽 증가에 따라 올라가고 있기 때문이다. 동사가 호스팅 솔루션 사업으로 시작, 안정적인 수익원이긴 하나 추가적인 성장이 예상되는 사업은 아니며, 유사한 사업을 영위하는 기업은 가비아이다.

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, 계속적인 M&A추진을 통해 자회사를 확대해 나갈 것으로 예상된다.

주주현황



자료: Bloomberg, 키움증권

카페24 지배구조 현황

카페24	
100%	SIMPLEX INTERNET Philippines, Inc. (필리핀)
100%	YANLI 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%	핀즈 (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
지배주주지분손이익(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
단기차입금의 증가	180	0	0	0
장기차입금의 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
단기차입금	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



다나와 (119860)

BUY(Initiate) | 목표주가 26,000원

가격비교 메가트렌드 수혜

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

다나와 (119860)



BUY (Initiate)

주가(2/28) 20,800원

목표주가: 26,000원

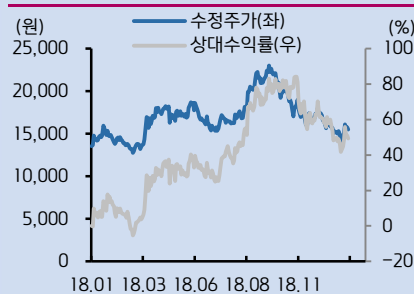
Stock Data

KOSDAQ (2/28)	731.25pt	
시가총액	2,720억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	23,000원	12,750원
최고/최저가대비	-9.57%	63.14%
주가수익률	절대	상대
1M	21.6%	18.8%
6M	2.5%	11.8%
1Y	49.6%	75.4%

Company Data

발행주식수	13,075천주
일평균 거래량(3M)	62천주
외국인 지분율	10.89%
배당수익률(19.E)	1.92%
BPS(19.E)	8,218원
주요 주주	성장현 외
	타이거자산운용
	52.2%
	5.0%

Price Trend



가격비교 메가트렌드 수혜

>>>영업레버리지 효과 지속

2019년에도 영업레버리지 효과는 지속될 전망이다. 제휴 쇼핑과 광고사업 중심으로 플랫폼 보유 기업의 특성이 발현되고 있는 시기로 판단된다. 연간 100조원이 넘는 온라인거래액 규모와 연간 20% 성장을 지속되고 있는 우호적인 영업환경은 동사 실적에 긍정적으로 작용할 것으로 예상된다.

>>>2019년 영업이익 265억원 예상

2019년 연결기준 영업이익 265억원(+31% YoY), 별도기준 영업이익 274억원(+30% YoY)이 예상된다. 온라인쇼핑 거래액 성장으로 인한 구조적 성장 수혜는 지속되고 영업비용 지출은 제한적일 것으로 예상돼 이익 성장이 가파르게 진행될 것으로 예상된다.

>>>투자의견 BUY, 목표주가 26,000원

다나와에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 26,000원으로 커버리지 개시한다. 2019년 예상 EPS 1,621원을 기준으로 Target PER 16X를 적용했다. 동사가 지난 5년간 받던 PER의 상단을 적용했으며, Target PER 16X는 동사와 유사한 사업을 영위하는 일본 기업 카카쿠닷컴의 2019E PER 20X인 점을 고려했다. 지속적인 영업이익률의 상승과 배당성향이 확대되는 있어, 2019년 예상 실적 기준 12X수준에서 매수 관점이 유효하다는 판단이다.

투자지표, IFRS 연결	2016	2017	2018P	2019E	2020E
매출액(억원)	644	1,076	1,063	1,256	1,407
보고영업이익(억원)	85	152	202	265	345
핵심영업이익(억원)	85	152	202	265	345
EBITDA(억원)	91	159	209	272	351
세전이익(억원)	102	155	211	271	351
순이익(억원)	89	135	165	212	275
지배주주지분순이익(억원)	89	135	165	212	275
EPS(원)	683	1,033	1,262	1,621	2,105
증감율(%YoY)	47.3	51.2	22.1	28.4	29.9
PER(배)	10.2	13.2	12.1	12.8	9.9
PBR(배)	1.4	2.3	2.2	2.5	2.1
EV/EBITDA(배)	5.4	8.1	7.2	5.0	3.3
보고영업이익률(%)	13.3	14.2	19.0	21.1	24.5
핵심영업이익률(%)	13.3	14.2	19.0	21.1	24.5
ROE(%)	14.6	19.0	19.7	21.4	23.2
순부채비율(%)	-64.4	-64.3	-56.2	-60.2	-63.5

I. 분기 및 연간 실적전망

>>> 온라인쇼핑 거래액 증가 수혜는 2019년에도 지속

4Q18 연결기준 매출액 343억원(+1% YoY), 영업이익 53억원(+22% YoY) 기록

4Q18 매출액 343억원(+1% YoY, +24% QoQ), 영업이익 53억원(+22% YoY, +16% QoQ, OPM 16%)을 기록했다. 동사의 본업인 전자상거래 비즈니스모델의 특성과 플랫폼 비즈니스의 성격은 별도 기준의 실적에서 잘 드러난다. 별도기준의 4Q18 매출액은 135억원(+18% YoY, +6% QoQ), 영업이익 53억원(+35% YoY, +7% QoQ)으로 예상된다.

4분기 쇼핑성수기 효과로 거래액 증가 효과로 제휴쇼핑 부문의 매출액은 43억원(+26% YoY, +8% QoQ)을 기록한 것으로 보인다. 광고사업은 제휴쇼핑 매출과 비례하는 구조로 고객유입수의 증가는 트래픽의 상승, 이는 온라인쇼핑 거래액의 증가, 광고주들의 유입 선순환구조를 형성시킨다. 광고사업 매출액 38억원(+23% YoY, -0% QoQ)을 기록한 것으로 예상된다.

판매수수료 매출액은 4분기 게임 출시 효과로 게임용 PC에 대한 수요 증가로 42억원(+21% YoY, +11% QoQ)으로 예상된다. 3분기에 인텔 CPU 공급부족 사태로 조립 PC 구매에 대한 수요가 감소하며 3분기 판매수수료는 매출액 38억원으로 전분기 대비 2% 감소했다. 4분기에도 인텔CPU 공급부족 사태는 지속되었으나 신규 게임이 출시가 되며 AMD로 수요가 이동한 것으로 예상, 삼다나와의 거래량은 상반기와 비슷한 수준을 보이고 있어 긍정적 실적을 기록한 것으로 보인다.

2019년 연결기준 매출액 1,256억원(+18% YoY), 영업이익 265억원(+31% YoY) 전망

2019년 연결기준 매출액 1,256억원(+18% YoY), 영업이익 265억원(+31% YoY, OPM 21%)으로 예상한다. 별도 기준 매출액 616억원(+16% YoY), 영업이익 274억원(+30% YoY, OPM 44%)이 예상된다. 온라인쇼핑거래액의 증가로 인한 구조적 성장의 수혜가 매출액 상승을 이끌 것으로 예상된다.

영업비용에서 과거와 유사한 수준의 인원충원은 이루어질 것으로 예상되지만 인건비 이외의 비용 증가는 제한적일 것으로 예상돼 올해도 영업레버리지 효과는 지속될 것으로 예상된다. 고정비 비중은 매출액 대비 30% 이내를 유지할 것으로 예상된다. 상반기와 하반기에 자회사 DPG Zone의 추가적인 개점이 예정되어 있다. 자회사 다나와컴퓨터, 늑대와여우의 전방시장인 공공PC 시장의 시장규모는 전년과 비슷한 규모의 3,800억원대의 시장을 형성할 것으로 예상된다. PC제조 자회사들이 2017년도 수준의 M/S 회복 가정, DPG Zone 출점을 고려할 때, 영업적자는 지속될 것으로 예상된다.

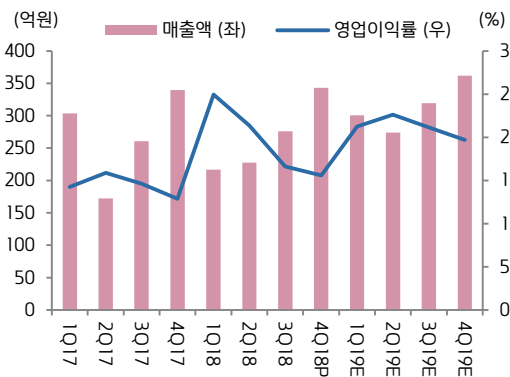
1분기부터 우호적인 실적 흐름을 이어나갈 것으로 예상된다. 전방산업의 온라인쇼핑 시장이 지속적으로 성장해 제휴쇼핑 부문의 18% 성장이 예상, PC 주요 부품 가격이 전년대비 안정화되어 추세로 PC 부품 구매 수요가 긍정적이다. PC 부품 구매량은 전년동기 대비 10% 이상 늘어난 것으로 파악돼, 판매수수료 부문 역시 전년동기 대비 18% 성장을 예상한다.

다나와 분기 및 연간 실적 추이 및 전망

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018P	2019E
매출액	217	227	276	343	301	274	320	362	1,076	1,063	1,256
% YoY	-29%	32%	6%	1%	39%	21%	16%	5%	67%	-1%	18%
% QoQ	-36%	5%	21%	24%	-12%	-9%	17%	13%			
매출액(별도)	134	136	127	141	154	152	153	158	424	532	616
% YoY	30%	40%	17%	24%	15%	11%	20%	17%	31%	25%	16%
% QoQ	17%	2%	-7%	11%	14%	-1%	1%	3%			
제휴쇼핑	39	40	40	41	46	45	47	50	133	161	187
광고사업	37	38	38	40	43	44	43	44	123	150	174
판매수수료	42	43	38	44	50	48	49	52	123	166	199
정보이용료	16	16	12	16	15	14	14	12	46	56	55
제품	83	91	140	192	138	110	154	193	652	512	595
DPG Zone	0	0	9	10	8	12	13	11	0	18	45
영업이익	54	49	46	53	64	62	68	71	152	202	265
% YoY	25%	78%	21%	22%	18%	28%	47%	33%	79%	33%	31%
% QoQ	24%	-10%	-5%	16%	20%	-3%	9%	6%			
영업이익(별도)	54	55	49	53	69	67	68	71	145	211	274
% YoY	41%	74%	36%	37%	28%	20%	38%	34%	78%	46%	30%
% QoQ	39%	3%	-11%	9%	31%	-3%	1%	5%			
(지배)순이익	48	38	41	37	57	46	59	50	135	164	212
영업이익률	25%	21%	17%	16%	21%	23%	21%	20%	14%	19%	21%
영업이익률(별도)	40%	41%	38%	38%	45%	44%	44%	45%	34%	40%	44%
(지배)순이익률	22%	17%	15%	11%	19%	17%	19%	14%	13%	15%	17%

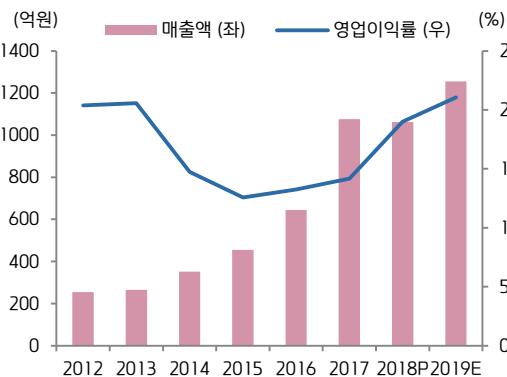
자료: 전자공시, 키움증권 추정

분기 매출액, 영업이익률 추이 및 전망 (연결기준)



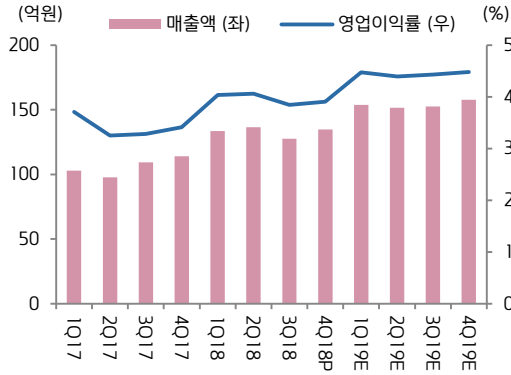
자료: 전자공시, 키움증권 추정

연간 매출액, 영업이익률 추이 및 전망 (연결기준)



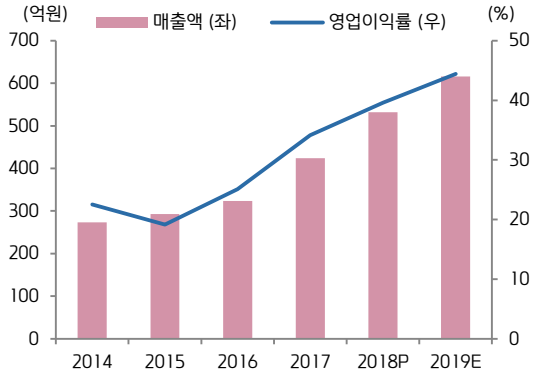
자료: 전자공시, 키움증권 추정

분기 매출액, 영업이익률 추이 및 전망 (별도기준)



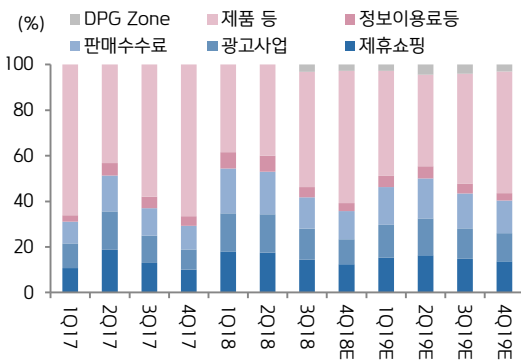
자료: 전자공시, 키움증권 추정

연간 매출액, 영업이익률 추이 및 전망 (별도기준)



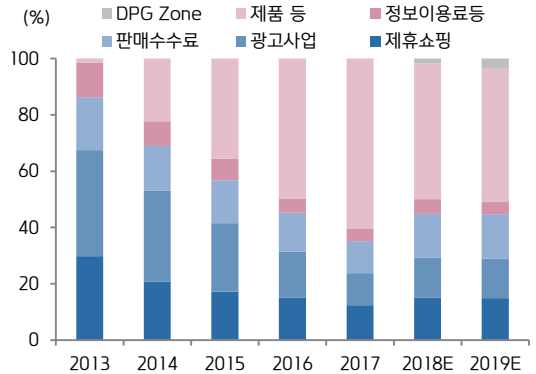
자료: 전자공시, 키움증권 추정

분기 사업부별 매출비중 추이 (연결기준)



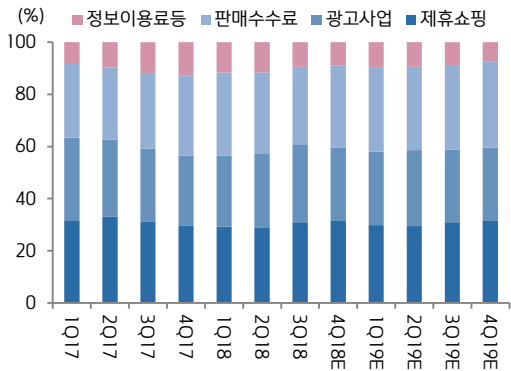
자료: 전자공시, 키움증권 추정

연간 사업부별 매출비중 추이 (연결기준)



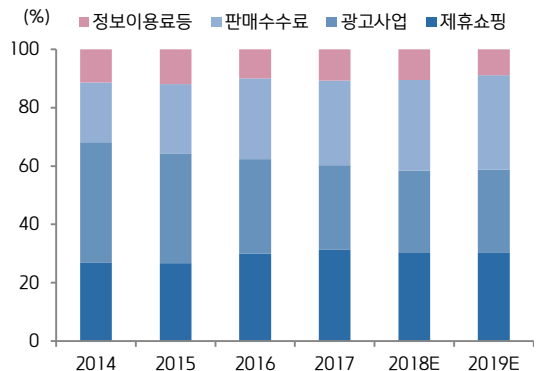
자료: 전자공시, 키움증권 추정

분기 사업부별 매출비중 추이 (별도기준)



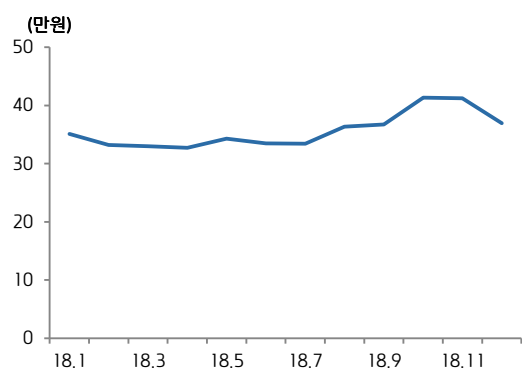
자료: 전자공시, 키움증권 추정

연간 사업부별 매출비중 추이 (별도기준)



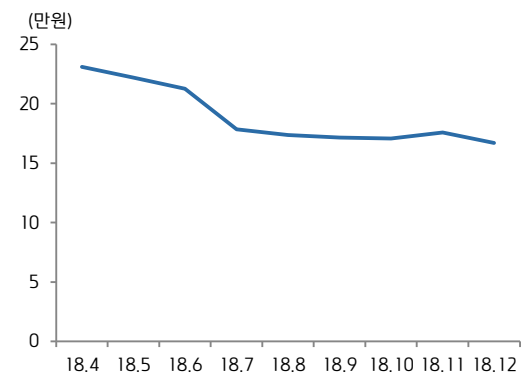
자료: 전자공시, 키움증권 추정

인텔 CPU(코어i7-8세대) 가격 추이



자료: 다나와, 키움증권

AMD(라이젠 5) CPU 가격 추이



자료: 다나와, 키움증권

4분기 출시게임 로스트아크 사양

	최소 사양	권장 사양
CPU	Intel i3이상, Ryzen3 이상	Intel i5이상, Ryzen5 이상
RAM	4GB	8GB
Graphic	Nvidia GTX 460이상, Radeon HD5830 이상	Nvidia GTX 660이상, Radeon HD7850 이상

자료: 키움증권

II. Valuation

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 26,000원으로 커버리지 개시

현재 주가 12M Fwd PER 12X 수준에서 거래 중

동사에 대해 투자의견 BUY(매수), 목표주가 26,000원을 신규 제시한다. 목표주가는 26,000원은 2019년 예상 EPS 1,621원을 기준으로 Target PER 16X를 적용해 산출한 가격이다. Target PER 16X를 적용한 이유는 1) 동사가 과거 5년동안 받았던 평균 Multiple의 상단을 적용, 2) 동사와 유사한 가격비교 서비스를 영위하는 일본 기업 카카쿠닷컴의 2019E PER 26X에서 거래되고 있는 점을 고려했다.

