

# 카페24 (042000)

인터넷



이진협

02 3770 5659  
jinhyeob.lee@yuantakorea.com

투자 의견	<b>HOLD (D)</b>
목표주가	<b>40,000원 (M)</b>
현재주가 (8/10)	<b>42,900원</b>
상승여력	<b>-7%</b>

시가총액	8,080억원
총발행주식수	22,155,902주
60일 평균 거래대금	251억원
60일 평균 거래량	590,023주
52주 고	49,700원
52주 저	25,768원
외인지분율	26.33%
주요주주	우창균 외 18 인 30.34%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	33.4	41.1	25.3
상대	30.5	33.2	2.7
절대(달러환산)	33.4	36.7	29.2

## 네이버와의 혈맹, Valuation 확장 가능성을 열어줘

### 네이버와의 지분스왑 단행

카페24는 네이버와의 지분교환을 결정하였다. 카페24가 신주 14.99%를 네이버를 대상으로 제3자유상증자 하면서 네이버의 지분 0.19%를 하는 것이다. 이를 통해 양사간 비즈니스 파트너로서의 관계를 더욱 공고히 하였다. 시장에서는 네이버와의 쇼핑물솔루션 경쟁 관계에 대한 우려가 있었으나, 이와 같은 시장의 우려는 이번 지분교환을 통해 경쟁관계라기 보다는 협력 관계임을 확인시켜주었다.

### 네이버와의 혈맹, 카페24의 Valuation 확장 가능성을 열어줘

이번 동맹 관계 구축을 통해 네이버와 카페24 간의 다양한 사업 연계가 가능할 수 있을 것으로 전망된다. 우선 국내에서는 스마트스토어에서 성장한 셀러들을 카페24의 독립몰 개설로 유입시키는 작업이 가능할 수 있다. 또한 NFA에 카페24의 자회사 패스트박스가 참여가 가능할 수 있으며, 반대로 카페24의 셀러들에게 NFA를 연계시켜주는 방안도 가능할 것이다. 풀필먼트뿐만 아니라 네이버페이를 기반으로 한 셀러 대출 상품 등도 카페24 셀러를 대상으로 출시가 가능하다.

국내에서의 시너지보다 해외에서의 사업 확장에서 더욱 큰 시너지가 가능할 전망이다. 네이버는 Z홀딩스의 플랫폼(라인, 야후재팬)과 이미 진출해 있는 카페24의 서비스와 연계를 통한 사업 시너지 창출이 가능할 수 있다. 마켓플레이스 및 간편결제 서비스 연동 등을 떠올릴 수 있겠다. 네이버 역시, 스마트스토어를 일본에 론칭하고자 하니 한국에서의 협업 방향성과 유사한 협업이 일본에서 가능할 것이다. 이는 2018년 하반기 진출 이후 사업 확장에 좀처럼 속도를 내고 있지 못한 카페24의 일본 솔루션 사업의 확장 가능성을 키워줄 수 있다. 뿐만 아니라 네이버 라인 플랫폼이 동남아 시장에서도 강한 헤게모니를 지니고 있기 때문에 동남아 진출에 대한 연결고리로서도 활용이 가능할 수 있을 전망이다.

Shopify와의 Valuation 갭의 차이는 배후 시장의 D2C 성숙도의 차이와 해외 시장 확장에서 나타난다고 볼 수 있는 데, 네이버와의 동맹이 해외 시장 진출에 대한 캐털리스트로 작용한다면, 동사의 Valuation의 확장도 충분히 가능하다는 판단이다. 실제 일본 진출에 대한 기대감이 부각되었을 때의 동사의 P/S Multiple은 4~10배에서 형성되었다. 현재는 2배 수준이다.

