

카페 24

| Bloomberg Code (042000 KS) | Reuters Code (042000.KQ)

2023년 12월 18일

[SW]

김아람 연구원
☎ 02-3772-2668
✉ kimaram@shinhan.com

지난 3년간의 근황, 그리고 유튜브 쇼핑



Not Rated

-



현재주가 (12월 15일)

28,100 원



목표주가

-



상승여력

-

- ◆ 국내 1위 인터넷 쇼핑물 구축 플랫폼
- ◆ 해외 진출, 풀필먼트 확장에 고정비 부담 증가하며 3년 연속 적자 전망
- ◆ 24~25년에는 유튜브 쇼핑 수혜, 비용 절감 노력에 실적 개선 두드러질 것



신한 리서치 투자정보
www.shinhansec.com

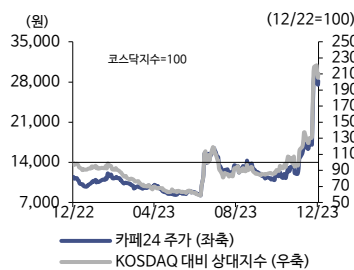
시가총액	632.2십억원
발행주식수	22.5백만주
유동주식수	16.8백만주(74.5%)
52 주 최고가/최저가	29,550 원/8,250 원
일평균 거래량 (60 일)	781,276 주
일평균 거래액 (60 일)	18,681 백만원
외국인 지분율	13.37%

주요주주	
우창균 외 14 인	25.17%
네이버	14.76%

절대수익률	
3개월	128.8%
6개월	229.0%
12개월	152.0%

KOSDAQ 대비 상대수익률	
3개월	145.4%
6개월	244.6%
12개월	117.3%

주가



인터넷 쇼핑몰 구축을 위한 필수템

카페24는 03년부터 인터넷 쇼핑몰 구축 및 운영을 돕는 각종 서비스를 제공해왔다. 카페24를 이용하면 도메인-호스팅-홈페이지 디자인-결제-재고관리-CS 등을 편리하게 관리할 수 있다. 3Q23 누적 기준 매출 비중은 EC플랫폼 82%, 인프라 12%, 기타(거래중개) 3%다.

3년간의 실험 - 해외진출과 풀필먼트

상장 이후 수익성 악화가 지속됐다. 특히 지난 3년간은 해외 진출, 풀필먼트 등 사업 확장으로 실적이 더욱 부진했다. 인건비와 감가비 등 고정비 부담이 커지며 연간 영업이익은 18년 156억원(OPM 9.4%)에서 21년 -199억원(적전), 22년 -297억원(적자확대)까지 감소했다.

기나긴 터널 끝에

유튜브 쇼핑으로 인한 매출액 증가, 사업 효율화를 통한 고정비 부담 감소로 24년 영업이익 64억원(흑자전환)을 전망한다.

① 유튜브 쇼핑: 카페24는 국내 유튜브들이 가장 많이 선택한 유튜브 쇼핑 파트너사다. 유튜브 쇼핑은 향후 성장성이 크다고 판단되는데, 온라인 쇼핑 시장 성장이 둔화될수록 크리에이터의 영향력이 커질 것이라 전망하기 때문이다. 크리에이터 팬들은 최저가보다는 크리에이터에 대한 애정, 신뢰도를 바탕으로 제품을 소비한다. 카페24는 구글로부터 투자를 유치할 만큼 유튜브 쇼핑에 적극적이다(260억원, 지분율 7.2%). 가장 큰 수혜가 기대된다. *9p GMV 시뮬레이션 참고

② 사업 효율화: 고정비 절감 노력에 따라 이르면 4Q23 흑자전환이 기대된다. 5개 해외 법인을 정리 중이며, 보수적 채용으로 22년 대비 23년 인건비 약 70억원 감소가 전망된다. 풀필먼트는 직접 투자로 비용 부담을 지기보다는 외부 파트너사와의 협력을 강화한다.

카페24 주가는 구글의 투자 이후 65% 상승했다. 이에 멀티플이 충분히 높아졌지만 향후 유튜브 쇼핑으로 인한 GMV 성장 규모, 성장 속도 추정에는 어려움이 있는 상황이다. 유튜브 쇼핑의 잠재력을 기대하지만 지금부터 추가적인 상승을 위해서는 실제 GMV 성장 속도 가늠할 수 있는 지표를 확인할 필요가 있다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2021	276.3	(19.9)	(18.8)	(933)	10,396	(29.4)	68.4	2.6	(10.5)	3.4
2022	279.3	(29.7)	(37.4)	(1,664)	6,593	(5.9)	65.5	1.5	(19.6)	18.7
2023F	275.2	(6.6)	(8.8)	(391)	6,202	(71.9)	25.3	4.5	(6.1)	18.8
2024F	285.7	6.4	5.4	240	7,565	116.9	16.6	3.7	3.5	(6.2)
2025F	313.4	19.4	16.4	728	8,293	38.6	12.1	3.4	9.2	(17.8)

자료: 회사 자료, 신한투자증권

최저가 검색이 통하지 않는 크리에이터 이코노미

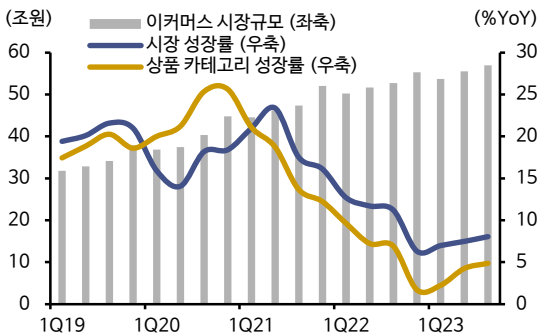
취향이나 재미를 위한 소비가 증가하며 SNS, 크리에이터 영향력 확대

국내 온라인 쇼핑 시장은 코로나 고성장 시기를 지나 한자릿수 후반대의 완만한 성장을 이어가고 있다. 경기 둔화 영향이 있었으나 여행/문화 등 서비스를 제외한 상품 카테고리 성장률은 1Q23~3Q23 +2~5%YoY까지 둔화됐다.

다만 소비를 ‘꼭 필요한 것’과 ‘취향이나 재미를 위한’ 소비로 나누어봤을 때, 후자인 발견형/재미추구형 소비는 여전히 성장 여력이 크다고 판단된다. 개개인의 취향을 반영하기에 상품 종류가 다양하고, 상품 간 1:1 비교가 어려워 엄격한 최저가 비교 잣대가 적용되지 않기 때문이다. 나아가 소비자들은 점점 더 자신의 취향과 재미를 위해 돈을 쓰는데 익숙해지고 있고(도네이션, 팝업스토어에서 굿즈 구매 등) 이를 발견하는 데 SNS와 크리에이터가 미치는 영향이 커지고 있다.