과거 5년간 받았던 Multiple의 상단이 적용 가능한 이유는 연간 거래액이 상향되는 추세에 있으며 향후 모바일서비스 강화로 거래액 우상향 추세는 지속될 것으로 예상하기 때문이다.

현재 동사의 주가는 전고점 이후 30% 하락 후 반등했다. 3분기 별도기준 매출액의 QoQ로 감소한 부분에 대한 우려감이 지속되었으나, 4분기 실적이 회복되며 주가도 반등한 것으로 판단된다. 최근 카카오 자회사 카카오커머스의 쇼핑사업에 대한 진출을 선언한 부분은 동사가 영위하는 쇼핑사업과 가격비교 사업에 대한 우려감으로 작용하며 주가 하락 요인으로 작용했다.

1) 2019년 예상 EPS Growth가 29%로 예상되며, 2) 자회사의 영업이익의 부진에도 연결기준 영업이익률의 지속적인 상승, 3) 20%의 ROE 수준을 유지하며 연간 ROE가 증가하고 있는 점, 4) 배당성향이 과거 20%에서 25%로 상향된 점을 고려할 때, 2019년 예상 실적 기준 13X 수준에서 거래중인 현 주가 수준에서 매수관점이 유효하다고 판단한다.

목표주가 산정

항목	산정가치 단위	세부사항
2019E EPS	1,621 원	
Target P/E	16 배	12M Fwd P/E Band 미드 사이클 상단 수준
주당가치	25,936 원	
목표주가	26,000 원	
현재주가	20,800 원	현재 12M Fwd P/E 12X로 Band 중간 수준
상승여력	25.0 %	

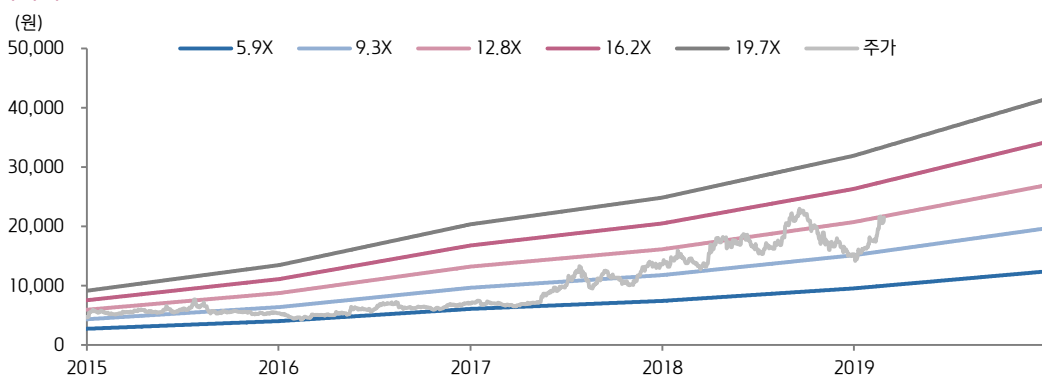
자료: 키움증권 추정

다나와 Historical P/E Valuation Multiple 추이

	2014	2015	2016	2017	2018	2014~2018 평균
End	12.3	11.5	5.2	13.2	12.2	10.9
High	11.1	8.4	5.4	13.6	18.3	11.4
Average	7.5	6.2	4.4	9.3	13.5	8.2
Low	5.5	5.1	3.2	6.3	10.2	6.0

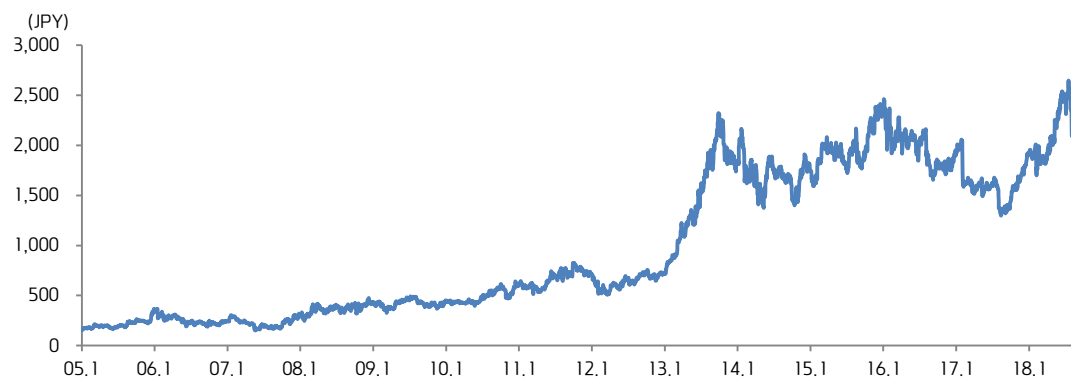
자료: FnGuide, 키움증권

다나와 12M Fwd PER Band



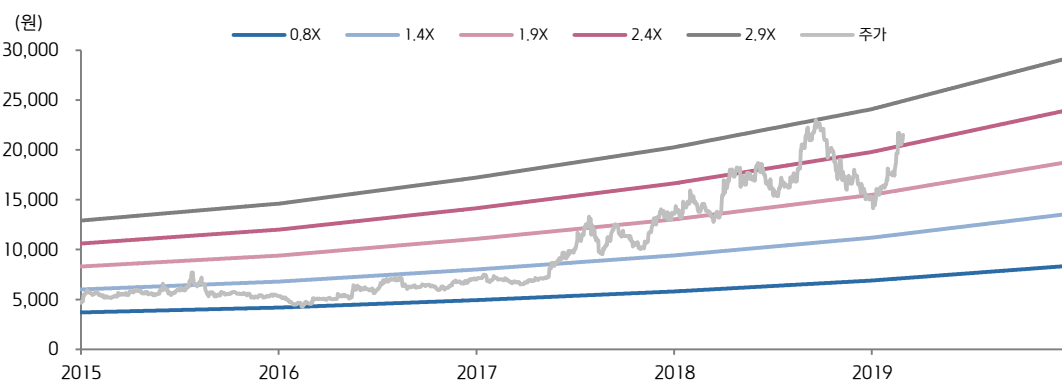
자료: FnGuide, 키움증권 추정

일본 가격비교사이트 kakaku.com 주가 추이



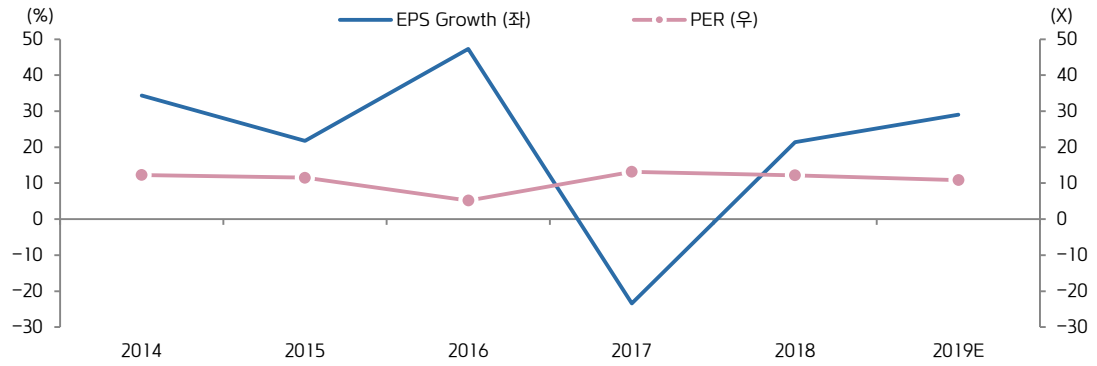
자료: Bloomberg, 키움증권

다나와 12M Fwd PBR Band



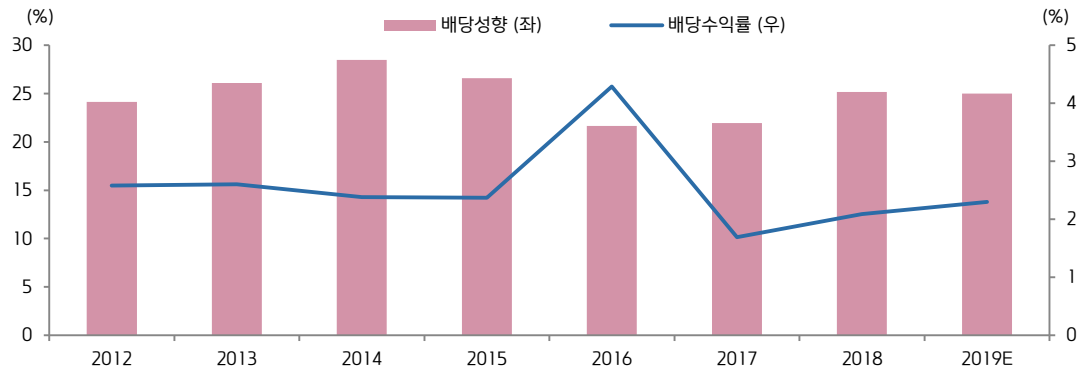
자료: FnGuide, 키움증권 추정

다나와 연간 EPS Growth와 PER 비교



자료: FnGuide, 키움증권 추정

다나와 배당성향과 배당수익률



자료: FnGuide, 키움증권 추정

>>> 국내외 주요 Peer Group Valuation

투자지표	다나와 KQ119860	인터파크 KQ108790	서머스플랫폼 비상장	Kakaku.com 2371 JT	BENGO4.COM 6027 JT	ZIGEXN 3679 JT	RAKUTEN 4755 JT	Ebay EBAY US
투자의견	BUY	Outperform						
목표주가	26,000	6,500						
현재주가(원, 달러)	20,800	5,670	-	2,057	3,940	592	829	35
시가총액(억원, 백만달러)	2,720	1,879	-	3,927	796	602	10,837	32,323
절대수익률(%)								
1M	30.3	2.5	-	12.4	2.6	12.3	7.0	12.1
3M	23.9	4.6	-	-6.3	-0.1	-4.5	-3.6	26.4
6M	5.9	-8.7	-	5.1	14.4	-22.3	3.7	9.0
1Y	51.4	-42.4	-	19.6	85.0	-45.3	-9.8	-12.0
상대수익률(%)								
1M	24.6	-3.2	-	10.0	11.8	9.4	-2.5	6.4
3M	16.6	-2.7	-	-5.4	10.6	-6.8	-10.9	26.1
6M	12.0	-2.6	-	6.4	19.4	-19.2	11.7	11.3
1Y	65.4	-28.5	-	10.9	82.8	-47.7	-9.6	-16.7
매출액(억원, 백만달러)								
2017	1,076	4,826	267	402	15	70	8,424	9,927
2018E	1,063	5,285	-	422	21	93	9,978	10,746
2019E	1,256	5,371	-	490	-	116	11,174	10,869
영업이익(억원, 백만달러)								
2017	152	165	99	198	4	23	1,342	2,264
2018E	202	44	-	206	5	30	1,544	2,222
2019E	265	158	-	228	-	37	878	3,045
지배순이익(억원, 백만달러)								
2017	135	84	93	137	2	14	986	-1,017
2018E	165	-67	-	142	3	20	1,289	2,530
2019E	212	99	-	155	-	24	517	1,746
영업이익률 (%)								
2017	14.2	3.4	37.1	49.3	24.6	33.0	15.9	22.8
2018E	19.0	0.8	-	48.9	21.7	32.4	15.5	20.7
2019E	21.1	2.9	-	46.6	-	31.6	7.9	28.0
EPS Growth(%)								
2017	51.2	256.3	-	-	59.3	54.0	187.1	적자전환
2018E	22.1	적전	-	6.0	20.5	37.2	33.8	흑자전환
2019E	28.4	흑전	-	10.7	-	20.4	-59.8	-25.6
PER(X)								
2017	13.2	36.8	-	22.2	70.6	43.4	12.9	30.4
2018E	12.1	-25.4	-	25.2	138.7	49.8	7.0	-
2019E	13.2	18.5	-	26.2	-	27.0	20.7	14.1
PBR(X)								
2017	2.3	1.8	-	9.3	15.5	9.8	2.0	4.8
2018E	2.2	1.1	-	11.6	29.4	9.6	1.3	4.1
2019E	2.6	1.1	-	11.1	-	5.2	1.4	7.7
ROE (%)								
2017	19.0	5.3	-	n/a	23.9	28.4	16.2	-10.9
2018E	19.7	-4.7	-	45.7	23.9	24.1	19.5	35.3
2019E	21.4	6.5	-	46.7	-	20.1	7.5	57.7

자료: Bloomberg, Quantwise, 키움증권

주: 다나와, 인터파크는 키움증권 추정치 기준, 국내기업은 Quantwise 컨센서스 기준, 해외기업은 블룸버그 컨센서스 기준

주가와 시가총액은 2월 27일 기준

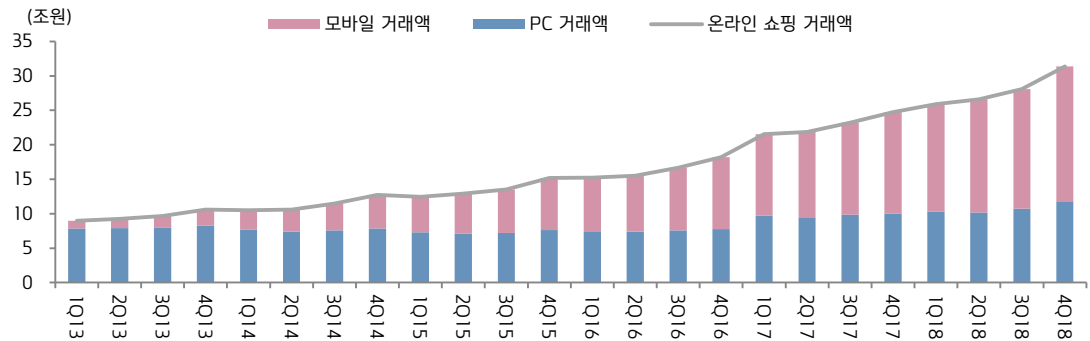
Ⅲ. 온라인거래액 증가와 가격비교 트렌드 수혜

>>> 연간 온라인거래액 20% 성장 지속

연간 온라인 거래액 성장의 수혜

온라인 쇼핑 확대추세가 동사 실적 성장을 견인할 것으로 예상된다. 통계청에서 발표하는 온라인 쇼핑거래액 추정치에 따르면 2018년 10월, 11월 월 거래액이 10조원을 넘어섰다. 12월에도 온라인 거래액이 이 수준을 유지한다면 4Q18 온라인 거래액은 30조원에 이를 것으로 예상된다. 이는 사상 최고 분기 거래액을 달성할 것으로 예상된다. 이러한 우호적인 영업환경은 동사 실적 개선에 긍정적 영향으로 온라인 거래액과 가장 큰 연동을 하는 제휴쇼핑의 경우 41억원 역대 최대 매출이 예상된다. 특히 동사의 상품이 집중되어 있는 IT기기들의 온라인 거래액이 분기별 5% 수준으로 꾸준히 상승하고 있는 점도 긍정적이다.