(다음 페이지에 계속)

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	2Q21P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	696	12.0	8.5	752	-7.5
영업이익	-29	적전	적지	31	-192.6
세전계속사업이익	-47	적전	적지		
지배순이익	-38	적전	적지		
영업이익률 (%)	-4.2	적전	적지	4.2	-8.4 %pt
지배순이익률 (%)	-5.4	적전	적지		

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021F
매출액	1,654	2,172	2,473	2,889
영업이익	156	98	84	-41
지배순이익	-284	67	67	-63
PER	-42.4	110.8	73.5	-149.8
PBR	11.5	6.4	4.0	7.7
EV/EBITDA	52.3	31.6	16.3	32.0
ROE	-45.9	5.9	5.6	-5.2

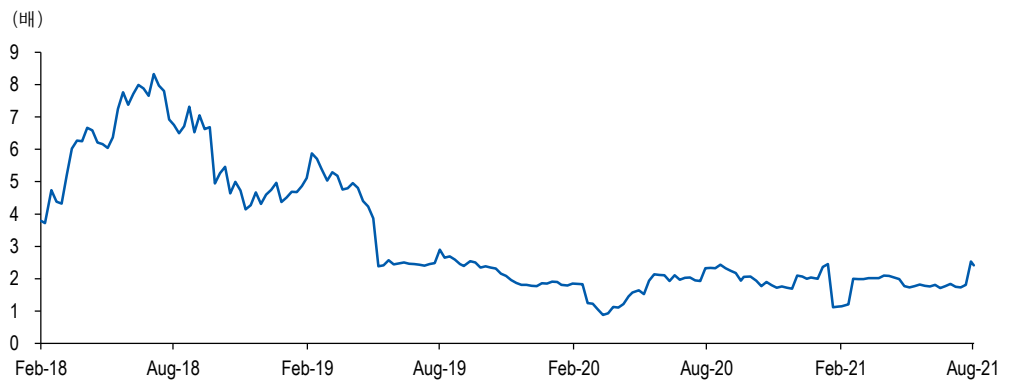
자료: 유안타증권

### 다만 선제적으로 기대감을 가지는 것은 지양해야

당사는 양사 간 동맹 관계 구축이 분명 긍정적이라고 판단하지만, 아직까지 구체적인 협력 방안이 제시된 것은 없다. 선제적으로 기대감을 가지기 보다는 구체적인 협력 방안 등이 확인하는 과정이 필요하다고 판단된다. 더욱이 지분 교환과 함께 공시된 동사의 2Q21 실적은 기대에 미치지 못하는 수준이었다. 동사의 2Q21 매출액은 696억원(+12% YoY), 영업적자 -29억원(적전 YoY)를 기록했다. GMV 성장률이 지난해 높은 기저에 따라 +14% YoY로 둔화되었으며, 인력 총원과 풀필먼트 등 사업 투자로 비용이 증가하고 있기 때문이다. 당분간 비용 부담은 지속될 것으로 전망된다.

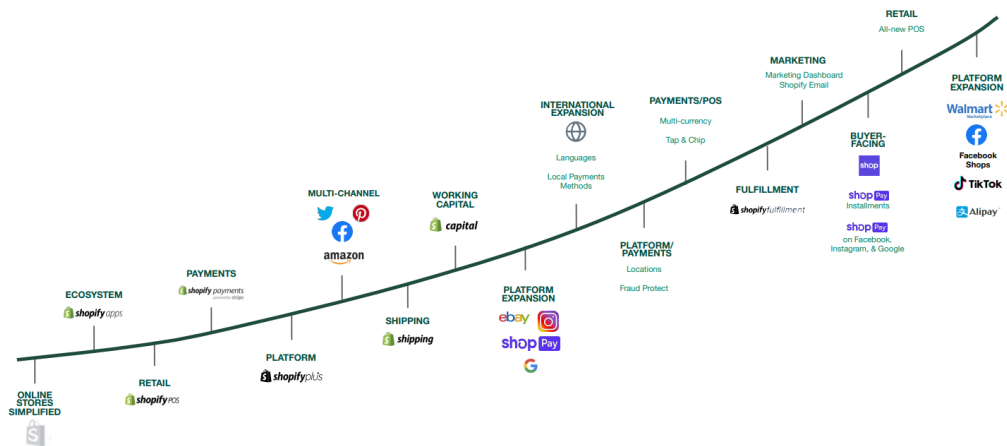
당사는 최근 주가 상승으로 당사의 목표주가에 도달하였기 때문에 카페24에 대한 투자 의견을 기존 BUY에서 HOLD로 하향한다. 향후 구체화될 네이버와의 사업 협력을 확인하고, 투자 의견과 목표주가를 조정할 수 있도록 하겠다.