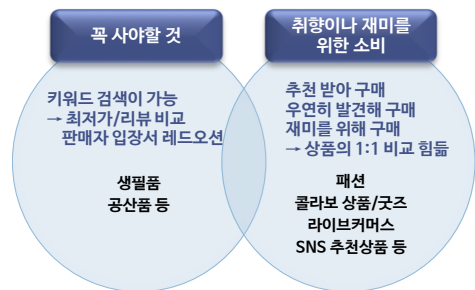
‘꼭 필요한 것’에 대해서도 크리에이터의 영향력이 확대될 수 있다. 키워드 검색이 가능한 제품일수록 마케팅/가격경쟁이 치열해지지만 크리에이터를 좋아하는 팬들은 최저가보다는 크리에이터에 대한 애정, 신뢰도를 바탕으로 제품을 소비한다. 구매전환을 측면에서 크리에이터와의 협업이 유리할 수 있다.

국내 온라인 쇼핑 시장 규모 추이



자료: 통계청, 신한투자증권

소비의 구분



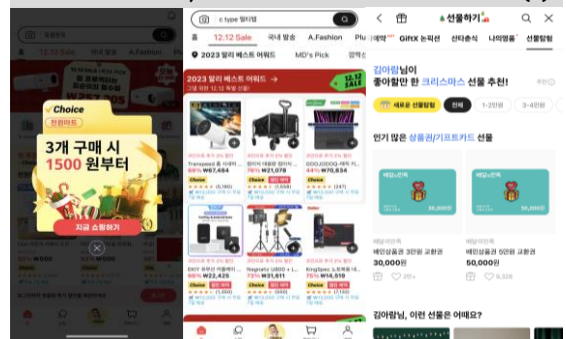
자료: 신한투자증권

생필품이 필요한 경우 - 키워드 검색/최저가 비교

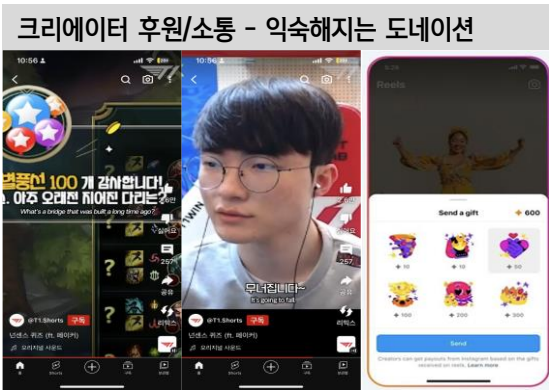


자료: 회사 자료, 신한투자증권

중 커머스플랫폼, 나에게 선물하기 - 재미난 발견(?)



자료: 회사 자료, 신한투자증권



자료: 유튜브, 회사 자료, 신한투자증권

주: (우) 12월 인스타그램이 도입한 '기프트' 기능('스타'라는 재화를 구매해 릴스를 제작한 크리에이터에 후원)



자료: 언론 자료, 신한투자증권

주: (좌) 망그려진 곰 콜라보, (중간) 산리오 콜라보, (우) BJ들이 플레이하며 인기를 얻은 수박게임/메이플운빨디펜스

유튜브 쇼핑 출시로 유튜버들의 커머스 사업 확산될 전망

유튜브 쇼핑과 동반 성장이 기대되는 카페24

유튜브는 취향과 재미를 담은 콘텐츠가 많아 쇼핑과 시너지를 낼 수 있는 부분이 많다. 유튜브 쇼핑은 크리에이터가 동영상/Shorts/라이브 영상을 통해 상품을 직접적으로 홍보할 수 있는 기능이다. 구체적으로 ① 자체 브랜드 연동, ② 영상 태그/콘텐츠 아래 제품 섹션을 통한 자체 상품 홍보(동영상/Shorts/라이브스트림), ③ '다른 브랜드' 홍보, ④ 태그된 제품에 대한 통계 기능을 제공한다.

유튜브는 연동 가능한 쇼핑 플랫폼으로 카페24(한국만), Shopify, SpreadShop, Spring, Suzuri(일본만)를 지원한다. 카페24는 국내 판매자들이 가장 대중적으로 이용하는 플랫폼인 만큼 유튜브 쇼핑으로 인한 간접적인 수혜가 기대된다.

유튜브 쇼핑 기능 정리



자료: Google, 신한투자증권

유튜브 쇼핑 연동 가능 쇼핑몰

지원되는 제휴사 또는 플랫폼을 사용하여 제품을 판매하는 경우 스토어를 연결할 수 있습니다. 스토어가 연결되면 채널에 '쇼핑' 기능을 사용 설정할 수 있습니다.

YouTube에서 스토어의 제품을 관리하는 방법도 알아볼 수 있습니다.

지원되는 쇼핑 플랫폼

- 카페24(한국에서만 사용 가능)
- Shopify
- Spreadshop
- Spring (이전 명칭: Teespring)
- Suzuri (일본에서만 사용 가능)

지원되는 쇼핑 제휴사

유튜브 쇼핑 이용 자격기준 완화(23년 6월)

멤버십
Supers
쇼핑

- 구독자 500명 이상
- 지난 90일간 동영상 업로드 3개 이상
- 그리고 다음 중 하나
- 최근 1년간 동영상 유료 시청 시간 3,000 시간 이상 또는 지난 90일간 쇼츠 조회수 300만 이상

광고
수익

- 구독자 1,000명 이상
- 그리고 다음 중 하나
- 최근 1년간 동영상 유료 시청 시간 4,000시간 이상 또는 지난 90일간 쇼츠 조회수 1,000만 이상

자료: Google, 신한투자증권

자료: Google, 신한투자증권

유튜브 쇼핑 잠재력에 대한 고민

온라인 쇼핑 시장에 침투

이전부터 브랜드마케팅 수단
으로 활발히 활용된 유튜브
→ 쇼핑 기능 출시하며
온라인쇼핑 시장에 직접 진출

일각에서는 유튜브 쇼핑이 국내 라이브커머스 시장(22년 기준 6조원 시장 추정)을 침투한다고 본다. 그러나 라이브커머스 시장보다는 국내 온라인 쇼핑 시장(22년 기준 209조원 시장)을 침투한다고 보는 것이 합리적이라고 판단하는데, 유튜브 자체가 라이브보다는 VOD 중심으로 운영되는 플랫폼이기 때문이다.

