

인터넷/SW (Positive)

위기의 대형주, 투자전략 재점검



▶ Analyst 김소혜 sohye.kim@hanwha.com 3772-7404 / RA 이다연 dayeon.lee@hanwha.com 3772-7690

분석종목

종목명	목표주가(원)
NAVER(Buy)	260,000(하향)
카카오(Buy)	75,000(유지)

인터넷 기업들의 주가 부진이 지속되고 있습니다. 인터넷 산업에서 탑라인 성장을 기대할 수 있는 카테고리가 없기 때문에 비용통제를 통한 이익 정상화 여부가 투자포인트이며, 이에 부합하는 종목은 카카오입니다.

역사상 최하단 수준의 밸류에이션

연초 이후 인터넷 기업 주가 부진 지속. NAVER의 P/E는 21배로 역사적 역사적 최하단 수준. NAVER의 현재 시총 30조원은 기타 사업을 제외한 서치플랫폼/커머스 이익(23년 1.9조원)만을 기준으로 P/E 16배에서 거래되는 상황. 크게 하락한 인터넷 기업들의 주가는 단기 반등이 나타날 수도 있겠지만 실적과 멀티플 두 가지 모두 상향 조정할 요인이 부재한 상황. 최근 인터넷 산업에서 유의미한 탑라인 성장을 기대할 수 있는 카테고리가 없기 때문에 비용 통제를 통한 이익 정상화 여부가 투자포인트가 될 수 밖에 없음.

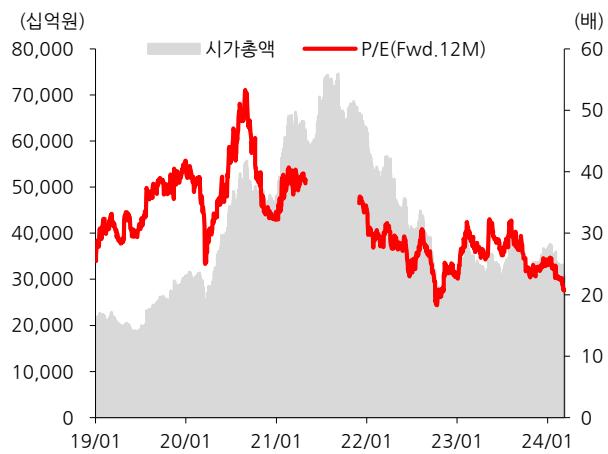
NAVER: 비용 통제와 주가 상승 상관관계 강도 약해질 것

NAVER는 개발/운영비와 마케팅비의 효율화를 통해 4Q22 14.8%였던 OPM을 4Q23 16%까지 개선시킴. 여전히 비용 통제 전략은 유효하지만 마진 개선 폭과 이로 인한 주가 상승 상관 관계는 약해질 것이라는 기준 의견 유지. 한편 올해 NAVER 커머스 매출액 전망치를 2.79조원으로 기존 대비 5% 하향 조정. 이커머스 시장 성장 둔화가 이어지는 가운데 중국 직구 플랫폼의 공격적인 확장으로 NAVER의 트래픽과 거래액이 감소하고 있는 것으로 판단. Meta의 경우처럼 중국 플랫폼별 광고 수혜를 기대할 수도 있지만 이는 중장기 요인으로 볼 수 있음 (Ali는 이미 동사 가격비교 서비스에 입점 중이고, Temu는 최근 광고 집행을 테스트 중인 것으로 파악)