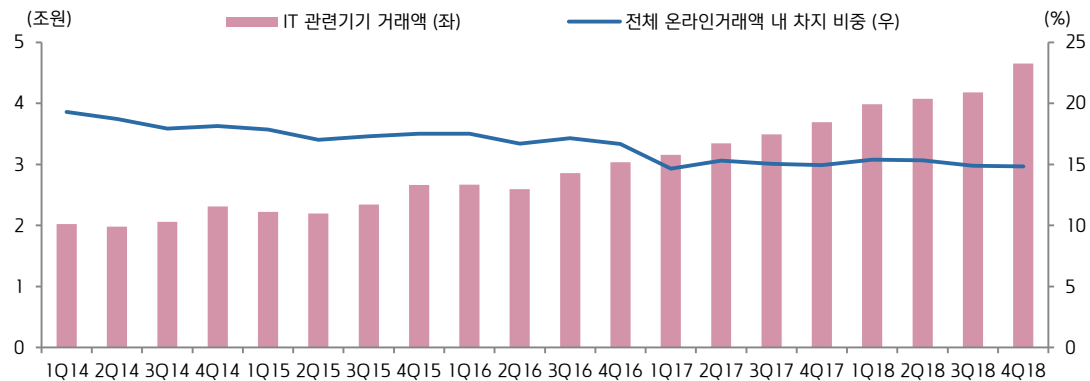
분기별 온라인쇼핑 거래액 추이



주: 1Q17부터 통계집계방식 변경

자료: 통계청, 키움증권

분기별 IT관련기기 온라인쇼핑 거래액 추이

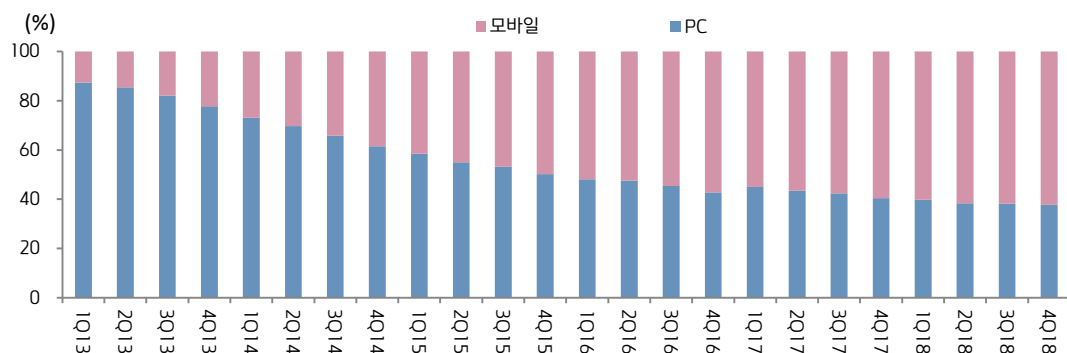


주: 1Q17부터 통계집계방식 변경

자료: 통계청, 키움증권

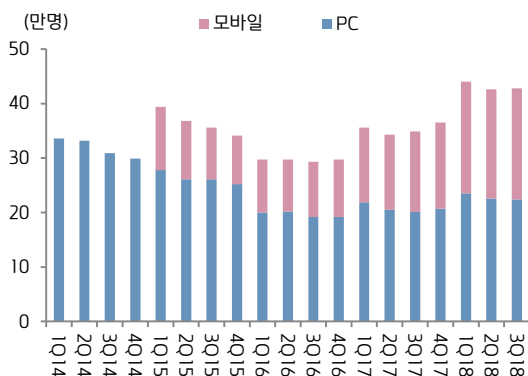
2019년 온라인 거래 증가에 따른 수혜는 지속될 것으로 예상된다. 2019년에는 모바일 전용 어플리케이션 출시가 예정되어 있다. PC를 통한 구매 고객 비중은 2017년말 기준 81%에서 3Q18 기준 75%로 크게 내려왔다. 통계청 발표 기준으로 PC를 통한 구매 비중은 35% 수준이나 동사의 고객들의 경우 PC를 통한 구매 비중이 높은 이유는 전자제품의 경우 고사양이자 단가가 높아 스펙 비교가 이루어지고 구매결정까지 시간이 오래 걸리기 때문이다. 다만 큰 흐름에서 볼 때 모바일 기준으로 스펙을 강화하는 것이 매출증대에도 긍정적 영향을 끼칠 것으로 판단한다.

분기별 온라인 쇼핑거래액 중 모바일과 PC 비중 추이



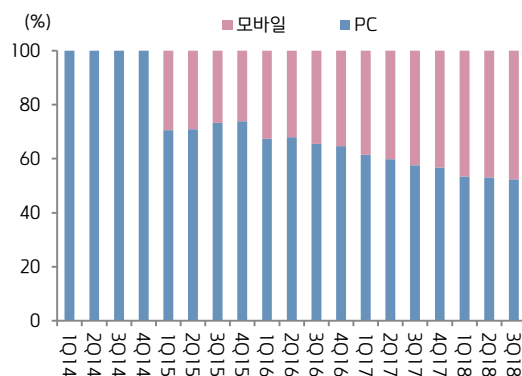
자료: 통계청, 키움증권

다나와 분기별 방문자수 추이



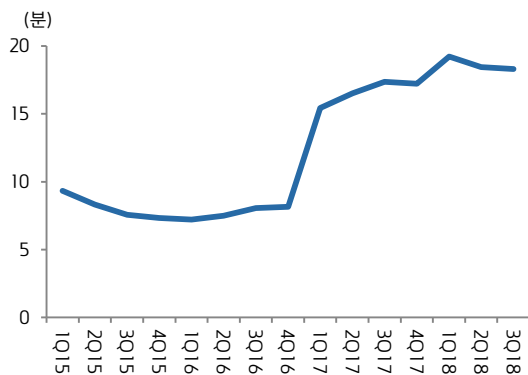
자료: 전자공시, 키움증권

다나와 분기별 모바일과 PC 방문자 비중 추이



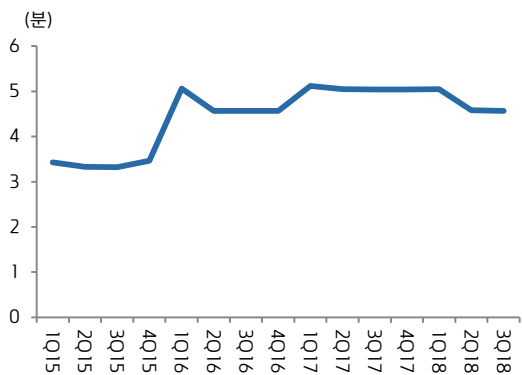
자료: 전자공시, 키움증권

다나와 PC 방문자 체류시간



자료: 전자공시, 키움증권

다나와 모바일 방문자 체류시간



자료: 전자공시, 키움증권

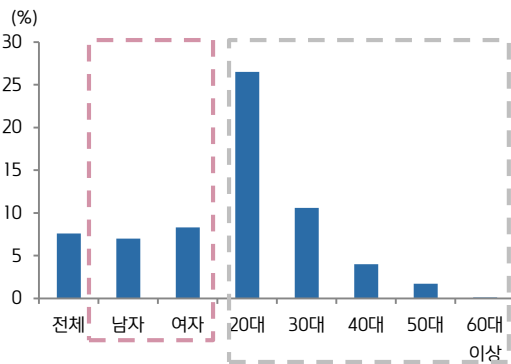
온라인 거래는 결국 가격비교 목적

소비자들의 온라인 시장에서 구매 목적은 더 저렴한 물건을 찾기 위함이다. 실제 한국은행 조사결과에 따르면 2030 세대 중심으로 가격비교 서비스를 이용, 남성보다는 여성 중심으로 가격비교 서비스를 이용하고 있는 것으로 알려져 있다.

KPMG의 2017 Global Online Consumer Report 조사에 따르면 오프라인 매장에서 쇼핑 시 스마트폰으로 상품을 검색하는 소비자의 비중이 2/3 수준에 달하는 것으로 나타난다. 또한 스마트폰을 통해 주로 검색하는 정보는 '가격비교'가 가장 높았다. 또한 소비자들은 저렴한 가격을 우선시 하여 구매를 결정한다.

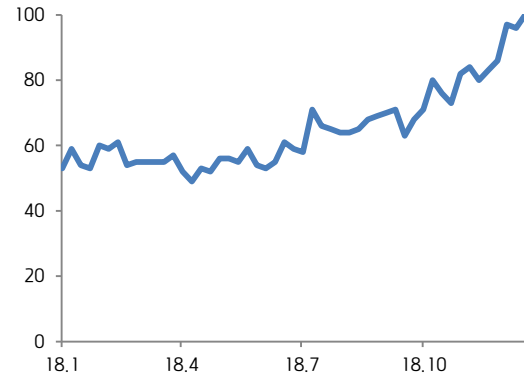
동사는 가격비교에서 이미 트래픽을 확보한 기업으로 가격비교 관점에서 봤을 때 동사가 가진 트래픽과 브랜드 파워로 추가적인 트래픽 확보로 이어질 수 있을 것으로 예상된다.

가격비교 서비스 이용비율



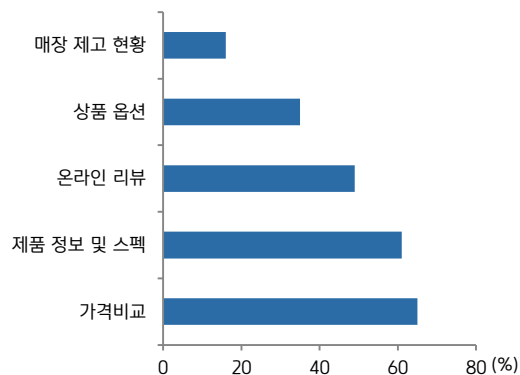
자료: 한국은행, 키움증권

다나와 구글 트렌드 결과



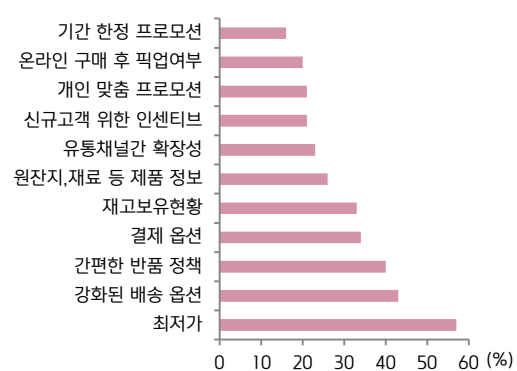
자료: Google Trends, 키움증권

오프라인 매장에서 스마트폰으로 검색하는 정보



자료: KPMG International(2017), 키움증권

제품 구매 시 결정할 때 고려하는 요소



자료: KPMG International(2017), 키움증권

VI. 영업레버리지 효과 지속

>>> 2019년에도 지속되는 영업레버리지 효과

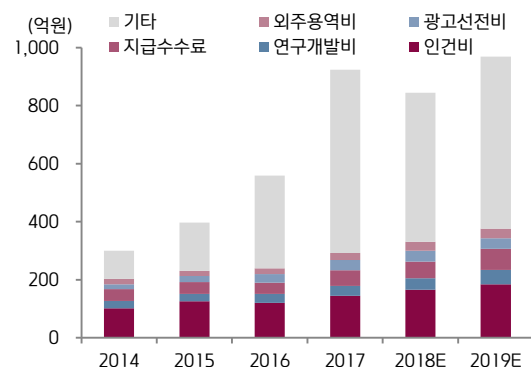
추가적인 비용증가는 제한적일 전망

2019년에도 작년에 이어 영업레버리지 효과는 지속될 전망이다. 2018년 연결기준으로 영업비용에서 큰 비중을 차지하고 있는 것은 제품원가 51%, 인건비 20%, 지급수수료 7%로 예상된다. 별도 기준으로는 인건비 41%, 지급수수료 15%, 연구개발비 11%, 광고비 11%가 예상, 이러한 추세는 2019년에도 이어질 것으로 예상된다. 연간 10명 규모의 인원이 새로 채용되는 것 이외 추가적인 비용 증가는 제한적일 것으로 예상된다. 연결 기준으로 제품원가가 변동성을 가지는데 자회사들의 주주규모와 부품 가격에 따라 달라진다. 2018년 제품매출원가에 가장 큰 영향을 미쳤던 인텔 CPU 가격은 최근 안정화되고 있는 모습을 보이고 있어 원가에 대한 부담은 완화될 것으로 예상된다.

동사의 영업레버리지에 기여하는 사업은 광고사업이다. 특히 광고사업의 경우 IT에 관심이 많은 소비자층이 두터워 국내외 IT기업들의 신제품 홍보를 통해 테스트 하고자 하는 목적이 있다. 현재 광고를 의뢰하는 광고주는 IT를 중심으로 200개 기업이 있다. 광고사업의 경우 추가적인 Capex 비용이 들어가지 않는 사업으로 영업이익 기여도가 높을 것으로 예상된다. 마켓플레이스 내 판매자 간의 경쟁, 판매액 극대화 등의 배경으로 판매자는 오픈마켓 내의 광고를 구매하는데 이 부분이 동사 수익성에 긍정적인 영향을 준다. 동사가 취급하는 서비스의 카테고리가 확대될수록 다양한 광고를 할 수 있어 IT기업 이외의 광고주들이 확대될 가능성이 높다. 또한 개인사업자가 늘어나는 추세를 반영해 일반판매자를 대상으로 한 애드셀러 서비스를 오픈하며 광고 상품을 확대한 점도 향후 광고 사업 실적에 긍정적으로 작용할 전망이다.

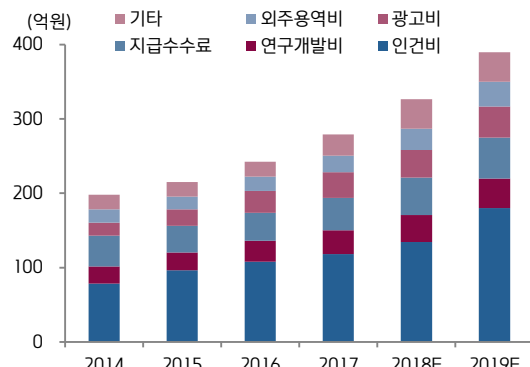
전자상거래 규모가 증가하게 되면 온라인 광고 매출도 비례하는 모습을 보인다. 이는 동사에도 적용되는데 제휴쇼핑과 판매수수료 매출이 늘어나게 되면 광고매출도 함께 증가한다. 최근 온라인 미디어 이용시간이 TV이용시간을 넘어서고 있는 추세로, 온라인 거래액 증가가 제휴쇼핑과 판매수수료 매출 증가로 이어지고 있는 광고 매출 증가로 이어지며 선순환 구조가 지속될 것이다.

다나와 판매관리비 세부항목 (연결기준)



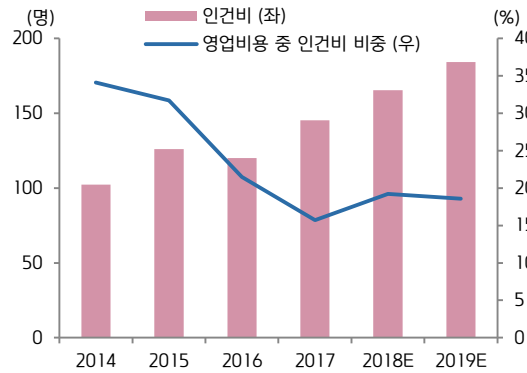
자료: 전자공시, 키움증권 추정

다나와 판매관리비 세부항목 (별도기준)



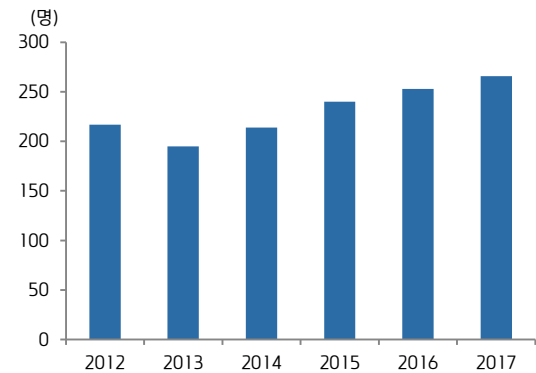
자료: 전자공시, 키움증권 추정

영업비용 내 인건비 비중 추이 (연결기준)



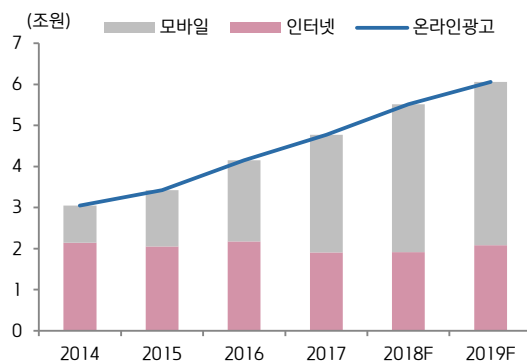
자료: 전자공시, 키움증권 추정

다나와 연도별 직원수 추이



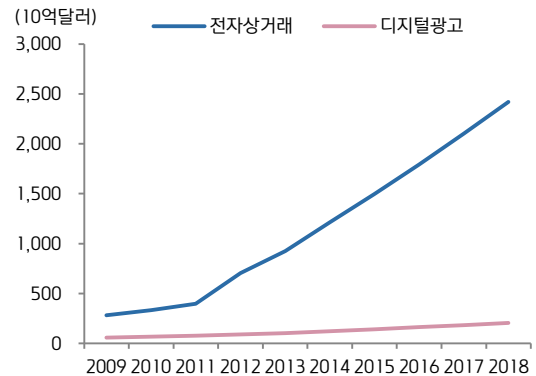
자료: 전자공시, 키움증권

국내 온라인광고 시장 규모



자료: 과학기술정보통신부, 키움증권

전자상거래 규모와 디지털광고 규모 성장 추이



자료: GroupM(2018), 키움증권

다나와 광고 단가

(단위: 만원)	애드리더(주)	애드포인트(월)	애드캐스터(월)	애드포커스(월)	애드스타(월)	모바일애드리더(주)
VGA, 메인보드, CPU노트북 등	220	550	280	250	130	80
파워, 케이스, 키보드, 마우스 등	180	440	220	200	110	70
RAM, HDD, 외장HDD, 헤드셋 등	150	330	170	150	88	60
프린터/복합기, 쿨러튜닝 공유기 등	150	330	170	150	88	86
표준PC, NAS 베이브, ODD	77	220	110	100	66	64
PC 기타카테고리	55	110	55	50	44	20
디지털 가전	160	330	170	150	88	100
모바일/휴대폰	100	330	110	100	66	100
일반 카테고리	30	100	55	50	44	30
평 균	125	304	149	133	80	68

자료: 키움증권

V. 신사업으로 사업다각화 진행

>>> 신사업은 중장기적 모멘텀

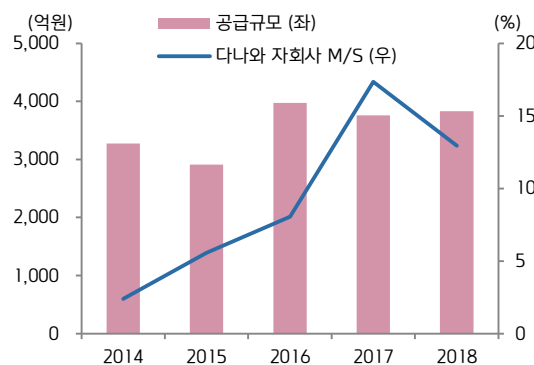
다나와자동차와 여행서비스가 확대 중

동사의 주력 고객층은 30~40대, 남성 고객으로 볼 수 있다. 이 소비층의 자동차에 대한 관심을 활용, 가격비교 서비스를 접목해 다나와자동차 서비스를 런칭해 자동차 가격비교 서비스와 딜러 연계 프로그램을 제공하고 있다. 그 이외 여성고객층을 확보하고자 다나와여행 서비스를 출시했다. 여전히 남성 고객 비중이 압도적으로 높지만 여성 고객 비중이 점차 증가하고 있는 점은 긍정적이다. (2016년 구매고객 중 남성 비중 80%→2017년 75%)

다나와자동차와 여행서비스의 경우 유의미한 트래픽과 수익을 창출하고 있는 것은 아니지만 중장기적으로 성장이 기대된다. PC와 가전 이외의 일반상품의 최근3년간 거래액이 62% 성장해 높은 성장률을 보여주고 있다는 점에 주목한다. 일반상품의 평균 판매단가가 가전의 1/5 수준, PC의 1/3 수준임에도 높은 거래액 성장률을 보여주고 있다는 점은 구매고객의 증가를 의미한다.