소비자들은 업로드 알람이 울리자마자 영상을 보러 달려가기보다는 본인이 좋아하는 크리에이터를 구독해놓고 '원하는 시간'에 영상을 시청한다. 실시간성보다 화제성/마케팅이 중요한 상품과 시너지가 클 수밖에 없다. 실제로 국내에서 유튜브는 라이브커머스보다는 주로 축제 방송, 유료 광고(하단 링크로 상품 홍보)로 활용되고 있다.



자료: 유튜브, 신한투자증권



자료: 유튜브, 신한투자증권

구글은 왜 유튜브 쇼핑을 시작했을까

유튜브를 ‘커머스’
그 자체로 수익화하는
방법을 고민해온 구글

구글은 19년 10월 미국에서 유튜브 쇼핑을 시작했다. 쇼핑 관련 트래픽을 수익화하지 않을 이유가 없었을 것이다. 구글에 따르면 점점 더 많은 사람들이 제품의 발견에서부터 사용 방법, 리뷰에 대한 내용을 유튜브에서 찾고 있다. 현지 쇼핑객의 89%가 ‘크리에이터의 추천을 믿을 수 있다’, 87%가 ‘유튜브에서 쇼핑하거나 탐색할 때 구매결정을 더 빨리 내릴 수 있는 것 같다’고 응답했다. 상식적으로 생각해봐도 마케팅(제품의 발견) 측면에서는 아마존보다 유튜브가 효율적인 면이 있다고 본다.

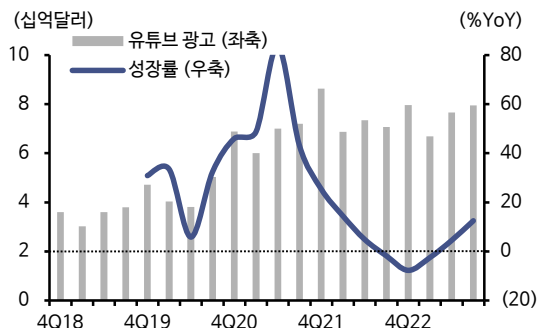
국내에서도 유튜브가 소비자 구매 여정에 미치는 영향이 커지고 있다. 언박싱/하울 영상은 크리에이터들이 가장 자주 활용하는 주제 중 하나이며, 상품 리뷰를 메인으로 하는 채널도 늘고 있다. 유튜브 쇼핑이 가지는 잠재력은 분명 크다.

유튜브가 소비 여정에 미치는 영향



자료: Think with Google, 신한투자증권

구글 유튜브 광고 매출 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

국내 유튜브 쇼핑 현황과 전망

국내에서 유튜브 쇼핑이
가지는 영향력은
점차 커질 수 있음

다만 유튜브 쇼핑 활성화 정도는 아직 낮은 편인데, 인지도가 낮은 영향이 크다고 판단된다. 그러나 추가 수익을 원하는 크리에이터 입장에서는 채택하지 않을 이유가 없으므로 시간을 두고 점차 활성화 될 것으로 예상된다.

① 소비 시장내 크리에이터의 영향력 확대

온라인 쇼핑 경쟁 심화
vs. 크리에이터 영향력
확대로 자체 브랜드,
외부 브랜드 콜라보
지속 증가할 전망

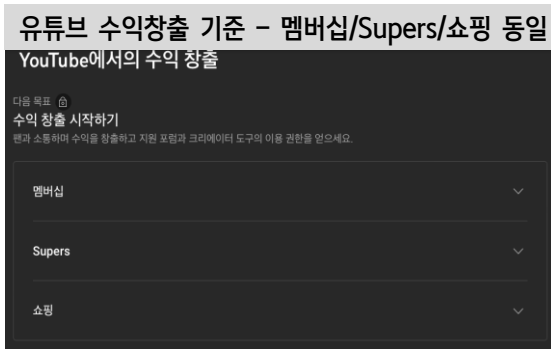
소비 시장 내 크리에이터들이 가지는 영향력이 커지면서 크리에이터 자체 브랜드가 늘어날 전망이다. 국내 온라인 쇼핑 시장은, 오픈마켓/스마트스토어 판매자들이 대형화되고 성장 속도가 둔화되면서 마케팅/가격 경쟁이 치열해지고 있다.

반면 크리에이터를 좋아하는 팬들은 최저가보다는 크리에이터에 대한 애정, 신뢰도를 바탕으로 제품을 소비한다. 크리에이터들은 ‘취향이나 재미를 위한 상품’(굿즈 등)을 제작해 판매한다던가 외부 브랜드와의 협업을 통해 구매 전환율을 높이기 위해 유리하다(구독자 타겟 마케팅, 콜라보 상품 출시 등). 크리에이터 커머스가 지속해서 늘어날 것이라 전망하는 이유다.

구글도 유튜브쇼핑에 진심인 편

구글은 완화된 수익 창출 기준을 적용하고 카페24에 260억원을 투자하며 유튜브 쇼핑을 적극 지원하고 있다. 현재 유튜브 쇼핑의 자격 기준은 멤버십, 슈퍼챗/슈퍼스티커/슈퍼팬스 자격 기준과 동일하다(일반 광고 대비 허들 낮음).

유튜버 고기남자, 지뽀뽀, 빠터너스 등이 유튜브 쇼핑을 채택했다. 이들 대형 유튜버의 초기 성과가 우수하다면, 시간을 두고 더 많은 크리에이터들이 자체 브랜드를 시작할 것이다. 써드파티 크리에이터 커머스 사업자 역시 많아질 수 있겠다.