카카오: 광고 업황 개선 시점 늦어져도 이익 성장세 높아

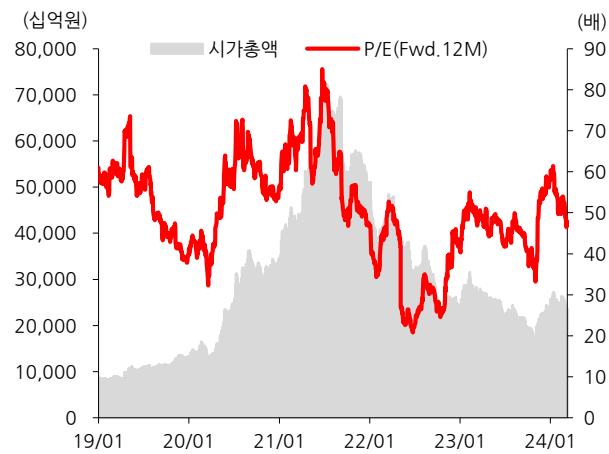
카카오는 작년 하반기부터 연결회사인 인건비와 마케팅 통제가 강도 높게 진행되고 있어 올해 이익 성장 여력이 높은 상황. 1,2분기 OP 성장률로 각각 108%, 42%을 전망. 여기에 광고 업황이 조금이라도 돌아선다면 DA에 편중되어 있는 카카오 광고 실적에 미치는 영향력이 더 큼. 광고 업황 개선 시점이 늦어진다 해도 중소형 광고주 위주의 메시지/비즈보드 광고 성장 기조는 유지되며 24E OP 당사 추정치 6592억 원(YoY 31.3%)의 가시성을 높음. 카카오에 대한 선호 의견 유지.

[그림1] NAVER 시가총액 vs. 12M fwd P/E



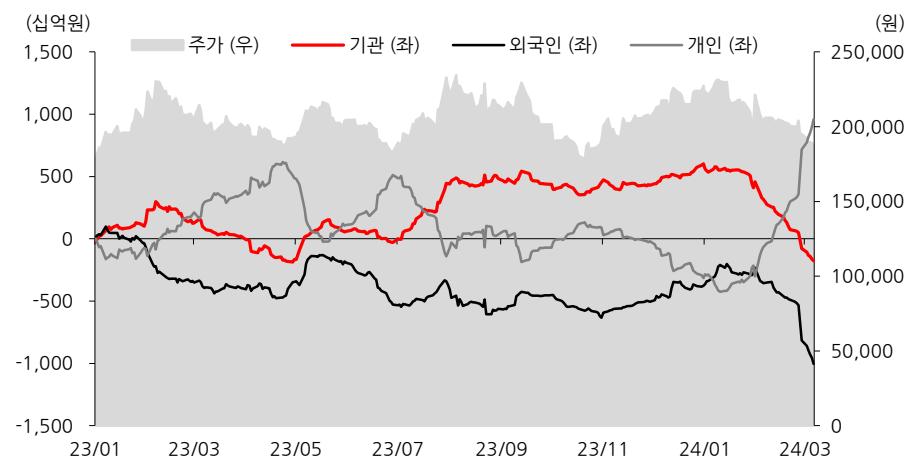
자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 카카오 시가총액 vs. 12M fwd P/E



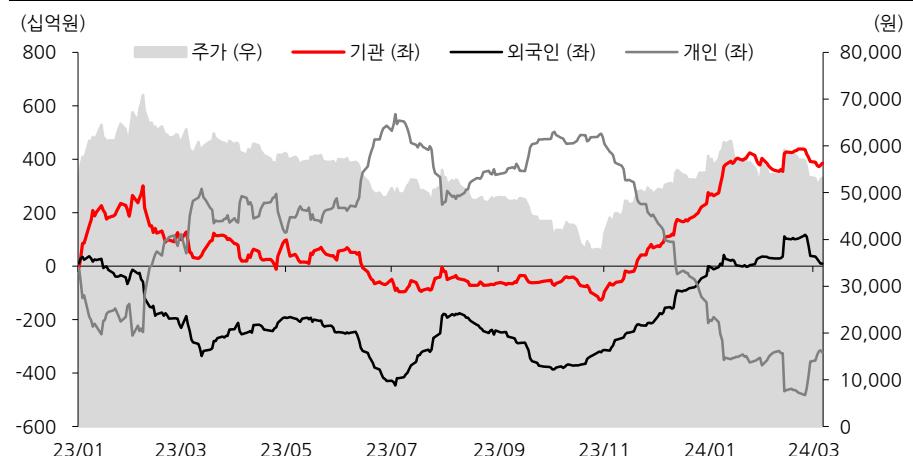
자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] NAVER의 주체별 매매 동향