카페 24 P/S(12MF) Multiple 추이 - 2018~19년 일본 진출 기대감 부각 vs 2019년 이후 기대감 훼손



자료: 유안타증권 리서치센터

### Shopify의 성장 궤적 - 해외 진출과 연계 플랫폼, 부가서비스 확장



자료: Shopify, 유안타증권 리서치센터

## 카페 24 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21P	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	521	621	625	707	641	696	719	833	2,473	2,889	3,347
YoY	-8.7%	-1.6%	3.9%	17.3%	23.1%	12.0%	15.1%	17.8%	2.8%	16.8%	15.9%
EC 플랫폼	410	509	511	588	525	581	600	708	2,017	2,414	2,851
결제솔루션	139	160	162	180	160	176	179	206	641	721	860
EC 솔루션	61	70	77	81	82	90	88	100	289	359	428
비즈니스솔루션	34	45	46	54	38	47	48	57	179	190	198
공급망서비스	107	152	144	187	162	184	198	240	590	784	940
마케팅	70	83	81	85	82	84	87	106	319	359	425
인프라	77	78	78	77	81	79	81	80	310	321	334
기타(거래중개)	34	34	36	42	35	36	37	45	146	154	161
영업비용	541	578	600	671	648	725	744	812	2,390	2,930	3,357
영업이익	-20	43	25	35	-7	-29	-25	20	84	-41	-10
영업이익률	-3.8%	7.0%	3.9%	5.0%	-1.1%	-4.2%	-3.5%	2.5%	3.4%	-1.4%	-0.3%
YoY	-121%	-65%	-73%	62%	적지	적전	적전	-42%	-74.7%	적전	적지

자료: 카페 24, 유안타증권 리서치센터

카페24 (042000) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	1,654	2,172	2,473	2,889	3,347
매출원가	0	0	0	311	388
매출총이익	1,654	2,172	2,473	2,578	2,959
판매비	1,498	2,074	2,390	2,619	2,968
영업이익	156	98	84	-41	-10
EBITDA	218	231	292	259	302
영업외손익	-413	-2	2	-29	-19
외환관련손익	3	1	-4	-2	-2
이자손익	8	-7	-6	-17	-20
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-424	4	12	-10	3
법인세비용차감전순이익	-257	97	86	-70	-29
법인세비용	25	19	0	12	1
계속사업순이익	-282	78	86	-81	-30
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-282	78	86	-81	-30
지배지분순이익	-284	67	67	-63	-26
포괄순이익	-281	79	86	-85	-34
지배지분포괄이익	-283	68	67	-79	-32

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

결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	59	203	304	65	210
당기순이익	-282	78	86	-81	-30
감가상각비	52	93	166	259	280
외환손익	-4	-3	2	2	2
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-156	-1	24	-146	-62
기타현금흐름	450	36	27	32	19
투자활동 현금흐름	-191	-888	-513	-228	-320
투자자산	-85	-708	-63	10	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-105	-133	-212	-292	-320
유형자산 감소	0	3	0	3	0
기타현금흐름	-1	-50	-238	51	0
재무활동 현금흐름	533	418	-32	23	0
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	-19	55	43	26	0
자본	552	0	0	17	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	0	363	-75	-19	0
연결범위변동 등 기타	4	4	-2	86	5
현금의 증감	406	-263	-243	-54	-105
기초 현금	377	783	520	277	223
기말 현금	783	520	277	223	119
NOPLAT	171	98	84	-48	-10
FCF	-46	69	92	-227	-110