미래의 잠재 고객인 10~20대 고객 대상 마케팅 차원에서 DPG Zone PC방 사업을 2017년부터 시작해 5개 지점을 보유하고 있다. 향후 연간 2~3개 지점씩 출점을 확대할 계획이다. DPG Zone의 3Q18까지 누적 매출은 10억원, 누적순이익은 0.2억원 적자이다. 2018년 연간 매출은 19억원 예상, 2019년 매출은 2개 지점 출점을 가정해 45억원으로 예상한다.

조달청 나라장터 PC 공급규모와 M/S 추이



자료: 조달청, 키움증권

다나와 여행서비스



자료: 다나와, 키움증권

VI. 기업소개

>>> 온라인 가격비교의 강자

용산 전자상가의 온라인화를 시작으로 성장

2000년 개인 사업으로 설립 후 2002년 법인으로 전환, 2011년 코스닥 시장에 상장했다. 동사는 가격비교 전문 사이트로 PC, 가전기기 등 특히 IT기기 가격비교에 특화되어 있다. 설립 초기에는 PC가격비교에 집중되어 있었으나, 최근 가전기기 판매도 확대되고 있는 추세로 최근 3년간 가전 제품 거래액은 59% 성장하며 PC거래액 34% 수준을 훨씬 상회한다.

동사의 핵심 경쟁력은 가격 비교 알고리즘이 정확하고, 같은 상품이라도 사양에 따라 가격비교를 실시해 경쟁사 대비 더 자세하게 보여주고 있다. 또한 현금 결제 시 가격까지 알려주며 광범위한 정보를 알려주고 있다. 커뮤니티를 형성하고 있어 네트워크 효과가 강하고 고객이 사이트에 머무는 시간이 길다는 것이다. 2.7억건의 상품DB를 갖춘 것도 고객 유입효과를 불러 일으킨다. 동사는 국내 모든 쇼핑몰과 제휴를 통해 가격 DB를 가장 많이 보유하고 있는 장점이 있다.

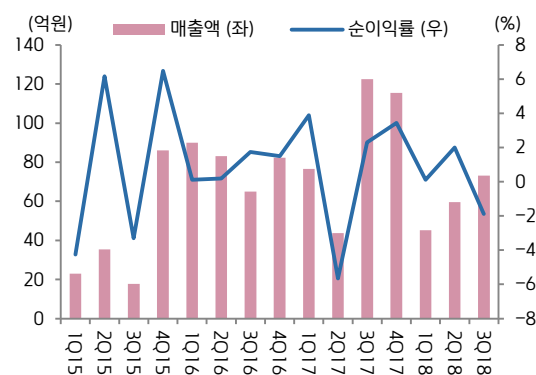
2017년 컴퓨터제조업체 다나와컴퓨터와 늑대와여우를 34억원에 인수해 공공PC시장에 진출해 B2B, B2G사업을 영위하고 있다. 다나와컴퓨터와 늑대와여우는 컴퓨터, 모니터 및 컴퓨터 주변기기를 제조 및 유통한다. 나라장터 매출액 기준 상반기 다나와컴퓨터가 6위, 늑대와여우가 8위를 기록했다. PC제조 업체 인수로 외형성장(2016→2017 연결기준 매출액 증가율 67%)을 했으나 현재까지는 적자를 기록하고 있는 수준이다. 2019년에는 손익분기점 수준으로 적자폭이 축소될 것으로 예상된다.

기업 주요 연혁

날짜	주요 이벤트
2000.4	다나와컴 회사설립(개인사업자)
2001.12	연동쇼핑몰 서비스실시
2002.6	다나와 법인전환
2004.12	가전 및 통합검색 검색 실시
2005.9	PC가전중심에서 전상품으로 개편
2011.1	코스닥 시장 상장
2012.1	마이클럽 사이트 인수
2013.4	다나와컴퓨터 법인 설립
2013.6	자동차 신차견적 서비스 실시
2016.3	PC통합 플랫폼 샵다나와 오픈
2017.4	다나와 여행 서비스 오픈
2017.5	PC 체험존 DPG Zone 오픈
2018.6	㈜디피존 법인 설립

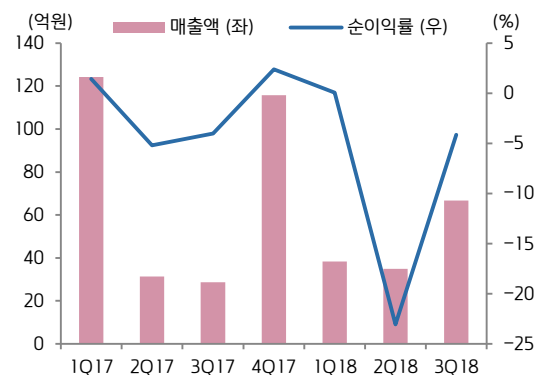
자료: 다나와, 키움증권

다나와컴퓨터 매출액 및 당기순이익 추이



자료: 전자공시, 키움증권

느대와여우컴퓨터 매출액 및 당기순이익 추이



자료: 전자공시, 키움증권

대기업의 이커머스 시장 진출로 인한 경쟁심화 우려

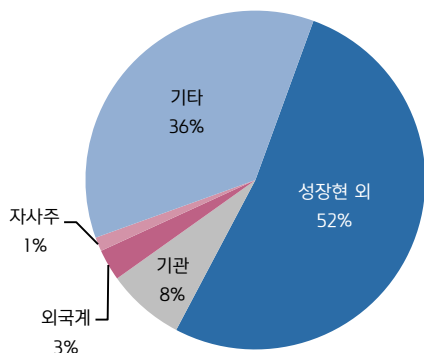
동사는 최근 주가 조정을 받으며 과도하게 하락했다. 카카오가 마켓컬리를 인수하며 쇼핑기능을 강화한다는 뉴스 보도와 함께 동사 주가는 5% 하락했다. 네이버가 가격비교 서비스를 가지고 있고 카카오가 카카오편집을 런칭하며 경쟁이 심화되고 있는 상황으로 동사의 트래픽 우려가 감소되는 부분이 있다.

동사에 대해 초점을 맞춰야 하는 부분은 온라인 시장이 성장하는 시장으로서 카테고리가 확대되고 있다는 점이다. 경쟁사와 함께 성장하는 시장이고 가격 검색 수요를 고려할 때 점유율 상승도 가능할 것으로 예상된다. 온라인 거래 시장 내에서 현재와 같은 점유율을 유지만 하더라도 성장을 기대할 수 있다는 점이다. 동사의 영업실적(2015~2017년 영업이익 성장률 46%)이 온라인 시장 성장률 20%를 크게 상회하면서 성장하고 있다는 점도 주목해야 된다.

주주현황 및 계열사

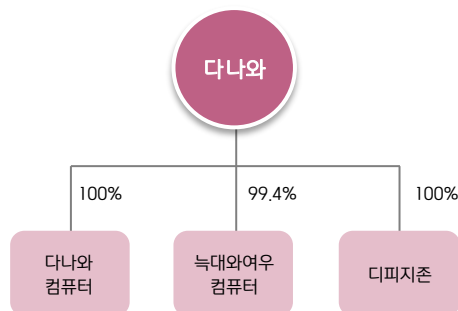
동사의 주주구성은 창업자와 임원이 52% 보유, 최근 기관과 외국계 자금 유입으로 기관 자금이 10% 차지하고 있다. 동사는 현재 PC조립업체 다나와컴퓨터, 느대와여우컴퓨터를 자회사로 가지고 있다. 2018년 7월 DPG Zone을 별도 법인을 설립했다.

주주현황



자료: Bloomberg, 키움증권

다나와 지배구조 현황



자료: 다나와, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018P	2019E	2020E
매출액	644	1,076	1,063	1,256	1,407
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	644	1,076	1,063	1,256	1,407
판매비및일반관리비	559	924	861	991	1,062
영업이익(보고)	85	152	202	265	345
영업이익(핵심)	85	152	202	265	345
영업외손익	17	3	9	6	7
이자수익	7	10	10	9	9
배당금수익	0	0	2	0	0
외환이익	0	1	0	0	0
이자비용	0	1	0	0	0
외환손실	0	0	1	1	1
관계기업지분법손익	10	0	0	0	0
투자및기타자산처분손익	0	0	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	0	-1	0	0	0
기타	0	-6	-3	-3	-2
법인세차감전이익	102	155	211	271	351
법인세비용	13	20	46	59	76
유효법인세율 (%)	12.4%	13.0%	21.7%	21.7%	21.7%
당기순이익	89	135	165	212	275
지배주주지분손이익(억원)	89	135	165	212	275
EBITDA	91	159	209	272	351
현금순이익(Cash Earnings)	95	142	172	220	282
수정당기순이익	89	135	165	212	275
증감률(% YoY)					
매출액	41.6	67.1	-1.2	18.1	12.0
영업이익(보고)	49.4	78.6	32.5	31.0	30.3
영업이익(핵심)	49.4	78.6	32.5	31.0	30.3
EBITDA	42.7	74.7	31.2	30.6	29.1
지배주주지분 당기순이익	47.3	51.2	22.1	28.4	29.9
EPS	47.3	51.2	22.1	28.4	29.9
수정순이익	47.0	52.2	21.8	28.5	29.9

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018P	2019E	2020E
영업활동현금흐름	87	171	153	206	264
당기순이익	89	135	165	212	275
감가상각비	3	5	5	6	5
무형자산상각비	3	2	2	2	2
외환손익	0	0	0	1	1
자산처분손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-23	-9	-18	-12	-18
기타	15	37	0	-2	0
투자활동현금흐름	-52	-5	-149	-69	-42
투자자산의 처분	-44	28	-54	-39	-21
유형자산의 처분	0	0	4	5	4
유형자산의 취득	-1	-20	-92	-30	-20
무형자산의 처분	-1	-2	-2	0	0
기타	-6	-11	-1	0	0
재무활동현금흐름	-19	-41	-31	-43	-54
단기차입금의 증가	-3	-19	0	0	0
장기차입금의 증가	0	0	-1	-2	-2
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-16	-19	-30	-41	-52
기타	0	-3	0	0	0
현금및현금성자산의순증가	16	125	-26	94	169
기초현금및현금성자산	33	49	174	147	241
기말현금및현금성자산	49	174	147	241	410
Gross Cash Flow	110	179	171	218	282
Op Free Cash Flow	55	108	53	173	239

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018P	2019E	2020E
유동자산	529	670	692	837	1,027
현금및현금성자산	49	174	147	241	410
유동금융자산	373	332	372	414	422
매출채권및유동채권	92	128	137	140	148
재고자산	15	36	35	42	47
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	202	259	375	404	441
장기매출채권및기타비유동채권	55	66	80	88	98
투자자산	104	103	117	115	128
유형자산	14	58	145	170	184
무형자산	29	25	25	23	21
기타비유동자산	0	6	8	8	8
자산총계	731	928	1,066	1,240	1,468
유동부채	73	148	152	156	162
매입채무및기타유동채무	53	122	125	126	128
단기차입금	0	1	1	1	1
유동성장기차입금	2	1	1	1	1
기타유동부채	18	24	25	29	32
비유동부채	6	12	11	9	7
장기매입채무및비유동채무	5	2	2	2	3
사채및장기차입금	0	10	9	7	5
기타비유동부채	2	0	0	0	0
부채총계	79	160	162	165	169
자본금	33	65	65	65	65
주식발행초과금	193	160	160	160	160
이익잉여금	443	560	695	866	1,090
기타자본	-17	-17	-17	-17	-17
지배주주지분자본총계	652	768	904	1,074	1,298
비지배주주지분자본총계	0	0	0	0	0
자본총계	652	769	904	1,075	1,298
순차입금	-420	-494	-508	-647	-825
총차입금	2	12	11	9	7

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018P	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	683	1,033	1,262	1,621	2,105
BPS	4,984	5,877	6,912	8,218	9,928
주당EBITDA	696	1,216	1,595	2,082	2,688
CFPS	727	1,084	1,312	1,680	2,157
DPS	300	230	320	400	420
주가배수(배)					
PER	10.2	13.2	12.1	12.8	9.9
PBR	1.4	2.3	2.2	2.5	2.1
EV/EBITDA	5.4	8.1	7.2	5.0	3.3
PCFR	9.6	12.5	11.7	12.4	9.6
수익성(%)					
영업이익률(보고)	13.3	14.2	19.0	21.1	24.5
영업이익률(핵심)	13.3	14.2	19.0	21.1	24.5
EBITDA margin	14.1	14.8	19.6	21.7	25.0
순이익률	13.9	12.6	15.5	16.9	19.6
자기자본이익률(ROE)	14.6	19.0	19.7	21.4	23.2
투자자본이익률(ROIC)	55.0	89.9	72.5	71.9	84.1
안정성(%)					
부채비율	12.2	20.8	18.0	15.4	13.1
순차입금비율	-64.4	-64.3	-56.2	-60.2	-63.5
이자보상배율(배)	1,437	189	4,734	7,631	12,923
활동성(배)					
매출채권회전율	7.3	9.8	8.0	9.1	9.8
재고자산회전율	64.3	42.2	29.9	32.5	31.7
매입채무회전율	14.2	12.3	8.6	10.0	11.1



인터파크 (108790)

Outperform (Initiate) | 목표주가 6,500원

여행 업황 회복을 기다리며

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

인터파크 (108790)



Outperform (Initiate)

주가(2/28) 5,500원

목표주가 6,500원

KOSDAQ (2/28)	731.25pt	
시가총액	1,822억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	10,450원	4,800원
최고/최저가대비	-47.37%	14.58%
주가수익률	절대	상대
1M	-0.4%	-2.7%
6M	-10.9%	-2.7%
1Y	-46.9%	-37.7%

Company Data

발행주식수	33,135천주
일평균 거래량(3M)	94천주
외국인 지분율	4.07%
배당수익률(19.E)	1.82%
BPS(19.E)	4,956원
주요 주주	인터파크홀딩스 67.75%

Price Trend



여행 업황 회복을 기다리며

>>> 투어와 엔터 중심의 영업이익

2019년에도 투어와 엔터사업 중심의 실적 방향성은 지속될 것으로 예상된다. 2018년 Outbound 부진으로 영업이익 악화되었는데 FIT 증가세와 비행항공권 판매비중 확대가 기대된다. 엔터 사업은 4~5편의 뮤지컬 공연이 예정되어 있어 견조한 흐름이 예상된다. 쇼핑과 도서 사업은 판매채널 확대, 마케팅 비용 효율화를 통한 적자폭 축소가 예상된다.

>>> 2019년 영업이익 158억원 전망

2019년 영업이익 158억원(+258% YoY), 영업이익률 3%로 전년대비 이익 개선이 기대된다. 전 부서에서 외형성장 보다는 고수익성 중심의 제품 판매와 서비스로 영업이익이 개선될 것으로 예상된다. 2019년 GMV는 전년대비 7% 성장한 4.2조원 수준으로 예상된다.