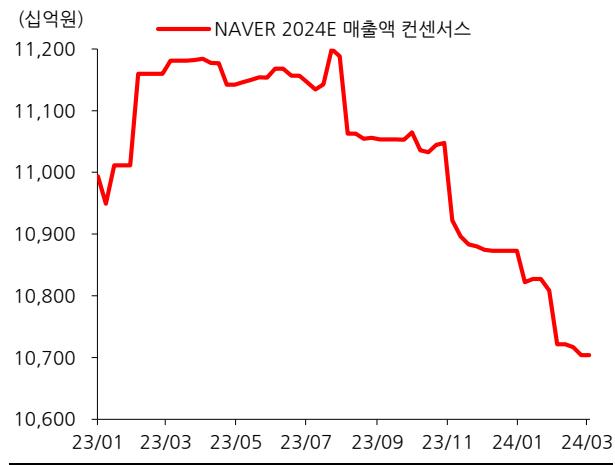
자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 카카오의 주체별 매매 동향



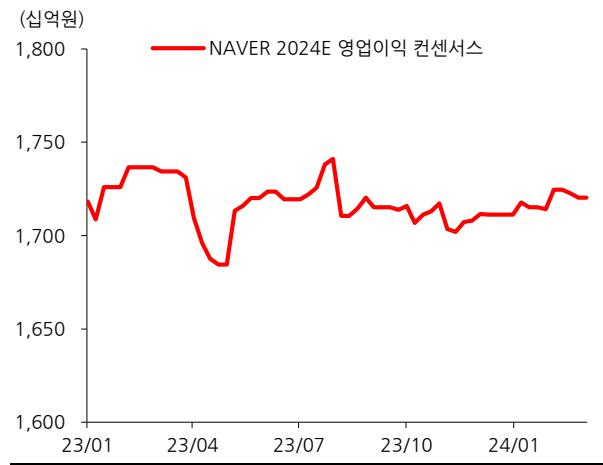
자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 네이버 2024년 매출 컨센서스 추이



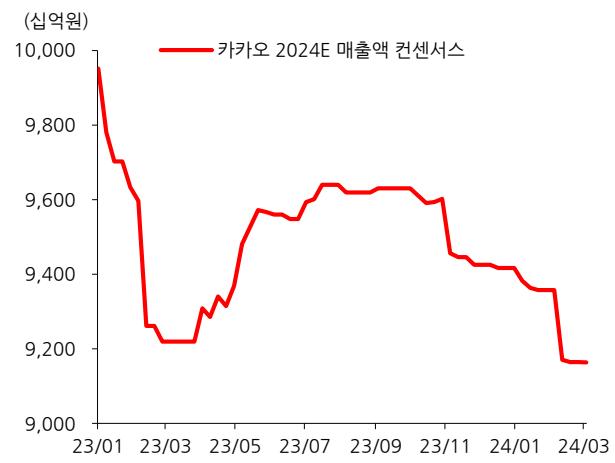
자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 네이버 2024년 영업이익 컨센서스 추이



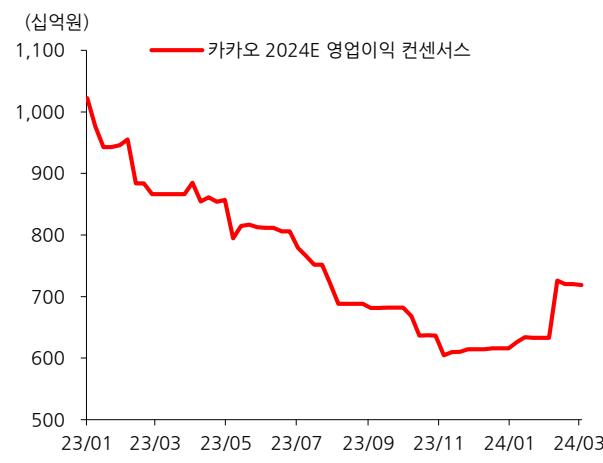
자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 카카오 2024년 매출 컨센서스 추이