자료: Google, 신한투자증권



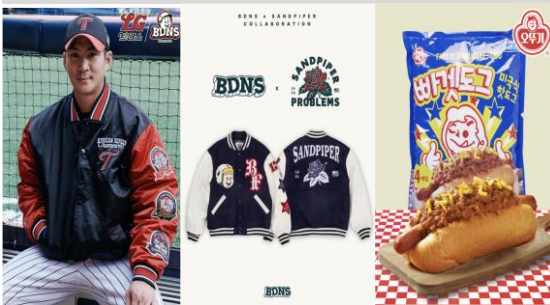
자료: 유튜브, 신한투자증권

유튜브 크리에이터 수익화 방안 예시 - 유튜버 지뽀뽀 사례



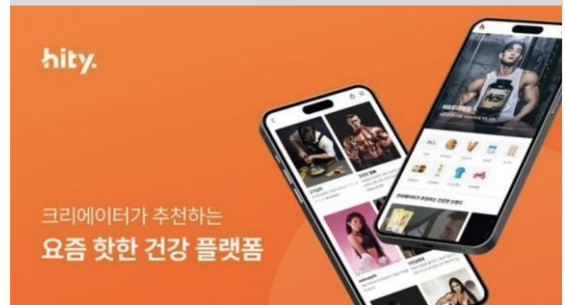
자료: 유튜브, 신한투자증권

빠터너스 x 외부 브랜드 콜라보 사례



자료: BDNS, 신한투자증권

크리에이터 커머스 사업자



자료: 언론 자료, 신한투자증권

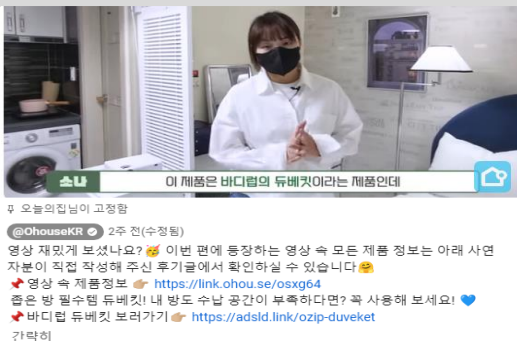
② 보다 효율적인 브랜드 광고 수단

브랜드 홍보는 링크 위주
→ 영상내 직접 태그로
다양화될 수 있음

유튜브 상품 광고가 링크에서 상품 태그로 다양화될 전망이다. 유튜브 쇼핑의 '다른 브랜드 제품 홍보 기능'을 활용하면 크리에이터는 광고주 상품을 직접 영상에 태그하고 콘텐츠 아래 제품 섹션을 통해 홍보할 수 있다.

브랜드 입장에서 해당 광고를 채택하지 않을 이유가 없는데, 단순히 하단 링크를 활용하는 것보다 소비자 편의성이 개선돼 구매 전환율이 높아질 수 있기 때문이다. 크리에이터 입장에서도 직접 커머스(자체 쇼핑몰 구축 및 연동) 대비 진입장벽이 낮고, 성과 측정이 용이해(판매 통계 제공) 한번 활용성이 검증된다면 빠르게 채택률이 높아질 수 있다.

기존 댓글/상세페이지에서 상품 홍보



자료: 유튜브, 신한투자증권

동영상 플레이 중 타임스탬프 활용 가능



자료: Google, 신한투자증권

카페24 실적에 얼마나 기여할지는 좀 더 지켜봐야

카페 24 유튜브 쇼핑
파트너로 초기 시장 선점중

그러나 현재로서는 GMV가
얼마나 빠르게, 얼마나 많이
올라올지 예측하기 어려움

그렇다면 유튜브 쇼핑은 카페24 실적에 얼마나 기여할 수 있을까? 안타깝지만 현재로서는 그 규모와 속도를 예측하는데 한계가 있다. 카페24의 주 수익모델은 GMV(거래액)와 약한 비례관계를 가지는 결제와 각종 부가서비스로, 크리에이터가 유튜브 쇼핑을 도입하고 쇼핑몰에서 GMV가 유의미하게 늘어나기까지 시간이 필요하기 때문이다. 내년 소비 경기 전망도 밝지만은 않다.

그러나 유튜브 쇼핑을 시작하는 크리에이터들이 하나둘 늘고 있다는 점에서 기대치를 완전히 낮출 필요도 없다고 판단한다. 다음 장에 국내 GMV 성장률 가정에 따른 24년, 25년 추정치를 시뮬레이션 해봤다. Base Case로 25년 기준 유튜브 쇼핑 거래액 1.7조원(전체 전문물 거래액 대비 약 2~3%)을 가정했다. 참고로 22년 기준 카페24 GMV는 14.0조원으로 전체 온라인 쇼핑 거래액에서 차지하는 비중은 6.7%, 전문물 거래액에서 차지하는 비중은 18.7%다.

*주: 22년 주요 온라인 쇼핑 사업자의 GMV와 점유율은 쿠팡 43.7조원(20.8%), 네이버 41.7조원(19.9%), 신세계 21.7조원(10.6%)(연론 보도 기준)

Base Case - 25년 국내 GMV 성장률 +15%

(십억원, %)	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
국내 온라인쇼핑	136,601	158,284	190,223	209,879	225,494	241,742	259,816
(%YoY)	20.6	15.9	20.2	10.3	7.4	7.2	7.5
카페24 과금대상 GMV	6,032	7,689	10,956	10,683	11,313	12,170	13,945
국내	5,881	7,465	9,039	10,411	11,081	11,967	13,763
(%YoY)		26.9	21.1	15.2	6.4	8.0	15.0
기존	5,881	7,465	9,039	10,411	11,081	11,746	12,566
유통브쇼핑						222	1,197
매출액	217.2	247.3	276.3	279.3	275.2	285.7	313.4
(%YoY)	31.4	13.9	11.7	1.1	(1.5)	3.8	9.7
EC플랫폼	173.4	201.7	244.6	221.8	233.0	242.5	267.1
인프라	29.0	31.0	32.2	34.3	34.9	37.3	41.7
기타	14.0	14.6	13.6	10.0	7.3	5.8	4.7
영업비용	207.4	239.0	296.2	287.3	281.8	279.3	294.1
인건비	93.8	106.9	133.1	127.6	121.2	120.2	127.3
영업이익	9.8	8.4	(19.9)	(29.7)	(6.5)	6.4	19.4
POR	62.9x	73.9x				96.8x	31.9x

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

주1: 12/15 시가총액 6,322억원 기준

주2: 25F 유통브쇼핑 거래액을 1.7조원이라고 가정(30% 현금결제), 전체 전문물 거래액의 2% 수준

Bull Case - 25년 국내 GMV 성장률 +25%

(십억원, %)	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
국내 온라인쇼핑	136,601	158,284	190,223	209,879	225,494	241,742	259,816
(%YoY)	20.6	15.9	20.2	10.3	7.4	7.2	7.5
카페24 과금대상 GMV	6,032	7,689	10,956	10,683	11,313	12,170	15,142
국내	5,881	7,465	9,039	10,411	11,081	11,967	14,959
(%YoY)		26.9	21.1	15.2	6.4	8.0	25.0
기존	5,881	7,465	9,039	10,411	11,081	11,746	12,566
유통브쇼핑						222	2,393
매출액	217.2	247.3	276.3	279.3	275.2	285.7	333.9
(%YoY)	31.4	13.9	11.7	1.1	(1.5)	3.8	16.9
EC플랫폼	173.4	201.7	244.6	221.8	233.0	242.5	284.0
인프라	29.0	31.0	32.2	34.3	34.9	37.3	45.2
기타	14.0	14.6	13.6	10.0	7.3	5.8	4.7
영업비용	207.4	239.0	296.2	287.3	281.8	279.3	303.5
인건비	93.8	106.9	133.1	127.6	121.2	120.2	127.3
영업이익	9.8	8.4	(19.9)	(29.7)	(6.5)	6.4	30.4
POR	62.9x	73.9x				96.8x	20.3x