>>> 투자의견 Outperform, 목표주가 6,500원

인터파크에 대해 투자의견 Outperform, 목표주가 6,500원으로 커버리지 개시한다. 목표주가 6,500원은 2019년 예상 EPS 297원을 기준으로 Target Multiple 22X를 적용했다. Target Multiple 22X는 국내외 여행업체와 해외 상거래 업체의 평균 PER 22X를 적용했다. 동사의 주가 방향은 투어사업의 영업이익률 회복과 쇼핑, 도서사업부 적자 축소로 인한 전사 영업이익률 개선된다면 이전 수준으로 회복될 것으로 예상된다.

투자지표, IFRS 연결	2016	2017	2018P	2019E	2020E
매출액(억원)	4,665	4,826	5,285	5,371	5,586
보고영업이익(억원)	93	165	44	158	192
핵심영업이익(억원)	93	165	44	158	192
EBITDA(억원)	188	267	137	256	288
세전이익(억원)	41	125	-37	138	173
순이익(억원)	25	88	-76	104	131
지배주주지분순이익(억원)	23	84	-67	99	125
EPS(원)	71	253	-203	297	376
증감율(%YoY)	-86.3	257.7	적전	흑전	26.5
PER(배)	144.0	36.8	-25.4	18.5	14.6
PBR(배)	2.0	1.8	1.1	1.1	1.1
EV/EBITDA(배)	15.6	9.6	17.7	7.9	6.4
보고영업이익률(%)	2.0	3.4	0.8	2.9	3.4
핵심영업이익률(%)	2.0	3.4	0.8	2.9	3.4
ROE(%)	1.5	5.3	-4.7	6.5	7.8
순부채비율(%)	-41.6	-40.6	-69.6	-74.4	-80.1

I. 분기 및 연간 실적전망

>>> 실적 개선세는 느리지만 꾸준히 개선되고 있다

4Q18 매출액 1,435억원(+9% YoY), 영업이익 20억원(-31% YoY) 기록

4Q18 매출액 1,435억원(+9% YoY, -1.1% QoQ), 영업이익 20억원(-31% YoY, -52% QoQ, OPM 1%)을 기록했다. 인터파크 전 사업부 2018년 거래액은 3.9조원을 기록했다. 4분기 투어 사업 매출액은 215억원(-17% YoY, -33% QoQ)을 기록한 것으로 추정한다. 4분기 비수기 효과와 거래액의 감소, 여행업황 부진의 영향이 지속되었던 것으로 파악된다. 엔터 사업 매출액은 502억원(+5% YoY, +10% QoQ)을 기록했다. 자체제작 뮤지컬의 흥행 성공과 4분기 뮤지컬과 콘서트 등 공연 수 증가에 따른 호조로 판단된다. 쇼핑 사업 매출액 215억원(+1% YoY, +10% QoQ), GMV는 2,804억원(+27% YoY, 23% QoQ)을 기록했다. 인터파크 쇼핑 사업의 경우 오픈마켓 사업자 중 지배적인 M/S를 차지하는 것은 아니지만 온라인쇼핑 거래액이 증가하는 구조적인 추세에 힘입어 수혜를 받고 있는 것으로 판단한다.

동사 영업이익은 20억원(-31% YoY, -52% QoQ, OPM 1%)을 기록했다. 영업이익 부진의 원인은 과거 영업이익을 견인했던 투어와 엔터 사업의 실적 부진에 따른 것으로 추정한다. 투어 사업의 경우 2017년 대비 경쟁심화와 해외 여행의 성장폭 둔화에 따른 것으로 예상된다. 엔터 사업은 공연제작 비용이 전년대비 68억원 증가하며 수익성 악화에 영향을 미친 것으로 파악된다. 뮤지컬 투자 관련 투자손익, 무형자산상각 비용이 반영된 것으로 추정한다.

2019년 매출액 5,371억원(+2% YoY), 영업이익 158억원(+258% YoY) 전망

2019년 매출액 5,574억원(+5% YoY), 영업이익 158억원(+258% YoY, OPM 3%)가 예상된다. 2019년은 외형 성장 보다는 제품 믹스 개선을 통한 영업이익 개선이 관건이 될 전망이다. 인터넷 은행 등 투자 규모가 크게 필요한 부분에 신규 투자는 제한적일 것으로 예상된다. 다만 동사의 실적을 견인하고 있는 투어와 엔터 사업의 영업 환경의 경쟁 심화가 되고 있다는 점을 고려할 때 영업환경이 우호적인 상황은 아니다.

전사 GMV는 전년대비 7% 성장한 4.2조원으로 예상한다. 투어와 ENT사업 중심의 실적 개선세가 이루어지는 가운데, 쇼핑과 도서 사업부의 적자폭 역시 전년대비 축소될 전망이다.

2019년 영업이익은 158억원으로 과거 수준으로 회복할 것으로 예상한다. 투어와 엔터사업의 영업이익 증가보다는 쇼핑과 도서 사업부의 비용 증가가 둔화되는 추세가 적자폭 축소로 이어져 영업이익 개선에 기여할 것으로 예상된다.

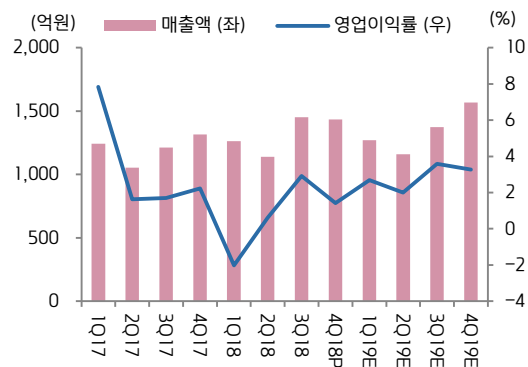
인터파크 분기 및 연간 실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018P	2019E
매출액	1,262	1,138	1,451	1,435	1,270	1,160	1,373	1,568	4,826	5,285	5,371
% YoY	1%	8%	20%	9%	1%	2%	-5%	9%	3%	10%	2%
% QoQ	-4%	-10%	27%	-1%	-11%	-9%	18%	14%			
투어	267	248	320	215	274	270	350	256	1,055	1,052	1,151
ENT	295	208	457	502	285	289	355	556	1,336	1,462	1,485
쇼핑	220	232	203	215	237	243	247	259	856	870	987
도서	479	450	470	473	474	358	421	496	1,578	1,873	1,748
영업이익	-25	7	42	20	34	23	49	51	165	44	158
% YoY	적전	-59%	105%	-31%	흑전	232%	16%	154%	77%	-73%	258%
% QoQ	적전	흑전	506%	-52%	69%	-32%	112%	4%			
투어	11	4	35	13	14	14	42	21	159	62	90
ENT	14	13	36	30	43	17	34	56	117	92	149
쇼핑	-16	14	-3	-13	-3	2	-2	0	-17	-18	-3
도서	-33	-24	-25	-38	-19	-10	-24	-25	-95	-120	-77
(지배)순이익	-47	-17	40	-43	20	14	32	33	84	-67	98
영업이익률	-2%	1%	3%	1%	3%	2%	4%	3%	3%	1%	3%
투어	4%	1%	11%	6%	5%	5%	12%	8%	15%	6%	8%
ENT	5%	6%	8%	6%	15%	6%	9%	10%	9%	6%	10%
쇼핑	-7%	6%	-2%	-6%	-1%	1%	-1%	0%	-2%	-2%	-0%
도서	-7%	-5%	-5%	-8%	-4%	-3%	-6%	-5%	-6%	-6%	-4%
(지배)순이익률	-4%	-1%	3%	-3%	2%	1%	2%	2%	2%	-1%	2%
GMV	9,381	9,339	9,810	10,384	9,244	10,224	10,973	11,080	35,423	38,914	41,521
투어	4,385	4,681	5,231	4,569	4,648	5,094	5,649	4,843	18,332	18,865	20,234
ENT	2,161	1,858	1,855	2,596	1,446	2,006	2,003	2,726	7,109	8,469	8,181
쇼핑	2,353	2,395	2,281	2,804	2,660	2,766	2,888	3,058	8,350	9,833	11,372
도서	482	405	443	415	490	357	433	453	1,632	1,746	1,733
매출전환율	13%	12%	15%	14%	14%	11%	13%	14%	14%	14%	13%
투어	6%	5%	6%	5%	6%	5%	6%	5%	6%	6%	6%
ENT	14%	11%	25%	19%	20%	14%	18%	20%	19%	17%	18%
쇼핑	9%	10%	9%	8%	9%	9%	9%	8%	10%	9%	9%
도서	99%	111%	106%	114%	97%	100%	97%	109%	97%	107%	101%

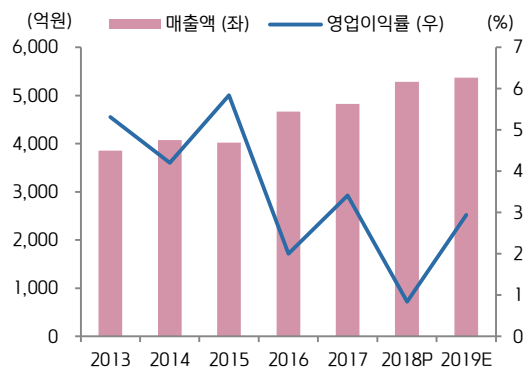
자료: 전자공시, 키움증권 추정

분기 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



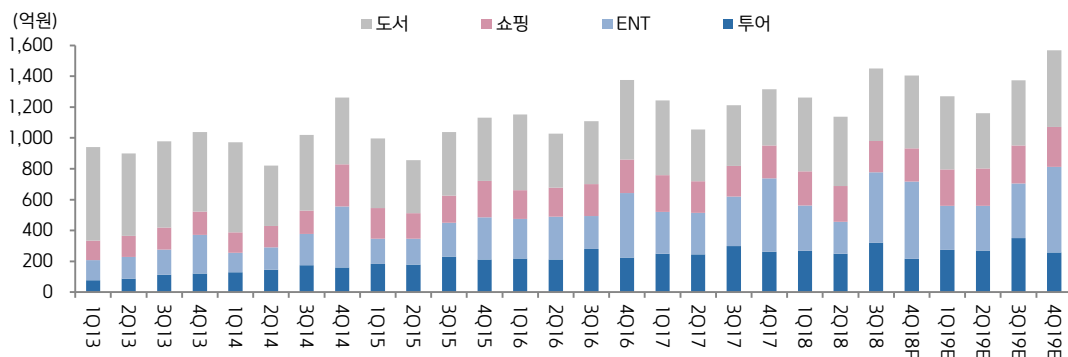
자료: 전자공시, 키움증권 추정

연간 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



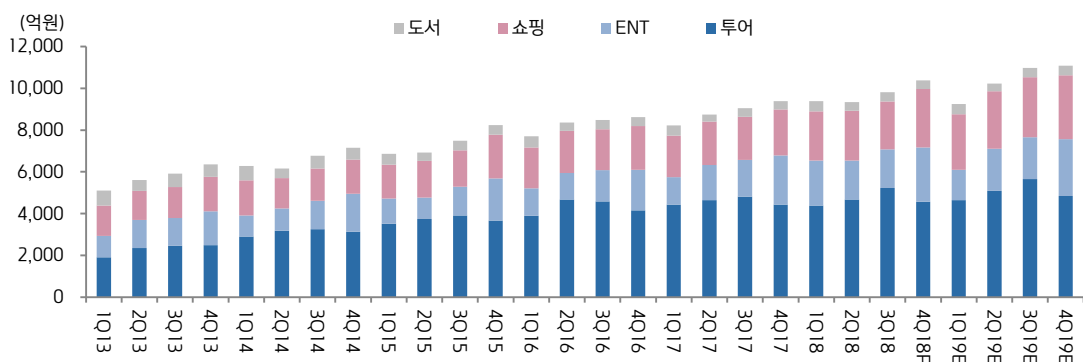
자료: 전자공시, 키움증권 추정

인터파크 세부 사업부 분기 매출액 추이



자료: 전자공시, 키움증권 추정

인터파크 세부 사업부 분기 GMV 추이



자료: 인터파크, 키움증권 추정

인터파크 세부 사업부 분기 GMV 비중 추이



자료: 인터파크, 키움증권 추정

II. Valuation

>>> 투자의견 Outperform, 목표주가 6,500원으로 커버리지 개시

동사에 대해 투자의견 Outperform, 목표주가 6,500원을 신규 제시한다. 2019년 예상 EPS 297원을 기준으로 Target PER 22X를 적용해 산출한 가격이다. Target PER 22X는 국내외 여행업체와 해외 전자상거래를 Peer group으로 선정한 후, Peer group이 현재 받고 있는 Multiple인 22X를 적용했다.

동사는 국내 유일 전자상거래 업체로 전자상거래 범위가 다양해 적절하게 비즈니스 모델을 비교할 수 있는 경쟁사가 없다. Peer group의 Multiple을 그대로 적용한 이유는 다른 경쟁사들과 달리 투어, 엔터, 쇼핑 등 다양한 플랫폼을 가지고 있고 중장기적으로 시너지 효과를 기대할 수 있기 때문이다.

동사의 주가는 성장성이 부각되던 2014~2016년 이 시기 3년동안 상승 랠리를 이어 나갔다. 그 이후 경쟁심화와 성장률 둔화되는 측면이 부각되며 주가는 하락, 2018년에 들어서며 투어 사업부의 이익률 두 자릿수에서 한 자릿대로 하락하며 주가 하락세는 심화되었다. 하지만 3분기 투어 사업이 비행공 부문 중심으로 영업이익률을 회복하며 경쟁력을 입증했다. 또한 전사 GMV가 소폭 반등하며 주가도 견조한 흐름세를 보이고 있다.

2019년은 전년 대비 영업이익률이 소폭 개선되며 전년 수준으로 회복이 예상, 전자상거래 업체 내에서 독점적인 지위를 고려할 때 긍정적인 주가 흐름이 예상된다.

목표주가 산정

항목	산정가치 단위	세부사항
2019E EPS	297 원	
Target P/E	22 배	국내외 Peer Group 평균 22X 적용
주당가치	6,534 원	
목표주가	6,500 원	
현재주가	5,500 원	현재 2019E P/E 18X로 Band 하단에서 거래 중
상승여력	18.2 %	

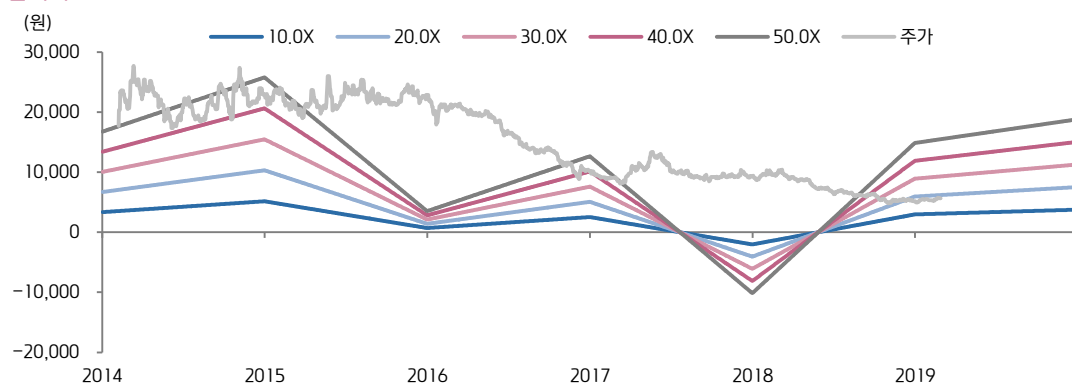
자료: 키움증권 추정

인터파크 Historical P/E Valuation Multiple 추이

	2014	2015	2016	2017	2018	2014~2018 평균
End	68.6	44.3	144.3	36.8	-25.4	53.7
High	82.8	50.4	323.3	52.8	-51.5	91.6
Average	67.2	42.9	224.1	38.8	-35.2	67.5
Low	51.9	36.8	124.9	32.0	-23.7	44.4