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 카카오 2024년 영업이익 컨센서스 추이



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[표1] NAVER의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023P	2024E	2025E
매출액	2,280	2,408	2,445	2,537	2,476	2,613	2,667	2,807	8,220	9,671	10,562	11,665
YoY(%)	23.6	17.7	18.9	11.7	8.6	8.5	9.0	10.6	20.5	17.6	9.2	10.4
서치플랫폼	851.8	910.5	898.5	928.3	877.1	940.2	938.9	977.7	3,568	3,589	3,734	4,020
검색	655.7	689.2	688.2	692.2	686.1	719.8	727.0	741.4	2,609	2,725	2,874	3,115
디스플레이	192.3	217.4	206.7	229.7	191.0	220.5	211.8	236.3	941	846	860	905
커머스	605.9	632.9	647.4	660.5	654.3	689.6	711.4	740.1	1,801	2,547	2,795	3,212
핀테크	318.2	339.7	340.8	356.0	366.1	380.8	389.1	424.3	1,187	1,355	1,560	1,730
콘텐츠	411.3	420.4	434.9	466.3	461.5	476.7	481.9	507.8	1,262	1,733	1,928	2,058
클라우드	93.2	104.5	123.6	125.9	117.0	125.9	145.3	156.7	402.9	447.2	544.9	643.3
YoY(%)성장률												
서치플랫폼	0.2	0.5	0.3	1.3	3.0	3.3	4.5	5.3	7.9	0.6	4.0	7.7
검색	5.3	4.3	3.5	4.8	4.6	4.4	5.6	7.1	8.6	4.5	5.5	8.4
디스플레이	(13.0)	(9.8)	(9.5)	(8.1)	(0.7)	1.4	2.5	2.9	6.0	(10.0)	1.6	5.3
커머스	45.5	44.0	41.3	35.7	8.0	9.0	9.9	12.1	21.0	41.4	9.8	14.9
핀테크	15.8	14.9	15.1	11.3	15.0	12.1	14.2	19.2	21.2	14.2	15.2	10.9
콘텐츠	94.0	40.0	39.4	6.6	12.2	13.4	10.8	8.9	89.5	37.4	11.3	6.8
클라우드	1.2	(0.4)	30.4	13.3	25.5	20.5	17.6	24.5	5.3	11.0	21.9	18.1
영업비용	1,950	2,035	2,065	2,132	2,103	2,196	2,239	2,343	6,915	8,182	8,881	9,863
YoY(%)	26.3	19.0	19.6	10.1	7.8	7.9	8.4	9.9	25.9	18.3	8.5	11.1
개발/운영비용	635.5	644.3	631.5	661.5	646.8	671.6	684.6	717.6	2,070	2,573	2,721	3,012
파트너	831.9	865.6	886.5	949.8	916.5	962.4	972.0	1,020.6	2,964	3,534	3,871	4,291
인프라	132.6	142.0	157.3	163.7	167.0	175.4	182.4	189.7	581	596	714	817
마케팅	349.9	383.4	389.9	356.5	372.7	386.4	400.5	415.2	1,301	1,480	1,575	1,744
영업이익	330.5	372.6	380.2	405.5	373.0	417.5	427.1	463.6	1,305	1,489	1,681	1,802
YoY(%)	9.5	10.8	15.1	20.5	12.9	12.0	12.3	14.3	(2.0)	14.1	12.9	7.2
영업이익률(%)	14.5	15.5	15.5	16.0	15.1	16.0	16.0	16.5	15.9	15.4	15.9	15.4
당기순이익	43.7	286.7	356.2	301.8	164.8	275.7	339.8	410.7	673	988	1,191	1,304
당기순이익률(%)	1.9	11.9	14.6	11.9	6.7	10.5	12.7	14.6	8.2	10.2	11.3	11.2