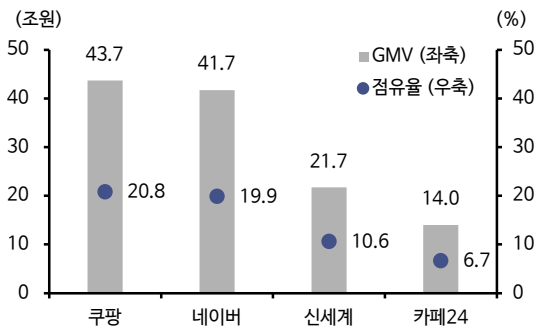
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

Bear Case - 25년 국내 GMV 성장률 +8%

(십억원, %)	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
국내 온라인쇼핑	136,601	158,284	190,223	209,879	225,494	241,742	259,816
(%YoY)	20.6	15.9	20.2	10.3	7.4	7.2	7.5
카페24 과금대상 GMV	6,032	7,689	10,956	10,683	11,313	12,170	13,108
국내	5,881	7,465	9,039	10,411	11,081	11,967	12,925
(%YoY)		26.9	21.1	15.2	6.4	8.0	8.0
기존	5,881	7,465	9,039	10,411	11,081	11,746	12,566
유통브쇼핑						222	359
매출액	217.2	247.3	276.3	279.3	275.2	285.7	299.1
(%YoY)	31.4	13.9	11.7	1.1	(1.5)	3.8	4.7
EC플랫폼	173.4	201.7	244.6	221.8	233.0	242.5	255.3
인프라	29.0	31.0	32.2	34.3	34.9	37.3	39.2
기타	14.0	14.6	13.6	10.0	7.3	5.8	4.7
영업비용	207.4	239.0	296.2	287.3	281.8	278.9	288.8
인건비	93.8	106.9	133.1	127.6	121.2	119.8	125.1
영업이익	9.8	8.4	(19.9)	(29.7)	(6.5)	6.8	10.3
POR	62.9x	73.9x				91.0x	60.1x

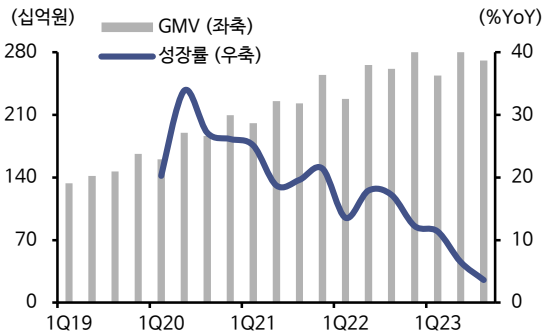
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

주요 이커머스 플랫폼별 거래액 비교(22년)



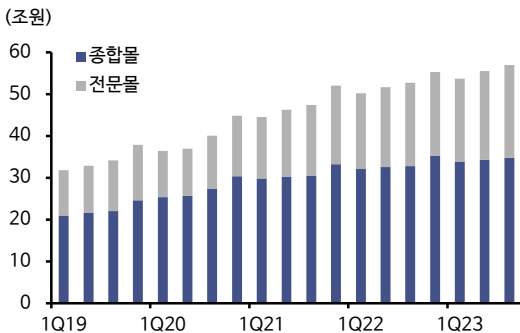
자료: 언론 자료, 신한투자증권

카페24 국내 GMV 추이



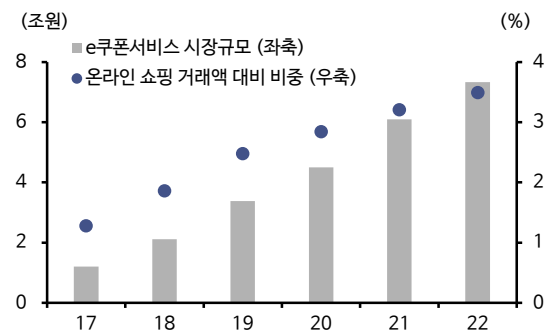
자료: 회사 자료, 신한투자증권

종합몰 vs. 전문몰 거래액 추이



자료: 통계청, 신한투자증권

e쿠폰(선물하기) 시장 규모 추이



자료: 통계청, 신한투자증권

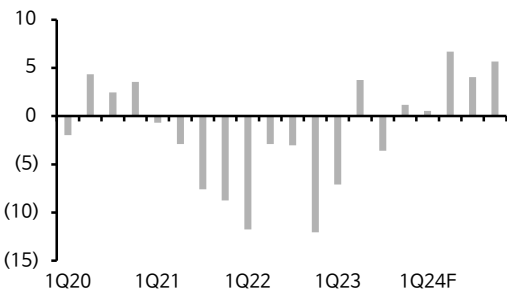
카페24 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	2022	2023F	2024F
GMV	2,351	2,718	2,679	2,935	2,596	2,890	2,760	3,067	10,683	11,313	12,170
(%YoY)	(18.8)	(13.0)	16.3	11.5	10.4	6.3	3.0	4.5	(2.5)	5.9	7.6
매출액	59.9	67.5	66.4	72.3	65.8	73.1	64.8	71.6	279.3	275.2	285.7
(%YoY)	(6.6)	(3.1)	(0.1)	(5.0)	9.9	8.3	(2.5)	(1.0)	1.1	(1.5)	3.8
(%QoQ)	(21.3)	12.6	(1.5)	8.8	(9.0)	11.1	(11.4)	10.5			
부문별											
EC플랫폼	49.0	56.6	55.0	61.2	54.8	61.9	56.1	60.3	221.8	233.0	242.5
결제	17.5	19.9	19.7	22.6	20.0	22.5	21.8	23.6	79.8	87.9	94.6
EC솔루션	9.9	10.9	11.1	10.0	10.8	6.8	6.4	7.1	41.9	31.1	27.6
비즈니스솔루션	4.7	3.3	2.8	6.2	3.3	4.6	3.5	4.3	17.0	15.8	16.3
공급망서비스	14.4	17.9	16.6	16.4	16.1	19.5	16.7	16.4	65.2	68.8	69.2
마케팅솔루션	7.2	7.7	8.1	8.2	7.3	8.4	7.8	8.8	31.1	32.3	34.8
인프라	7.8	8.2	9.1	9.1	9.0	9.1	7.2	9.7	34.3	34.9	37.3
기타(거래중개)	3.1	2.6	2.3	2.0	2.1	2.1	1.5	1.6	10.0	7.3	5.8
영업비용	69.8	71.6	69.5	76.4	71.0	71.3	68.4	71.1	287.3	281.8	279.3
급여	30.2	29.8	29.0	28.2	28.6	28.3	28.0	26.1	117.1	111.1	110.6
지급수수료	13.2	14.3	13.0	13.9	14.4	14.8	13.3	15.0	54.4	57.5	59.1
감가비	6.6	6.1	7.1	7.3	7.3	7.1	7.0	7.0	27.0	28.5	28.1
일회성비용				4.0	0.0	0.4	2.0	1.5	4.0	4.0	2.0
영업이익	(11.8)	(2.9)	(3.0)	(12.1)	(7.1)	3.7	(3.6)	0.5	(29.7)	(6.5)	6.4
(%OPM)	(19.6)	(4.3)	(4.6)	(16.7)	(10.8)	5.1	(5.6)	0.6	(10.6)	(2.3)	2.2
(%YoY)	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	적지	흑전	적지	적지	흑전
(%QoQ)	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	적전	흑전			
당기순이익	(11.7)	(8.2)	(4.9)	(25.1)	(7.3)	(1.4)	23.4	0.2	(49.9)	15.0	3.8
(%NPM)	(19.5)	(12.1)	(7.4)	(34.8)	(11.0)	(1.8)	36.2	0.3	(17.9)	5.5	1.3
(%YoY)	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	적지	흑전	(74.7)
(%QoQ)	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	(99.2)			