자료: 유안타증권

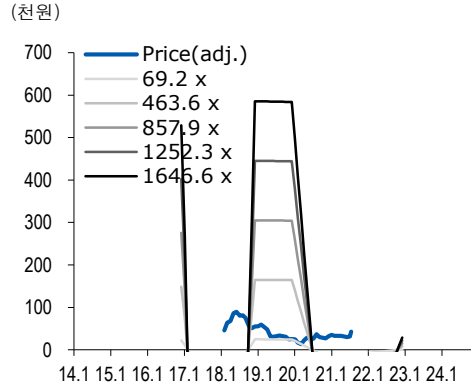
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
유동자산	1,131	1,011	1,130	1,060	1,015
현금및현금성자산	783	520	277	223	119
매출채권 및 기타채권	182	285	316	411	467
재고자산	9	10	11	17	20
비유동자산	355	1,304	1,390	1,611	1,619
유형자산	177	359	474	665	705
관계기업 등 지분관련 자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	15	46	22	42	42
자산총계	1,486	2,314	2,540	2,713	2,676
유동부채	316	582	695	690	692
매입채무 및 기타채무	224	374	463	448	450
단기차입금	6	59	37	30	30
유동성장기부채	0	5	11	23	23
비유동부채	23	210	251	414	414
장기차입금	3	0	58	79	79
사채	0	0	0	0	0
부채총계	339	792	946	1,104	1,106
지배지분	1,099	1,167	1,219	1,229	1,199
자본금	47	47	47	111	111
자본잉여금	1,361	943	943	896	896
이익잉여금	-308	176	243	240	213
비지배지분	48	356	375	380	371
자본총계	1,147	1,523	1,595	1,609	1,569
순차입금	-777	-478	-522	-184	-79
총차입금	9	216	245	402	402

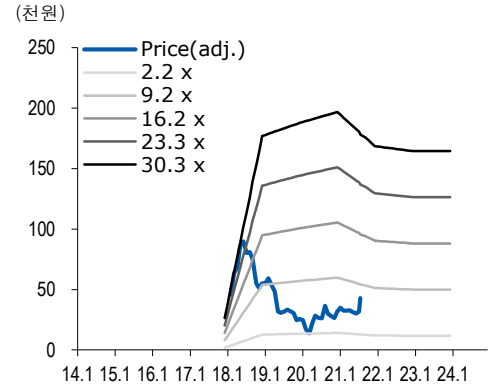
결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
EPS	-1,577	356	355	-286	-119
BPS	5,837	6,195	6,492	5,562	5,425
EBITDAPS	2,415	2,449	3,096	1,167	1,364
SPS	9,193	11,534	13,132	13,038	15,105
DPS	0	0	0	0	0
PER	-42.4	110.8	73.5	-149.8	-360.4
PBR	11.5	6.4	4.0	7.7	7.9
EV/EBITDA	52.3	31.6	16.3	32.0	27.7
PSR	7.3	3.4	2.0	3.3	2.8

결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)	16.0	31.4	13.9	16.8	15.9
영업이익 증가율 (%)	110.7	-36.9	-14.9	적전	적지
지배순이익 증가율 (%)	적전	흑전	-0.3	적전	적지
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	89.2	88.4
영업이익률 (%)	9.4	4.5	3.4	-1.4	-0.3
지배순이익률 (%)	-17.1	3.1	2.7	-2.2	-0.8
EBITDA 마진 (%)	13.2	10.6	11.8	9.0	9.0
ROIC	103.0	12.1	8.3	-4.1	-0.8
ROA	-25.7	3.5	2.8	-2.4	-1.0
ROE	-45.9	5.9	5.6	-5.2	-2.2
부채비율 (%)	29.6	52.0	59.3	68.6	70.5
순차입금/자기자본 (%)	-70.6	-40.9	-42.8	-14.9	-6.6
영업이익/금융비용 (배)	29.3	6.1	6.8	-1.8	-0.4

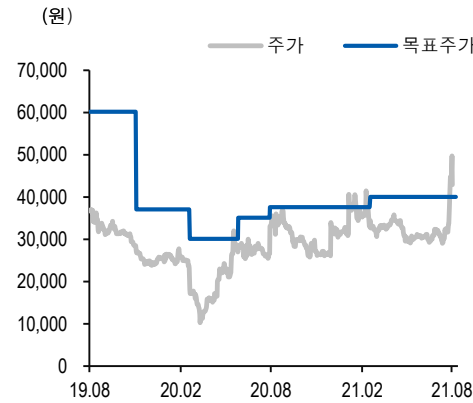
P/E band chart



P/B band chart



카페 24 (042000) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-08-11	HOLD	40,000	1년		
2021-02-25	BUY	40,000	1년		
2020-08-07	BUY	37,599	1년	-15.15	10.38
2020-06-04	BUY	35,092	1년	-21.95	-14.43
2020-02-27	BUY	30,079	1년	-36.70	6.33
2019-11-11	BUY	37,097	1년	-31.87	-25.13
2019-05-13	HOLD	60,158	1년	-47.43	-

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.0
Buy(매수)	93.6
Hold(중립)	6.4
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-08-08

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

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

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