자료: NAVER, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 카카오의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023P	2024E	2025E
매출액	1,740	2,040	2,154	2,171	2,138	2,254	2,323	2,444	7,101	8,106	9,159	10,223
YoY (%)	5.1	11.8	16.1	23.0	22.9	10.5	7.9	12.6	15.7	14.2	13.0	11.6
플랫폼부문	965	987	1023	1122	1101	1125	1144	1181	3,765	4,096	4,550	5,006
특비즈	515	501	511	582	574	589	609	630	1,896	2,109	2,401	2,738
포털비즈	84	89	83	88	93	90	88	89	424	344	360	348
플랫폼기타	366	396	429	452	434	446	447	462	1,445	1,642	1,789	1,920
콘텐츠부문	776	1,054	1,131	1,049	1,037	1,129	1,179	1,263	3,336	4,010	4,609	5,218
뮤직	232	481	513	499	440	475	478	541	894	1,725	1,934	2,123
스토리	229	231	249	213	245	260	277	294	921	922	1,076	1,211
게임	247	269	262	231	249	281	302	302	1,110	1,009	1,134	1,320
미디어	68	73	107	107	104	113	123	126	412	355	465	564
YOY 성장률												
플랫폼부문	8%	6%	4%	17%	14%	14%	12%	5%	16%	9%	11%	10%
특비즈	11%	10%	10%	14%	11%	18%	19%	8%	15%	11%	14%	14%
포털비즈	-27%	-13%	-24%	-10%	11%	1%	6%	1%	-14%	-19%	5%	-4%
플랫폼기타	18%	6%	5%	30%	19%	12%	4%	2%	31%	14%	9%	7%
콘텐츠부문	1%	18%	30%	30%	34%	7%	4%	20%	15%	20%	15%	13%
뮤직	13%	130%	105%	116%	90%	-1%	-7%	8%	16%	93%	12%	10%
스토리	-5%	1%	8%	-4%	7%	13%	11%	38%	16%	0%	17%	13%
게임	1%	-20%	-12%	0%	1%	5%	15%	31%	11%	-9%	12%	16%
미디어	-10%	-38%	14%	-15%	53%	53%	15%	19%	24%	-14%	31%	21%
영업비용	1,669	1,922	2,021	1,982	1,995	2,096	2,155	2,254	6,527	7,595	8,500	9,435
YoY (%)	11.8	16.4	18.3	18.4	19.5	9.0	6.6	13.7	17.8	16.4	11.9	11.0
인건비	448	472	467	477	475	480	511	538	1,690	1,865	2,003	2,213
매출연동비	667	803	872	770	834	879	890	929	2,654	3,112	3,531	3,885
외주/인프라	242	282	289	324	316	334	344	359	924	1,138	1,353	1,544
마케팅비	115	120	125	125	121	125	128	134	485	485	508	561
상각비	150	185	198	205	206	211	213	216	580	739	846	926
기타	45	53	59	71	43	68	70	78	180	228	258	307
영업이익	68.9	110.9	133.0	189.2	143.6	157.6	167.9	189.7	563	502	659	788
YoY (%)	-55.7	-35.3	-8.5	108.7	108.5	42.1	26.3	0.3	-5.8	-10.8	31.3	19.7
영업이익률(%)	4.0	5.4	6.2	8.7	6.7	7.0	7.2	7.8	7.9	6.2	7.2	7.7
당기순이익	63.8	56.0	49.5	-1657	97.6	114.7	94.0	159.6	1021	314	466	562
YoY (%)	-95	-45	-64	흑전	53	105	90	-110	-38.0	-69.3	48.5	20.5
순이익률(%)	3.7	2.7	2.3	-76.3	4.6	5.1	4.0	6.5	14.4	3.9	5.1	5.5

자료: 카카오, 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice]

(공표일: 2024년 3월 12일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김소혜, 이다연)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자의 증권투자를 돋기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[NAVER 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