자료: FnGuide, 키움증권

인터파크 12M Fwd PER Band



자료: FnGuide, 키움증권 추정

인터파크 12M Fwd PBR Band



자료: FnGuide, 키움증권 추정

>>> 국내외 주요 Peer Group Valuation

투자지표	인터파크 KQ119860	모두투어 KQ080160	하나투어 KS039130	Naver KS035420	Priceline BKNG US	Expedia EXPE US	Alibaba BABA US	Rakuten 4755 JT
투자의견	Outperform							
목표주가	6,500							
현재주가(원, 달러)	5,670	24,800	72,000	129,500	1,902	126	1,159	829
시가총액(억원, 백만달러)	1,879	4,687	8,364	213,433	88,131	18,802	445,415	10,837
절대수익률(%)								
1M	2.5	-4.3	-1.5	-0.4	4.0	7.5	9.5	7.0
3M	4.6	-5.3	1.7	3.6	0.7	6.1	14.7	-3.6
6M	-8.7	12.5	6.7	-15.8	-2.3	-1.5	5.5	3.7
1Y	-42.4	-37.9	-33.0	-19.5	-6.3	23.2	-0.8	-9.8
상대수익률(%)								
1M	-3.2	-10.0	-4.1	-3.0	0.7	4.4	10.9	-2.5
3M	-2.7	-12.7	-4.8	-2.9	-0.2	4.4	13.3	-10.9
6M	-2.6	18.6	9.5	-13.0	1.1	0.1	4.8	11.7
1Y	-28.5	-24.0	-24.0	-10.5	-3.7	21.1	-5.7	-9.6
매출액(억원, 백만달러)								
2017	4,826	2,909	6,823	46,785	12,681	10,060	23,531	8,424
2018E	5,285	3,839	8,366	55,434	14,527	11,223	37,825	9,978
2019E	5,371	3,966	9,038	64,359	16,009	12,332	56,104	11,174
영업이익(억원, 백만달러)								
2017	165	321	408	11,792	4,538	625	7,145	1,342
2018E	44	192	237	9,626	6,023	714	10,476	1,544
2019E	158	278	454	9,257	6,708	1,512	8,745	878
지배순이익(억원, 백만달러)								
2017	84	242	130	7,729	2,341	378	6,493	986
2018E	-67	151	148	6,906	3,998	406	9,687	1,289
2019E	99	218	307	6,498	4,570	701	10,394	517
영업이익률 (%)								
2017	3.4	11.0	6.0	25.2	35.8	6.2	30.4	15.9
2018E	0.8	5.0	2.8	17.4	37.6	6.4	27.7	15.5
2019E	2.9	7.0	5.0	14.4	37.5	12.3	15.6	7.9
EPS Growth(%)								
2017	256.3	-3.8	61.3	3.1	10.8	33.2	-43.0	187.1
2018E	적전	-37.5	14.0	-82.1	76.3	8.8	45.4	33.8
2019E	흑전	44.6	107.9	-5.9	15.7	72.9	5.0	-59.8
PER(X)								
2017	36.8	23.8	92.3	37.1	23.5	45.9	47.1	12.9
2018E	-25.4	31.0	56.6	30.9	19.1	32.0	45.1	7.0
2019E	18.5	21.5	27.2	32.9	18.9	18.4	34.4	20.7
PBR(X)								
2017	1.8	4.1	5.6	5.4	7.5	4.0	6.7	2.0
2018E	1.1	3.1	3.9	3.6	8.0	4.0	8.1	1.3
2019E	1.1	3.0	3.7	3.2	7.1	3.9	6.5	1.4
ROE (%)								
2017	5.3	20.3	6.6	18.5	22.2	8.7	17.6	16.2
2018E	-4.7	10.9	7.2	13.7	45.5	9.4	19.9	19.5
2019E	6.5	15.0	14.7	11.7	43.5	21.0	17.4	7.5

자료: Bloomberg, Quantwise, 키움증권

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

현재주가와 시가총액은 2월 27일 종가 기준

Ⅲ. 투어: 이익률 회복이 관건

>>> 크로스셀링을 통한 비항공권 판매 강화 기대

투어사업은 수수료 수익(2017년 기준 투어사업 내 비중 82%)과 광고 수익(투어사업 내 비중 18%)으로 구분된다. 수수료는 국내외 항공권 판매를 통한 볼륨인센티브를 수취, 국내외 호텔 수수료, 패키지 상품 판매를 통해 이루어진다.

동사는 국내의 다른 여행사가 패키지 판매를 통해 성장해온 것과는 달리 FIT(Free Individual Travel, 개별자유여행)를 중심으로 성장해왔다. 동사 영업환경에 있어 우려되는 부분은 1) 항공권 볼륨인센티브 수수료가 낮아지고 있으며, 2) FIT 산업 경쟁이 심화되고 있다는 부분이다. 해외 항공권 판매를 통해 크로스셀링으로 이어져 해외호텔에 대한 거래액이 증가해야 하지만 OTA(Online Travel Agency)의 국내 진출과 스타트업 기업의 성장으로 경쟁이 치열해지고 있어 영업환경이 녹록지 않은 상황이다.

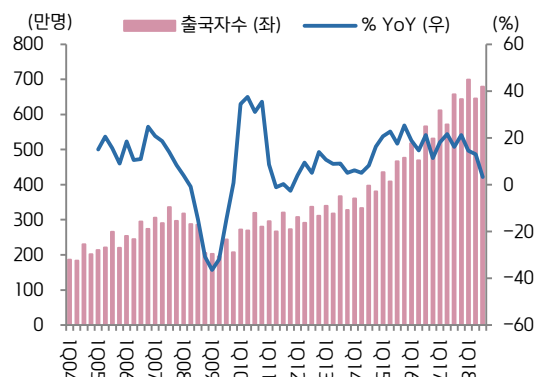
2019년 투어사업 GMV는 2조원(+7% YoY), 매출액은 1,151억원(+9% YoY), 영업이익 90억원(+46% YoY), 국내 출국자수 29만명(+9% YoY)으로 예상한다. 국내숙박을 중심으로 비 항공권 부문의 GMV상승이 기대된다. 특히 국내외 항공권을 제외한 패키지과 숙박사업의 경우 매출전환율이 8~9%인 것으로 추정돼 투어 사업의 실적개선에 긍정적 영향을 줄 것으로 예상된다. 통계청에서 발표하는 여행 및 교통서비스 온라인거래액은 2018년 기준으로 15조원 시장이다. 최근 호텔 이용 연령층이 낮아지고 근거리 중심의 호캉스 여가문화가 확산되고 있다는 점을 고려할 때 비항공권의 추세적으로 판매 증가가 예상된다. 또한 최근 50세 이상의 출국자수는 견조한 성장세를 보이고 있어 고연령층 고객 중심으로 패키지 사업(패키지 판매 중 40대 이상 고객비중 30%) 확대가 예상된다.

분기별 휴일 일수

(단위: 일)	2017	2018	2019
1Q	28	29	31
2Q	30	30	28
3Q	28	31	29
4Q	34	29	29

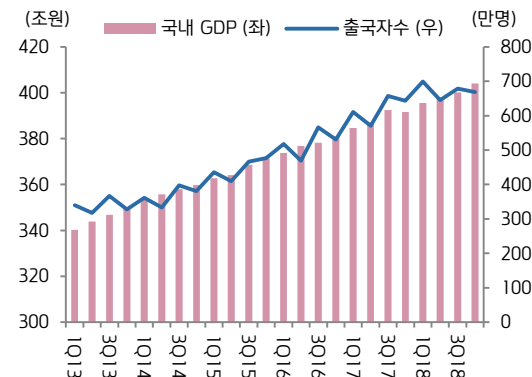
자료:키움증권

분기별 국내 출국자수 추이



자료: 한국관광공사, 키움증권

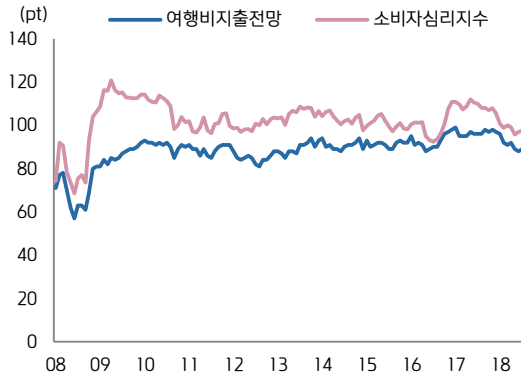
국내 GDP와 출국자수 추이



주: 출국자수에서 승무원수는 제외된 순출국자수

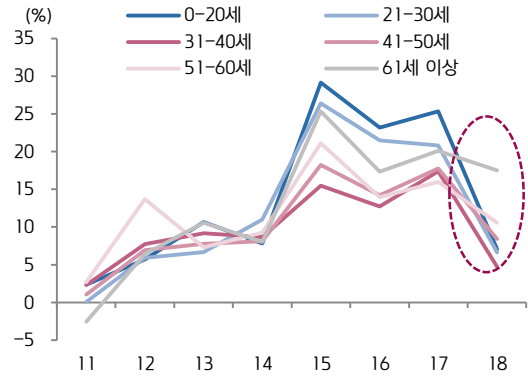
자료: 한국은행, 한국관광공사, 키움증권

여행비 지출전망과 소비자심리지수 추이



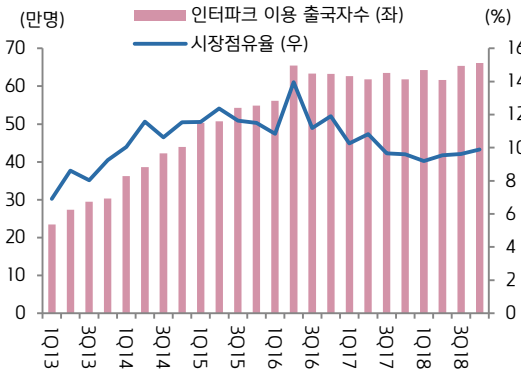
자료: 한국은행, 키움증권

연령별 출국자수 성장률 추이



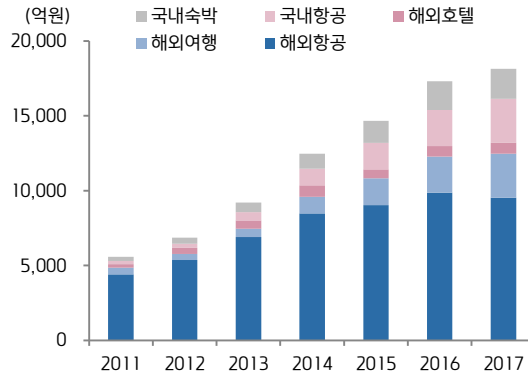
자료: 한국관광공사, 키움증권

안터파크 이용 국내 출국자수 및 점유율



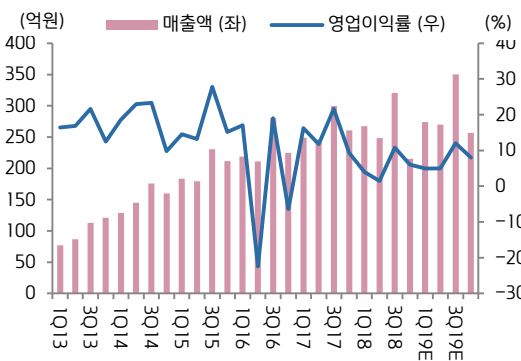
자료: 인터파크, 키움증권

투어 사업 세부 항목별 GMV 추이



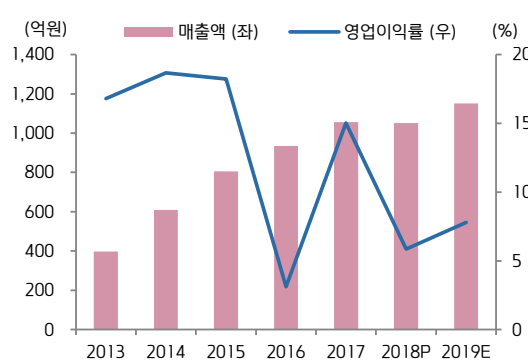
자료: 인터파크, 키움증권

투어 사업 분기 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 인터파크, 키움증권 추정

투어 사업 연간 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 인터파크, 키움증권 추정

IV. 엔터: 안정적 이익 창출은 지속될 전망

>>> M/S 1위 기반 안정적 사업 영위

엔터사업 현황

엔터사업은 크게 1) 음원/음반 수익, 2) 제작/투자, 3) 판매대행, 4) 대관료 및 광고 4가지로 나누어 진다. 공연티켓판매 시장 내 M/S는 1위로 파악된다.

매출과 이익의 변수는 자회사를 통해 제작/투자하는 자체 공연이다. 뉴컨텐츠컴퍼니는 창작 뮤지컬에 집중, 서클콘텐츠컴퍼니는 해외에서 판권을 사와서 국내에서 뮤지컬을 제작한다. 연간 4~6편의 뮤지컬을 제작, 뉴컨텐츠컴퍼니에서 1~2편의 뮤지컬을 제작한다. 일부 작품의 경우 중국에서 투자를 받은 레퍼런스도 있어, 사드 해소 후 중장기적으로 중국 진출에 대한 기대감도 존재한다. 동사는 뮤지컬 관련 국내 2위 사업자로 보유 IP를 꾸준히 넓혀나가고 있다. 2019년에도 과거 흥행에 성공한 <엘리자벳>과 <팬텀> 뮤지컬을 포함하여 4편의 뮤지컬 공연이 이루어질 예정이다.

자회사 서클콘텐츠컴퍼니/뉴컨텐츠컴퍼니 투자 공연 과거 및 현재 라인업

공연명	공연기간	공연장	출연
레베카	2016.1.6~2016.3.6	예술의전당 오페라극장	민영기, 엄기준, 송창의
마타하리	2016.3.29~2016.6.12	블루스퀘어 삼성전자홀	옥주현, 류정환, 신성록
모차르트!	2016.6.10~2016.8.7	세종문화회관 대극장	이지훈, 전동석, 규현
몬테크리스토	2016.11.19~2017.2.12	충무아트홀 대극장	류정환, 엄기준, 카이
팬텀	2016.11.26~2017.2.26	블루스퀘어 삼성전자홀	박효신, 박은태, 전동석
마타하리	2017.6.16~ 2017.8.6	세종문화회관 대극장	옥주현, 차지연, 민영기
레베카	2017.8.10~ 2017.11.18	블루스퀘어 삼성전자홀	민영기, 엄기준, 송창의
시스터 액트	2017.11~2018.1	블루스퀘어 인터파크홀	Dene Hill, Will T.Travis
더 라스트 키스	2017.12.15~2018.3.11	LG 아트센터	카이, 전동석, 정택운
웃는 남자	2018.7.8~2018.8.26	예술의전당 오페라극장	박효신, 박강현, 수호
웃는 남자	2018.9.5~2018.11.4	블루스퀘어 인터파크홀	박효신, 박강현, 수호
엘리자벳	2018.11.17~2019.2.10	블루스퀘어 인터파크홀	옥주현, 김소현, 신영숙
팬텀	2018.12.1~2019.2.17	충무아트센터 대극장	임태경, 정성화, 카이

자료: 인터파크, 키움증권

음원/음반 매출의 경우 보유한 아티스트들의 음반 판매와 매니지먼트 실적에 따라 변동이 있다. 소속 아티스트는 자우림, 국가스텐 등이 있다. 최근 매니지먼트 사업 확장 차원에서 연기아카데미를 설립했다.

판매대행은 공연, 영화, 전시 및 스포츠 티켓을 파는 사업을 의미한다. 거래총액의 대부분은 공연으로 파악된다. 이외 국가 스포츠 이벤트와 관련된 독점적 사업자로 선정해 GMV가 급격하게 증가하는 경우가 있으나 이는 일회성이다.

동사는 자회사 인터파크씨어터를 통해 한남동 블루스퀘어, 마포 판스퀘어 운영권을 보유, 대관료와 광고 사업을 영위하고 있다. 블루스퀘어의 운영권은 20~30년, 규모가 판스퀘어 대비해 압도적으로 크다 보니 블루스퀘어 실적이 중요하다고 판단된다.

인터파크 과거 국가 이벤트 주요 사업자 경험

시기	이벤트	판매규모
2012	여수 엑스포	1,250억원
2013	순천 엑스포	
2018	평창 올림픽	

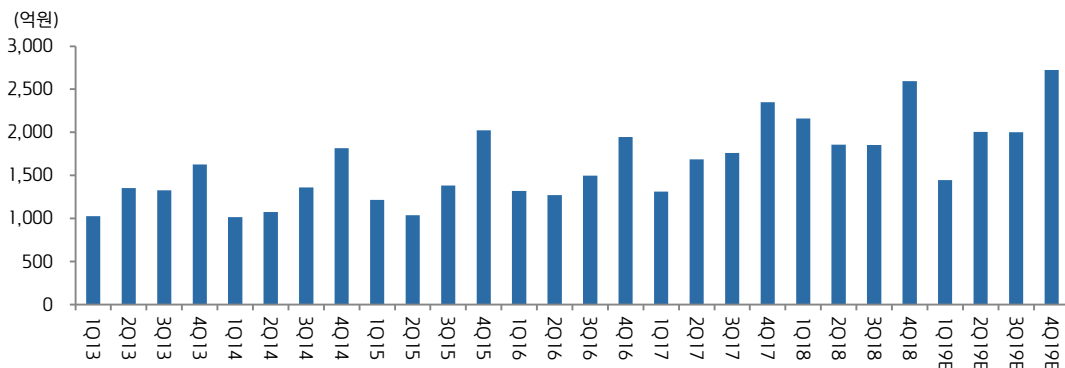
자료: 인터파크, 키움증권

2019년 엔터사업 매출액 1,485억원(+2% YoY), 영업이익 149억원(+62% YoY) 전망

엔터사업 4Q18 매출액 502억원(+5% YoY, +10% QoQ), 영업이익 30억원(-50% YoY, -16% QoQ, OPM 6%)으로 예상된다. 4분기 공연이 집중되는 최대 성수기 효과에 힘입어 GMV는 전년 동기 대비 10% 증가했다. 이익률은 6% 수준으로 예상대비 기대보다 낮았던 이유는 제작 뮤지컬 비용 부담이 전년대비 증가하며 원가율 상승이 부담으로 작용했다.