자료: 신한투자증권 / 주: 일회성 비용은 사업 효율화 과정에서 발생하는 비용으로 1H24까지 발생 가능

분기 영업손익 추이

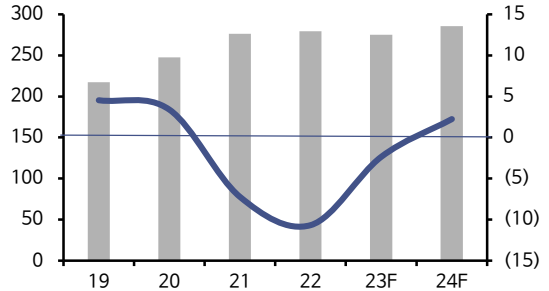
(십억원)



자료: 회사 자료, 신한투자증권

연간 실적 추이 및 전망

(십억원) — 매출액 (좌축) — 영업이익률 (우축) (%)



자료: 회사 자료, 신한투자증권

전문몰을 위한 각종
부가서비스 제공 업체
결제-도메인-재고관리
-CS-풀필먼트 등

참고 ① 기업소개

카페24는 03년부터 인터넷 쇼핑몰 구축 및 운영을 위한 각종 서비스를 제공해왔다. 자체 홈페이지를 가진 '전문몰'에 특화되어 있으며 국내 전문몰 거래액의 약 19%(전체 인터넷 쇼핑몰 거래액의 7%)가 카페24 플랫폼을 통해 거래된다.

전문몰의 특징은 홈페이지 커스터마이징이 가능하고 고객 데이터를 직접 관리할 수 있지만 스마트스토어 대비 손을 많이 필요하다는 것이다. 카페24를 이용하면 도메인 설정에서부터 디자인, 결제, 스토어연동 등을 편리하게 관리할 수 있다.

1) EC플랫폼

EC플랫폼은 쇼핑몰의 구축부터 운영을 돕는 솔루션에서 발생하는 매출로, 결제 솔루션, EC솔루션, 비즈니스솔루션, 공급망서비스, 마케팅솔루션으로 구성된다. 결제솔루션은 GMV(거래액)의 약 0.7~1%를 수취하며, $4Q > 2Q > 1/3Q$ 계절성을 가진다. GMV가 클수록 다양한 솔루션을 이용할 확률이 높기 때문에 기타 솔루션들은 GMV와 약한 비례 관계를 가지며, 22년 기준 매출비중은 85%다.

2) 인프라

쇼핑몰을 운영하기 위해서는 상품/판매 데이터를 저장하고 처리하기 위한 서버가 필요하다. 서버를 빌려주는 서비스를 호스팅서비스라고 하는데, 이 매출이 인프라 매출이다. 이용량에 따라 5,500원/월 등의 계약 형식을 띄며 매출에 큰 변동이 없는 안정적인 캐시카우다. 22년 기준 매출 비중은 12%다.

3) 기타(거래중개)

19년 1월 인수한 명품 중고거래 플랫폼 필웨이가 대부분의 매출을 구성한다. 필웨이는 중고 거래액의 9.9%를 수수료로 인식하며 3Q23 누적 순이익 -24억을 기록했다.

카페24 매출 구성

(십억원, %)	22년 매출액	22년 비중	서비스 소개	비고
EC플랫폼	221.8	79	쇼핑몰 구축 및 운영을 위한 솔루션(부가서비스)	
1) 결제솔루션	79.8	29	신용카드, 간편결제, 계좌이체 등 PG 서비스	GMV의 약 0.7~1% 판매자로부터 1.8~4.05% 수수료를 받아 카드사/PG사 몫을 제외한 순수수료를 매출로 인식
2) EC솔루션	41.9	15	도메인, SMS, 상품/재고/고객관리, 스토어 연동(네이버, 지그재그, 무신사 등) 등	월 단위 반복 결제, 프로젝트성(일회성) 혼합
3) 비즈니스솔루션	17.0	6	CS/운영/판매대행, 직접판매, 글로벌 진출 지원, 창업센터 운영 등	월 단위 반복 결제, 프로젝트성(일회성) 혼합
4) 공급망서비스	279.3	23	풀필먼트: 한진/패스트박스 등과 협업 상품공급: 상품제작대행, 자회사 제이씨어페럴은 패션 상품 제작	상품/제품 판매시 매출 원가 발생 지급수수료(임차료, 파트너비용) 발생
5) 마케팅솔루션	31.1	11	광고 대행(네이버, 카카오 등)/컨설팅	광고 집행금액의 10~20%를 매체사가 RS(순매출)
인프라	34.3	12	호스팅 서비스	월 단위 반복 결제
기타(거래중개)	10.0	4	필웨이 등	필웨이는 거래대금의 9.9%를 수수료로 수취

자료: 회사 자료, 신한투자증권

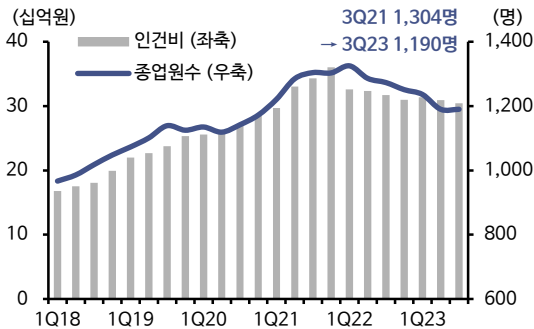
4) 주요 비용 분석

고정비 비중 높음
인력 채용 속도 조절,
해외법인 정리로
4Q23 흑자전환 전망

비용의 대부분은 인건비(51%)와 감가비(10%), 지급수수료(18%)로 구성된다. 특히 지난 3년간은 해외 진출, 풀필먼트 사업을 확장하면서 인건비와 감가비 부담이 크게 증가했다. 인건비는 코로나로 인한 IT 개발자 인력 확보 경쟁이 겹쳤는데 현재는 관련 경쟁이 완화됐고 보수적 채용 기조를 유지하고 있다.