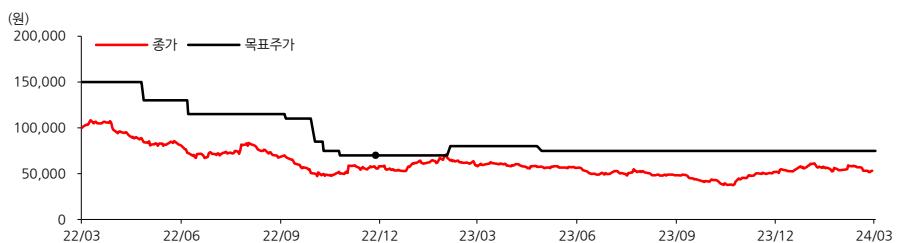
일 시 투자의견 목표가격	2016.08.12 투자등급변경 500,000	2022.04.07 Buy 500,000	2022.04.21 Buy 450,000	2022.05.24 Buy 450,000	2022.06.02 Buy 450,000	2022.07.20 Buy 450,000
일 시 투자의견 목표가격	2022.08.08 Buy 400,000	2022.09.14 Buy 380,000	2022.10.05 Buy 380,000	2022.10.19 Buy 280,000	2022.11.08 Buy 250,000	2022.11.17 Buy 250,000
일 시 투자의견 목표가격	2022.11.25 Buy 250,000	2022.12.05 Buy 250,000	2023.01.05 Buy 250,000	2023.02.06 Buy 270,000	2023.03.14 Buy 270,000	2023.04.04 Buy 270,000
일 시 투자의견 목표가격	2023.05.08 Buy 270,000	2023.05.23 Buy 270,000	2023.07.13 Buy 270,000	2024.01.08 Buy 270,000	2024.02.05 Buy 280,000	2024.03.12 Buy 260,000

[목표주가 변동 내역별 고리율]

*고리를 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	고리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.04.21	Buy	450,000	-41.97	-31.22
2022.08.08	Buy	400,000	-38.51	-33.13
2022.09.14	Buy	380,000	-49.74	-39.47
2022.10.19	Buy	280,000	-40.33	-37.86
2022.11.08	Buy	250,000	-24.25	-10.60
2023.02.06	Buy	270,000	-23.42	-13.15
2024.02.05	Buy	280,000	-28.61	-25.71
2024.03.12	Buy	260,000		

[카카오 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시 투자의견 목표가격	2016.08.12 투자등급변경 Buy 150,000	2022.04.07 Buy 130,000	2022.05.06 Buy 130,000	2022.05.24 Buy 115,000	2022.06.16 Buy 115,000	2022.07.20 Buy 115,000
일 시 투자의견 목표가격	2022.08.04 Buy 115,000	2022.09.14 Buy 110,000	2022.10.11 Buy 85,000	2022.10.19 Buy 75,000	2022.11.03 Buy 70,000	2022.11.17 Buy 70,000
일 시 투자의견 목표가격	2022.11.25 Buy 70,000	2023.01.05 Buy 70,000	2023.02.13 Buy 80,000	2023.03.14 Buy 80,000	2023.04.04 Buy 80,000	2023.05.08 Buy 75,000
일 시 투자의견 목표가격	2023.05.23 Buy 75,000	2023.07.13 Buy 75,000	2024.01.09 Buy 75,000	2024.02.16 Buy 75,000	2024.03.12 Buy 75,000	

[목표주가 변동 내역별 고리율]

*고리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	고리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.05.06	Buy	130,000	-37.07	-34.08
2022.06.16	Buy	115,000	-36.11	-27.22
2022.09.14	Buy	110,000	-45.22	-38.09
2022.10.11	Buy	85,000	-41.88	-39.53
2022.10.19	Buy	75,000	-34.24	-30.27
2022.11.03	Buy	70,000	-16.83	1.29
2023.02.13	Buy	80,000	-24.61	-18.75
2023.05.08	Buy	75,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~-+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 벌류 에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추경에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2023년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.8%	0.0%	100.0%