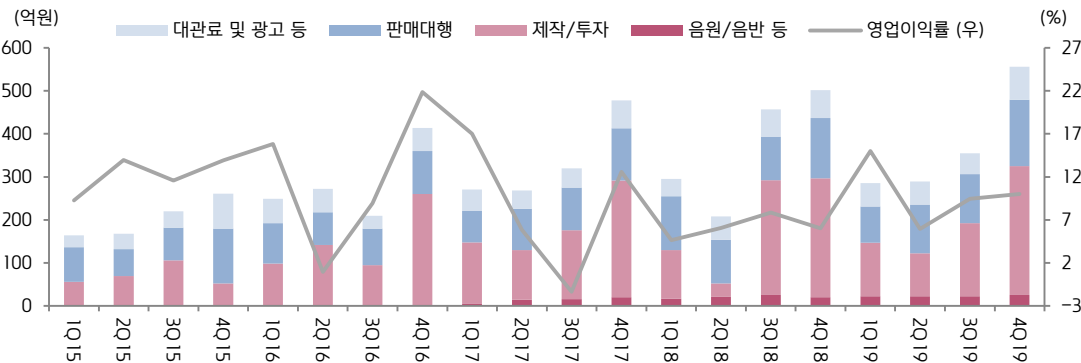
2019년 매출액 1,485억원(+2% YoY), 영업이익 149억원(+62% YoY, OPM 10%)로 예상한다. 뮤지컬 라인업 연간 4편 수준이 유지되며, 온라인 티켓 판매의 추세적인 증가에 힘입어 판매대행 매출도 증가할 것으로 예상된다.

분기별 엔터 사업 GMV 추이



자료: 인터파크, 키움증권 추정

엔터 사업 분기 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 전자공시, 키움증권 추정

V. 쇼핑/도서: 적자 축소가 관건

>>> 쇼핑사업과 도서사업부

쇼핑사업, 비용 통제 시 적자폭 점진적 축소 기대

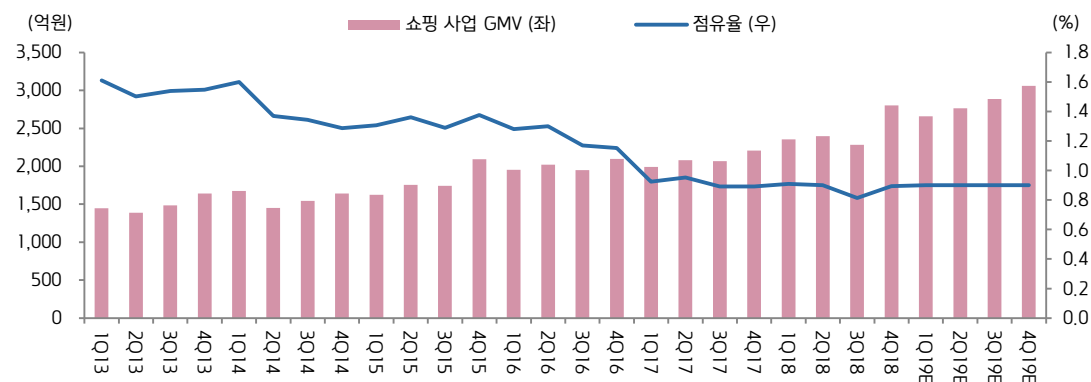
쇼핑사업은 마케팅 비용 완화 등 경쟁구도 변화에 따라 달라질 것으로 예상된다. 다만 중장기적으로 인터파크는 쇼핑을 들어오는 트래픽이 투어 다음으로 높은 비중을 차지하고 있어 향후 크로스셀링 강화하는데 도움이 될 수 있다. 적자가 지속되긴 하지만 사업부 축소보다는 적자폭 축소를 이어나갈 가능성이 높다고 판단한다. 중장기적으로 시장 경쟁강도 완화나 경쟁구도 재편이 이루어진다면 이에 따른 이익 개선이 기대된다.

국내 오픈마켓 시장은 현재 어느 한 사업자가 주도권을 확보하지 못한 상황으로 시장점유율 확대를 위한 출혈경쟁이 지속되고 있다. 다만 소셜커머스의 활력이 낮아지고 오픈마켓 위주로 거래액 성장이 돌아서고 있는 점은 긍정적이다.

4Q18 매출액 215억원(+1% YoY, +6.1% QoQ), 영업이익 -13억원(적자유지 YoY, 적자유지 QoQ)으로 예상된다. 4분기는 11월 쇼핑 성수기로 효과와 온라인 거래액의 지속적인 증가하는 추세로 외형성장은 지속했으나 마케팅비용으로 인한 적자가 예상된다.

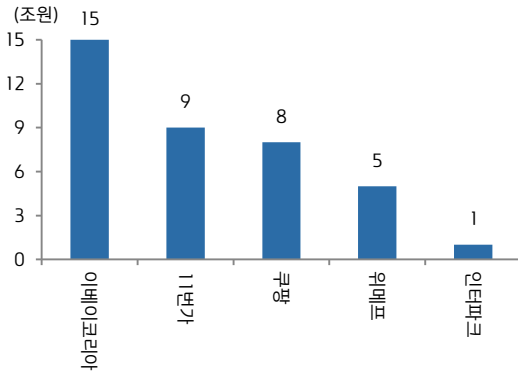
2019년 매출액 987억원(+13% YoY), 영업이익 -3억원(적자유지 YoY)으로 예상된다. 판관비에서 광고선전비와 판매촉진비가 연간 점진적으로 축소하고 있는 상황이며 2019년에도 전년도와 비슷한 규모의 비용 지출을 가정한다면 2018년 대비 적자폭이 15억원 축소될 것으로 예상된다.

인터파크 쇼핑 사업 분기별 GMV 추이



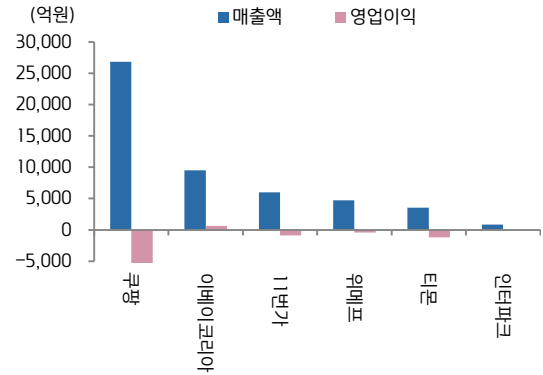
자료: 인터파크, 통계청, 키움증권 추정

주요 오픈마켓 기업 GMV 현황 (2018년 기준)



자료: 언론보도, 키움증권

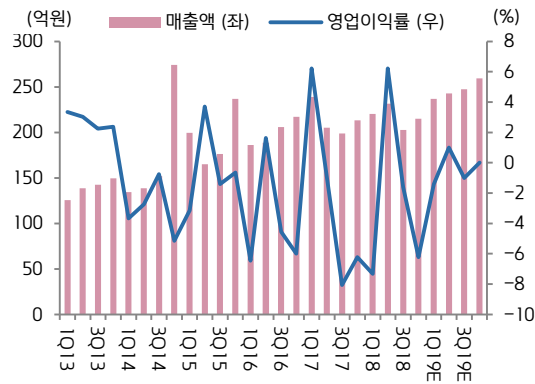
주요 오픈마켓 기업 재무실적 (2017년 기준)



주: 11번가는 추정치, 인터파크는 쇼핑 사업만 반영

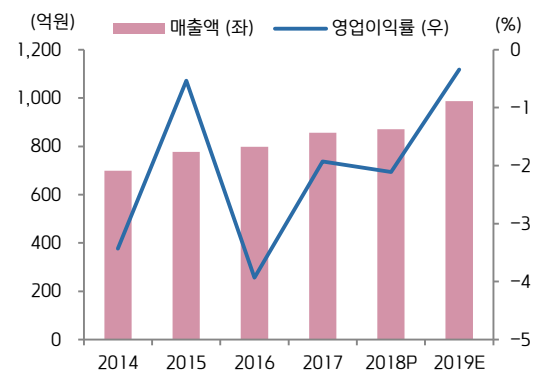
자료: 전자공시, 언론보도, 키움증권

쇼핑 사업 분기별 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 인터파크, 키움증권 추정

쇼핑 사업 연간 매출액, 영업이익률 추이 및 전망

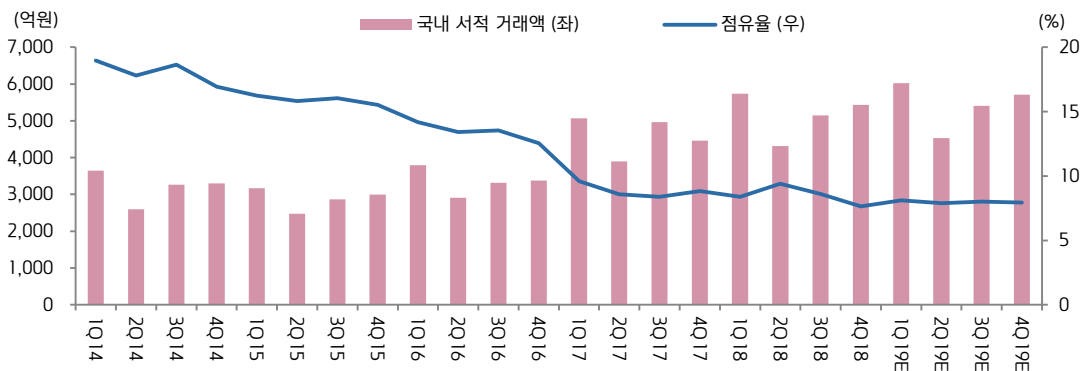


자료: 인터파크, 키움증권 추정

도서사업, 송인서적 인수로 인한 적자 규모 축소가 관건

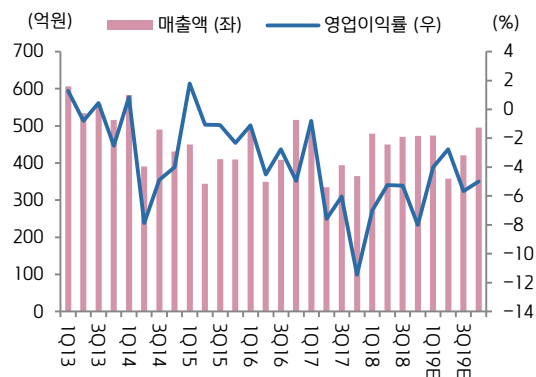
2018년 3월 도서 도매유통업체인 송인서적을 인수해 규모의 경제 효과를 기대했으나, 인수효과로 적자폭이 전년대비 확대된 측면이 있다. 도서정가제 시행 이후 시장성장이 정체되어 있다. 2018년은 채널확대 전략이 유효해 견조한 흐름이 2019년에도 지속될 것으로 예상된다.

국내 서적 GMV와 인터파크 도서사업부 GMV 추이 비교



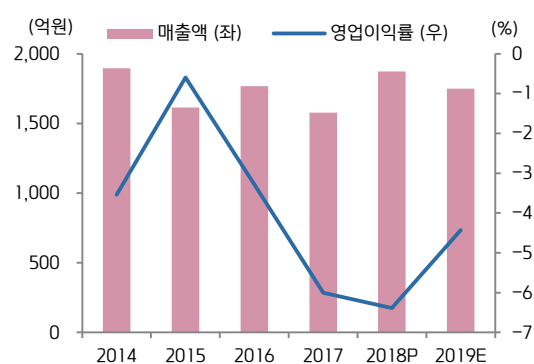
자료: 인터파크, 통계청, 키움증권 추정

도서 사업 분기별 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 인터파크, 키움증권 추정

도서 사업 연간 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 인터파크, 키움증권 추정

VI. 기업소개

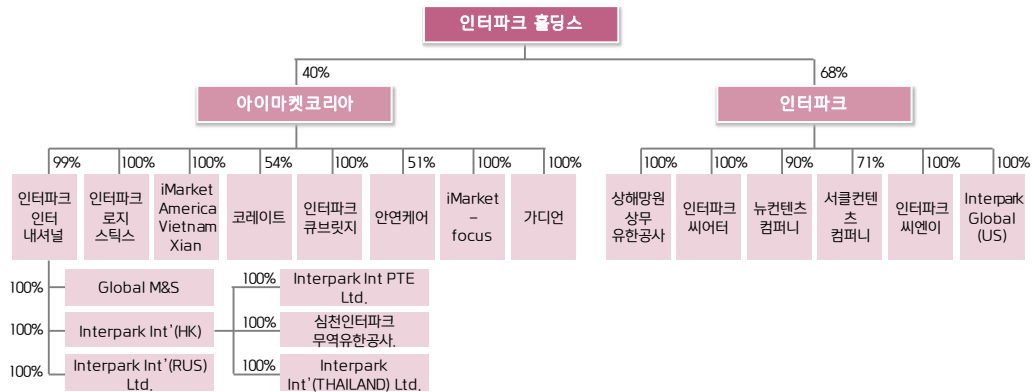
>>> 온라인플랫폼 수직통합의 강자

국내 온라인 쇼핑몰의 시초

동사는 국내 최초로 온라인 쇼핑 개념을 도입해 1996년 6월 1일 인터파크 사이트를 시작했다. 1997년 10월 1일 독립법인으로 분리하였고 1999년 7월 5일 코스닥 시장에 상장했다. 2015년 물적분할로 인터파크홀딩스 지주와 계열사 아이마켓코리아, 인터파크로 나누어지게 되었다.

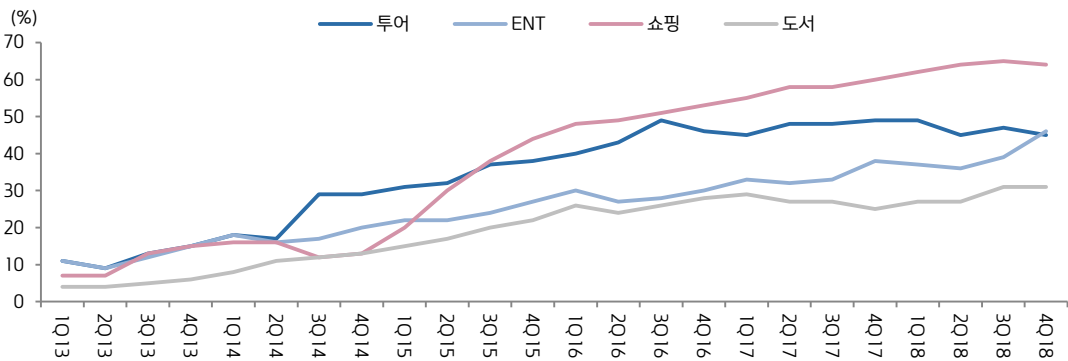
다른 온라인쇼핑몰 대비 동사는 투어, 티켓, 쇼핑 등 사업범위가 다양하다는 점이다. 2018년말 대표이사 변경으로 독립적으로 4개 부서로 나뉘져 운영되던 것이 통합되었다. 2019년부터는 각 사업부별 비용 통제가 전년대비 강화될 가능성이 높아 전사적 이익개선이 기대되는 부분이다. 더불어 올해는 비용 부담이 높은 쇼핑사업과 도서사업의 적자폭 축소가 확인되어 가는 과정, 하반기 여행업황의 회복으로 인한 수혜로 주가 회복의 원년이 될 가능성이 높다고 판단한다.

인터파크 그룹 지배구조



자료: 인터파크, 키움증권

사업부문별 거래총액 대비 모바일 결제 비중



자료: 인터파크, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	4,665	4,826	5,285	5,371	5,586
매출원가	2,446	2,633	3,084	2,930	3,048
매출총이익	2,219	2,193	2,201	2,440	2,538
판매비및일반관리비	2,126	2,028	2,157	2,282	2,346
영업이익(보고)	93	165	44	158	192
영업이익(핵심)	93	165	44	158	192
영업외손익	-52	-40	-82	-20	-19
이자수익	10	9	17	15	16
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	7	3	3	3	3
이자비용	27	14	15	15	15
외환손실	4	6	6	5	6
관계기업지분법손익	29	-19	-30	-20	-18
투자및기타자산처분손익	0	0	19	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-15	-8	9	-5	-5
기타	-53	-6	-77	6	4
법인세차감전이익	41	125	-37	138	173
법인세비용	16	37	39	35	41
유효법인세율 (%)	38.5%	29.4%	-105%	25.0%	24.0%
당기순이익	25	88	-76	104	131
지배주주지분손이익(억원)	23	84	-67	99	125
EBITDA	188	267	137	256	288
현금순이익(Cash Earnings)	120	190	16	202	227
수정당기순이익	34	94	-134	107	135
증감률(% YoY)					
매출액	16.0	3.4	9.5	1.6	4.0
영업이익(보고)	-60.3	76.8	-73.2	257.5	21.6
영업이익(핵심)	-60.3	76.8	-73.2	257.5	21.6
EBITDA	-42.8	42.0	-48.8	87.4	12.6
지배주주지분 당기순이익	-86.2	259.0	적전	흑전	26.5
EPS	-86.3	257.7	적전	흑전	26.5
수정순이익	-78.2	172.8	적전	흑전	25.8

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	-46	256	505	247	294
당기순이익	25	88	-76	104	131
감가상각비	49	54	47	53	53
무형자산상각비	45	48	46	45	43
외환손익	-1	1	3	2	3
자산처분손익	0	2	-19	0	0
지분법손익	-29	19	30	20	18
영업활동자산부채 증감	-150	34	472	24	49
기타	14	10	2	-1	-3
투자활동현금흐름	72	-419	-174	-72	-117
투자자산의 처분	160	-319	-134	-7	-52
유형자산의 처분	0	0	4	5	4
유형자산의 취득	-72	-60	-59	-55	-55
무형자산의 처분	-16	-41	0	-10	-10
기타	0	0	19	0	0
재무활동현금흐름	-63	-24	-11	-33	-32
단기차입금의 증가	2	351	40	0	0
장기차입금의 증가	10	-346	-5	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-82	-33	-50	-33	-33
기타	7	4	4	0	0
현금및현금성자산의순증가	-37	-189	320	142	145
기초현금및현금성자산	706	669	480	800	942
기말현금및현금성자산	669	480	800	942	1,087
Gross Cash Flow	105	222	33	223	244
Op Free Cash Flow	-87	151	596	175	226