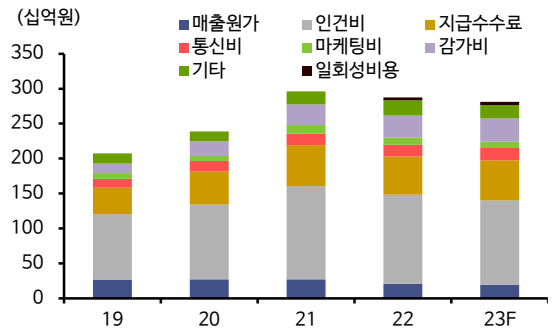
22년부터 전사적인 비용 효율화 노력을 하고 있다. 해외법인 5곳의 철수를 결정했으며, 풀필먼트 등 판매자를 위한 부가서비스들은 직접 투자하기보다는 외부 생태계를 적극적으로 활용하는 방향으로 선회했다. 4분기가 성수기인만큼 빠르면 4분기 흑자 전환도 가능할 전망이다.

본사 임직원수, 인건비 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

비용 구성



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

종속회사 현황

(백만원)	매출액	순이익	비고
필리핀 법인	7,433	(189)	철수중, 웹사이트인/CS 아웃소싱
중국 법인	8,764	(612)	중국/본사 CS 지원
에스아이아이씨	7,624	399	국내 CS/광고 지원
일본 법인	2,869	(1,615)	축소 운영 계획, 일본 CS 지원, 플랫폼 사업
제이씨어패럴	21,317	(1,376)	의류 제작 대행
패스트박스	39,744	(3,976)	풀필먼트
핀즈	10,620	3,586	23년 8월 매각(50%→ 8%), 재고관리솔루션
필웨이	10,062	(2,603)	중고 명품거래 플랫폼
베트남 법인	512	(1,052)	철수중, 상품매매 및 플랫폼 사업
중국 상해 법인	3,017	(2,345)	철수중, 상품매매 및 플랫폼 사업
인도 법인	130	(502)	철수중, 상품매매 및 플랫폼 사업
북미 법인	-	(217)	상품매매 및 플랫폼 사업
독일 법인(유럽)	-	(737)	철수중, 상품매매 및 플랫폼 사업

자료: 회사 자료, 신한투자증권 / 주: 재무 데이터는 22년 기준

참고 ② 과거 주가 추이 분석

GMV 성장 → 실적 성장
기대감에 따라 움직인 주가

18년 2월 테슬라 요건으로 상장, 상장 이후 약 6개월간 3배 가까이 상승했다. 국내 이커머스 시장과 함께 성장할 수 있다는 점, 일본 진출을 앞뒀다는 점이 주목 받았다. 카페24는 고정비 비중이 높아 GMV 성장에 따라 가파른 이익 성장을 기대해볼 수 있다. 당시 일본 전자상거래 침투율은 6~7% 불과했는데, 카페24의 오랜 업력과 적극적인 투자(선제적 인력 충원 등)에 일본에서의 성공 가능성이 높다고 평가됐다. 그러나 일본 성과가 지지부진 했고(18년 10월 출시), 고정비 부담으로 시장의 기대치를 하회하는 실적이 이어지면서 주가가 조정받았다.

21년 8월에는 네이버와의 지분 교환으로 주목 받았다. 네이버 대상 약 1,370억 규모의 3자 배정 유상증자(15%)가 이뤄졌으며, 네이버 자사주 0.19%를 취득했다. 스마트스토어 판매자는 카페24 솔루션 이용하고 카페24 판매자는 네이버 솔루션을 이용하는 시너지(D2C 솔루션 ⇄ 라이브커머스 등)가 기대됐다.

그러나 네이버와의 협업이 구체화되지 못했고 22년에도 부진한 실적이 이어지며 주가는 다시 하락세로 돌아섰다. 23년 6월에는 반등에 성공했는데 유튜브 쇼핑과 협업 관계가 부각됐기 때문이다. 지난 12/5 이후로는 구글의 지분 투자 소식(260억원)이 긍정적으로 작용했다.

카페24 주가 분석



자료: QuantiWise, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
자산총계	416.2	341.1	320.3	335.3	352.4
유동자산	111.6	107.3	102.2	131.3	161.6
현금및현금성자산	24.2	35.0	30.9	57.5	80.9
매출채권	29.8	30.1	29.6	30.8	33.8
재고자산	5.5	1.4	1.4	1.5	1.6
비유동자산	304.6	233.8	218.1	204.0	190.8
유형자산	79.2	76.8	65.9	55.0	44.1
무형자산	72.2	49.2	44.5	41.1	38.8
투자자산	125.3	61.8	61.8	61.8	61.9
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	144.8	171.7	159.5	145.4	147.7
유동부채	93.8	127.3	115.2	100.8	102.3
단기차입금	13.5	39.7	39.7	24.7	24.7
매입채무	10.8	4.9	4.9	5.1	5.6
유동성장기부채	4.8	5.8	0.0	0.0	0.0
비유동부채	51.0	44.5	44.3	44.6	45.4
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(경기금융부채 포함)	42.2	36.8	36.8	36.8	36.8
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	271.4	169.4	160.8	189.9	204.6
자본금	11.2	11.2	11.2	11.2	11.2
자본잉여금	234.6	234.6	234.6	259.9	259.9
기타자본	(3.0)	(3.0)	(3.0)	(3.0)	(3.0)
기타포괄이익누계액	(14.6)	(63.1)	(63.1)	(63.1)	(63.1)
이익잉여금	5.6	(31.5)	(40.3)	(34.9)	(18.5)
지배주주지분	233.9	148.3	139.5	170.2	186.5
비지배주주지분	37.5	21.1	21.3	19.7	18.1
*총차입금	71.7	92.6	86.6	72.0	73.0
*순차입금(순현금)	9.2	31.7	30.2	(11.8)	(36.4)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	5.6	11.3	22.4	37.7	45.6
당기순이익	(18.1)	(49.9)	(8.6)	3.8	14.8
유형자산상각비	25.1	28.9	28.9	28.9	28.9
무형자산상각비	4.6	5.0	4.7	3.3	2.3
외화환산손실(이익)	(0.2)	(0.2)	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.0	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.0	0.8	0.8	0.8	0.8
운전자본변동	(3.2)	8.2	(5.6)	(1.2)	(3.3)
(법인세납부)	(1.3)	(1.3)	(0.4)	(1.5)	(3.5)
기타	(1.3)	19.9	2.7	3.7	5.7
투자활동으로인한현금흐름	(26.9)	(7.6)	(19.8)	(21.0)	(22.4)
유형자산의증가(CAPEX)	(25.8)	(18.2)	(18.0)	(18.0)	(18.0)
유형자산의감소	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0
무형자산의증가(증가)	(1.6)	(1.9)	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	3.3	1.5	0.0	(0.0)	(0.1)
기타	(3.0)	10.9	(1.8)	(3.0)	(4.3)
FCF	(16.4)	(1.3)	3.3	17.3	24.8
재무활동으로인한현금흐름	17.3	7.2	(6.0)	10.6	1.0
차입금의 증가(감소)	20.5	24.5	(6.0)	(14.6)	1.0
자기주식의처분(취득)	1.5	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	0.0	(4.0)	0.0	0.0	0.0
기타	(4.7)	(13.3)	0.0	25.2	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	(0.7)	(0.7)	(0.7)
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	0.4	(0.0)	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	(3.5)	10.8	(4.1)	26.6	23.5
기초현금	27.7	24.2	35.0	30.9	57.5
기말현금	24.2	35.0	30.9	57.5	80.9