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	3,126	3,585	3,967	4,129	4,396
현금및현금성자산	669	480	800	942	1,087
유동금융자산	396	590	713	698	726
매출채권및유동채권	1,665	2,129	2,119	2,148	2,234
재고자산	396	386	335	341	349
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	1,547	1,683	1,676	1,648	1,630
장기매출채권및기타비유동채권	101	110	156	158	165
투자자산	103	170	139	141	147
유형자산	461	468	527	529	531
무형자산	826	875	812	777	743
기타비유동자산	56	60	43	43	43
자산총계	4,673	5,268	5,643	5,777	6,026
유동부채	2,987	3,550	4,051	4,112	4,261
매입채무및기타유동채무	2,006	2,471	2,782	2,827	2,940
단기차입금	2	353	393	393	393
유동성장기차입금	346	10	23	23	23
기타유동부채	633	715	854	870	906
비유동부채	41	31	25	25	26
장기매입채무및비유동채무	3	2	10	10	11
사채및장기차입금	33	23	5	5	5
기타비유동부채	6	6	10	10	10
부채총계	3,028	3,581	4,076	4,137	4,288
자본금	165	166	166	166	166
주식발행초과금	868	872	873	873	873
이익잉여금	498	549	446	512	603
기타자본	114	109	92	92	92
지배주주지분자본총계	1,646	1,696	1,577	1,642	1,734
비지배주주지분자본총계	0	-8	-8	-2	4
자본총계	1,646	1,687	1,569	1,640	1,738
순차입금	-685	-685	-1,092	-1,220	-1,392
총차입금	380	386	420	420	420

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	71	253	-203	297	376
BPS	4,981	5,119	4,758	4,956	5,233
주당EBITDA	570	806	412	772	870
CFPS	363	575	48	608	686
DPS	100	150	100	100	100
주가배수(배)					
PER	144.0	36.8	-25.4	18.5	14.6
PBR	2.0	1.8	1.1	1.1	1.1
EV/EBITDA	15.6	9.6	17.7	7.9	6.4
PCFR	28.1	16.2	107.4	9.0	8.0
수익성(%)					
영업이익률(보고)	2.0	3.4	0.8	2.9	3.4
영업이익률(핵심)	2.0	3.4	0.8	2.9	3.4
EBITDA margin	4.0	5.5	2.6	4.8	5.2
순이익률	0.5	1.8	-1.4	1.9	2.3
자기자본이익률(ROE)	1.5	5.3	-4.7	6.5	7.8
투자자본이익률(ROIC)	7.7	15.2	17.6	43.1	70.9
안정성(%)					
부채비율	184.0	212.2	259.8	252.3	246.7
순차입금비율	-41.6	-40.6	-69.6	-74.4	-80.1
이자보상배율(배)	3.4	12.1	2.9	10.7	13.2
활동성(배)					
매출채권회전율	2.9	2.5	2.5	2.5	2.5
재고자산회전율	12.7	12.3	14.7	15.9	16.2
매입채무회전율	2.3	2.2	2.0	1.9	1.9



Shopify (SHOP US Equity)

Not Rated

부가서비스 중심의 성장 지속

Shopify (SHOP US Equity)



Not Rated

주가(2/28) 191.52 USD

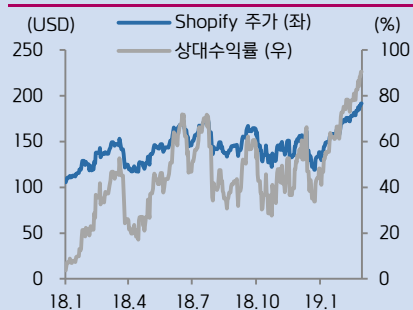
Stock Data

NYSE Index (2/28)		12,700.67pt
시가총액		21,189백만달러
52주 주가동향	최고가	최저가
	192.78USD	112.50USD
최고/최저가대비	-0.65%	70.24%
주가수익률	절대	상대
	1M	10.4% 8.4%
	6M	30.9% 33.8%
	1Y	40.1% 33.1%

Company Data

발행주식수	95.41백만주
일평균 거래량(3M)	10.82백만주
외국인 지분율	31.55%
배당수익률(19.C)	n/a
BPS(19.C)	1,914USD
주요 주주	Mutual Funds 38.00%

Price Trend



부가서비스 중심의 성장 지속

>>> Global e-commerce platform

쇼피파이는 2006년 설립된 캐나다 기반의 이커머스 플랫폼 업체로 모바일, SNS, 오픈마켓 등 다양한 채널에서 쇼핑물을 운영할 수 있도록 지원한다. 2018년 기준 GMV는 45조원으로 파악, 전 세계 175개 국가에 진출, 82만개의 고객을 보유하고 있다. 매출은 플랫폼 사용대가를 월정액으로 수취하는 Subscription Solutions(2018년 기준 매출 비중 43%)와 부가 서비스 매출인 Merchant Solutions(매출 비중 57%)으로 나누어진다. 고객은 쇼핑물을 창업하려는 소호 셀러와 네슬레, 버드와이즈 같은 대기업까지 다양하다.

>>>부가서비스 중심의 매출 성장

4Q18 실적을 통해서 Shopify페이와 물류서비스 중심으로 성장세가 지속되고 있다. 특히 물류서비스의 경우 북미지역을 대상으로 입점한 셀러의 1/3 넘게 사용하고 있다. 특히 Shopify 페이 서비스가 수수료를 무료로 적용을 하면서 셀러들 역시 Shopify 페이로 유도가 이루어지고 있고 신규 고객을 유치할 수 있는 효과가 있다. 이에 따라 Shopify 페이 서비스의 경우 독일, 홍콩 등 아시아 지역까지 확대하고 있다. 3분기부터 신규 앱스토어 출시 등 신규 부가서비스를 확대하고 있다. 이미 확보된 고객을 대상으로 부가서비스 매출까지 플랫폼 확장성에 대한 성과가 실적을 통해 확인할 수 있다.

투자지표, GAAP 연결	2015	2016	2017	2018	2019C
매출액	205	389	673	1,073	1,484
영업이익	-17.8	-37.2	-49.2	-91.9	17.1
EBITDA	-10.5	-23.2	-25.8	-64.9	53.6
세전이익	-18.8	-35.4	-40.0	-64.6	50.1
순이익	-18.8	-35.4	-40.0	-64.6	50.4
지배주주지분순이익	-18.8	-35.4	-40.0	-64.6	50.4
EPS(원)	-0.30	-0.42	-0.42	-0.61	0.71
증감율(%YoY)	적유	적유	적유	적유	흑전
PER(배)	-	-	-	-	439.6
PBR(배)	10.6	9.3	10.1	8.9	8.6
EV/EBITDA(배)	-	-	-	-	360.6
보고영업이익률(%)	-8.7	-9.5	-7.3	-8.6	1.1
핵심영업이익률(%)	-8.7	-9.5	-7.3	-8.6	1.1
ROE(%)	-13.0	-11.7	-5.7	-4.2	1.3

(단위: USD백만)

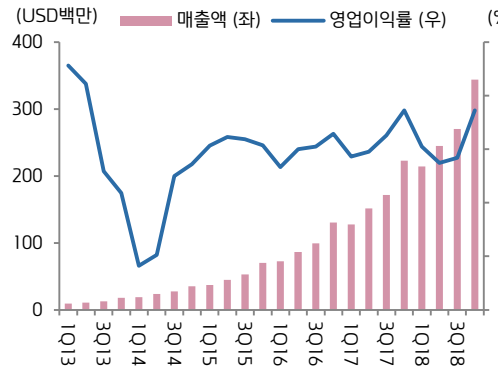
Shopify 분기 및 연간 실적 추이 및 전망

(단위: USD백만, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	2017	2018P	2019C
매출액	127	152	171	223	214	245	270	344	673	1,073	1,484
% YoY	75%	75%	72%	71%	68%	62%	58%	54%	90%	59%	38%
% QoQ	-2%	19%	13%	30%	-4%	14%	10%	27%			
Subscription Solutions	62	72	82	94	100	111	121	134	363	465	
Merchant Solutions	65	80	89	129	114	134	150	210	293	608	
영업이익	-14	-16	-13	-6	-20	-31	-31	-9	-8	-92	17
% YoY	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	흑자전환	적자지속	적자지속	흑자전환
% QoQ	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	흑자전환			
순이익	-14	-14	-9	-3	-16	-24	-23	-2	-40	-65	50
영업이익률	-11%	-10%	-7%	-3%	-9%	-13%	-12%	-3%	-1%	-9%	1%
(지배)순이익률	-11%	-9%	-5%	-1%	-7%	-10%	-9%	0%	-6%	-6%	3%

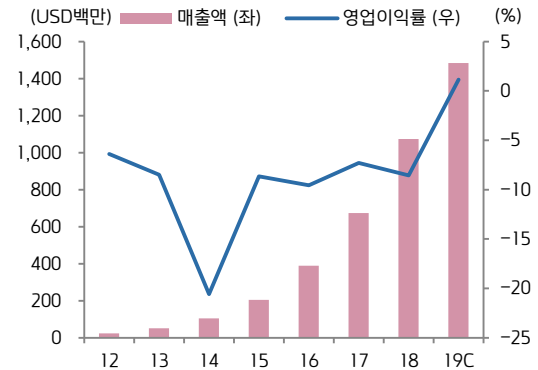
자료: Shopify, Bloomberg, 키움증권

Shopify 분기별 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



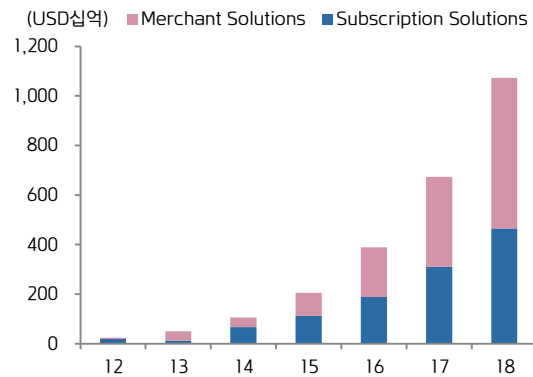
자료: Bloomberg, 키움증권

Shopify 연간 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



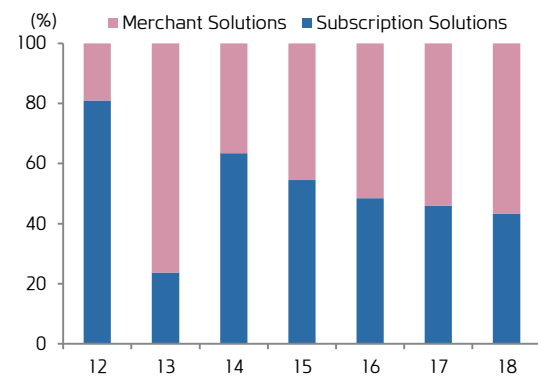
자료: Bloomberg, 키움증권

Subscription vs Merchant 연도별 매출액 추이



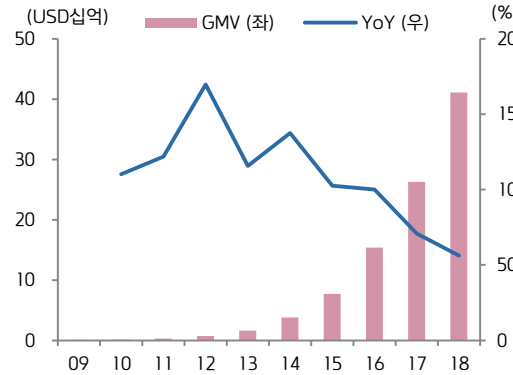
자료: Bloomberg, 키움증권

Subscription vs Merchant 연도별 매출액 비중 추이



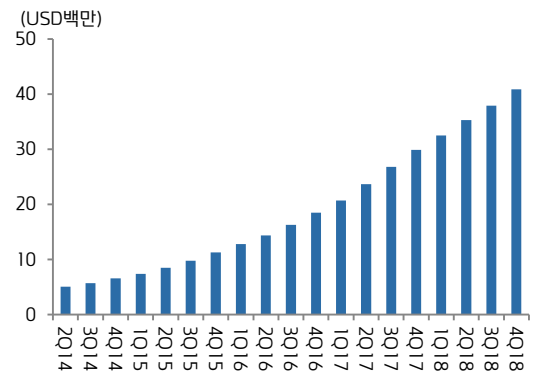
자료: Bloomberg, 키움증권

Shopify 연도별 GMV 추이



자료: Shopify, 키움증권

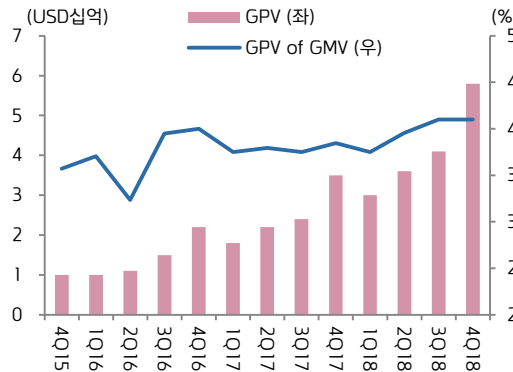
Shopify 분기별 MRR 추이



주: MRR(Monthly Recurring Revenue)는 분기말 유효 구독자수 X 평균 가입요금

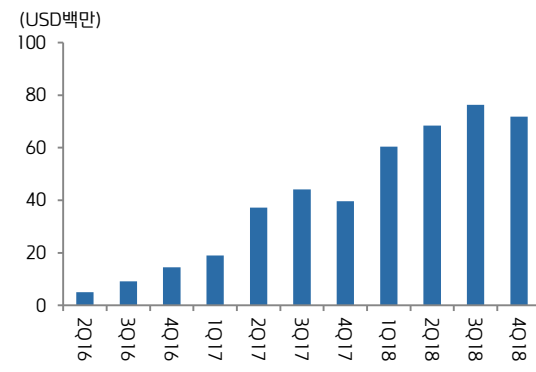
자료: Shopify, 키움증권

Shopify Payment 거래액과 GMV 내 침투율



자료: Shopify, 키움증권

Shopify Capital 셀러대상 대출금 추이



자료: Shopify, 키움증권

Shopify 비즈니스 모델

매출 구분	매출비중 (%)	상세 설명
Subscription Solutions	43	Shopify가 제공하는 플랫폼 이용에 대한 사용료
월 사용료(기본)	-	소호 상인, 중소/중견 기업 대상으로 월 구독료 수취(Basic: 월 29\$, Shopify: 월 79\$)
월 사용료(Shopify Plus)	-	대형 고객사에 대해 고객사가 원하는 기능을 Si형태로 제공 (월 2,000\$ 이상)
기타	-	스토어 기능 확장을 위한 앱 구매, 스토어 꾸미기 기능을 위한 테마 판매, 도메인 사용료
Merchant Solutions	57	고객 락인효과를 강화하기 위한 부가서비스 제공하며 GMV에 연동되어 비례하는 구조
Shopify페이	-	가맹점 확보를 위해 제공하는 서비스로 수수료 없음
Shopify 캐피탈	-	플랫폼 입점 셀러 대상 현금서비스 지원
물류 서비스	-	선적 라벨 관리, 포장, 배송경로관리 등 배송 대행 서비스로 미국, 캐나다 지역만 제공
거래수수료	-	온라인 거래액 중 Shopify 페이를 제외한 거래액에 대해 일정 수수료 부과
판매수수료	-	제휴 프로그램 셀러에게 소개시켜주고 중간에서 수수료 수취
POS	-	포스기 관련 하드웨어와 소프트웨어 판매

주: 매출비중은 2018년 연간 기준

자료: Shopify, 키움증권

투자의견 변동내역

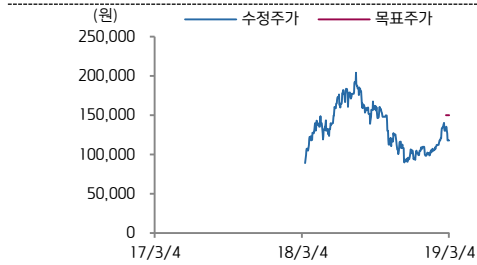
종목명	일자	투자의견	목표 주가	과리율(%)		
				가격 대상 시점	평균 주가 대비	최고 주가 대비
카페24 (042000)	2019/03/04	BUY(Initiate)	150,000원	6개월		
다나와 (119860)	2019/03/04	BUY(Initiate)	26,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

종목명	일자	투자의견	목표 주가	과리율(%)		
				가격 대상 시점	평균 주가 대비	최고 주가 대비
인타파크 (108790)	2019/03/04	Outperform (Initiate)	6,500원	6개월		

목표주가 추이

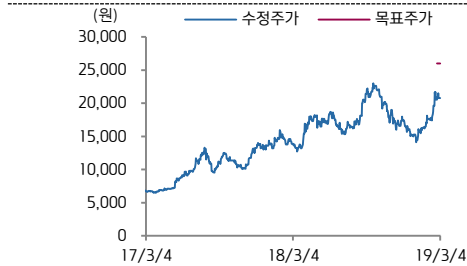
카페24 (042000)



인타파크(108790)



다나와(119860)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2018/01/01~2018/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	181	96.28%
중립	6	3.19%
매도	1	0.53%