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

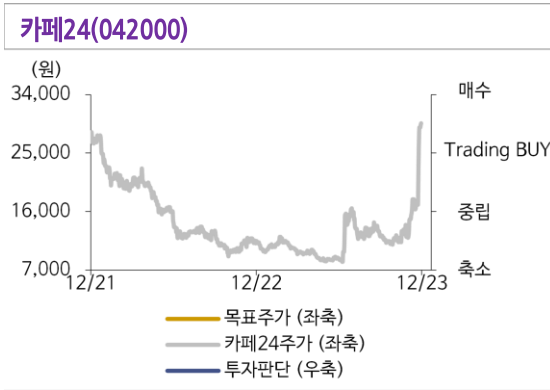
12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	276.3	279.3	275.2	285.7	313.4
증감률 (%)	11.7	1.1	(1.5)	3.8	9.7
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	276.3	279.3	275.2	285.7	313.4
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매관리비	296.2	309.1	281.8	279.3	294.1
영업이익	(19.9)	(29.7)	(6.6)	6.4	19.4
증감률 (%)	적전	적지	적지	흑전	203.1
영업이익률 (%)	(7.2)	(10.6)	(2.4)	2.2	6.2
영업외손익	(1.8)	(25.4)	(1.6)	(1.1)	(1.1)
금융손익	(1.6)	(3.0)	(3.4)	(2.8)	(1.9)
기타영업외손익	(0.1)	(22.4)	1.8	1.7	0.8
중속 및 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	(21.7)	(55.2)	(8.2)	5.3	18.3
법인세비용	(3.7)	(5.3)	0.4	1.5	3.5
계속사업이익	(18.1)	(49.9)	(8.6)	3.8	14.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(18.1)	(49.9)	(8.6)	3.8	14.8
증감률 (%)	적전	적지	적지	흑전	288.4
순이익률 (%)	(6.5)	(17.9)	(3.1)	1.3	4.7
(지배주주)당기순이익	(18.8)	(37.4)	(8.8)	5.4	16.4
(비지배주주)당기순이익	0.7	(12.4)	0.2	(1.6)	(1.6)
총포괄이익	(32.7)	(98.4)	(8.6)	3.8	14.8
(지배주주)총포괄이익	(33.4)	(96.0)	(7.5)	3.3	12.9
(비지배주주)총포괄이익	0.7	(12.4)	(1.1)	0.5	1.9
EBITDA	9.7	4.2	27.0	38.6	50.6
증감률 (%)	(66.8)	(56.8)	545.0	42.8	31.1
EBITDA 이익률 (%)	3.5	1.5	9.8	13.5	16.1

주요 투자지표

12월 결산	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS (당기순이익, 원)	(898)	(2,216)	(381)	169	657
EPS (지배순이익, 원)	(933)	(1,664)	(391)	240	728
BPS (자본총계, 원)	12,063	7,529	7,148	8,440	9,097
BPS (지배지분, 원)	10,396	6,593	6,202	7,565	8,293
DPS (원)	0	0	0	0	0
PER (당기순이익, 배)	(30.5)	(4.4)	(73.7)	166.1	42.8
PER (지배순이익, 배)	(29.4)	(5.9)	(71.9)	116.9	38.6
PBR (자본총계, 배)	2.3	1.3	3.9	3.3	3.1
PBR (지배지분, 배)	2.6	1.5	4.5	3.7	3.4
EV/EBITDA (배)	68.4	65.5	25.3	16.6	12.1
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	3.5	1.5	9.8	13.5	16.1
영업이익률 (%)	(7.2)	(10.6)	(2.4)	2.2	6.2
순이익률 (%)	(6.5)	(17.9)	(3.1)	1.3	4.7
ROA (%)	(5.4)	(13.2)	(2.6)	1.2	4.3
ROE (지배순이익, %)	(10.5)	(19.6)	(6.1)	3.5	9.2
ROIC (%)	(21.1)	(38.9)	(7.2)	5.5	21.4
안정성					
부채비율 (%)	53.4	101.4	99.2	76.6	72.2
순차입금비율 (%)	3.4	18.7	18.8	(6.2)	(17.8)
현금비율 (%)	25.8	27.5	26.8	57.0	79.1
이자보상배율 (배)	(10.4)	(9.7)	(2.0)	2.2	7.2
활동성					
순운전자본회전율 (회)	(16.7)	(14.2)	(12.6)	(15.6)	(20.2)
재고자산회수기간 (일)	4.3	4.5	1.9	1.8	1.8
매출채권회수기간 (일)	38.0	39.1	39.6	38.6	37.6

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김아람)
- 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주권사로 참여한 적이 없습니다.
- 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	투자등급	비중확대
<ul style="list-style-type: none"> 매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하 	<ul style="list-style-type: none"> 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우 	<ul style="list-style-type: none"> 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 12월 15일 기준)

매수 (매수)	93.33%	Trading BUY (중립)	4.71%	중립 (중립)	1.96%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------