인터넷

양 어깨에 자식들 업고 뛰어

인터넷. 남효지

SK 증권

인터넷 비중확대(유지)

양 어깨에 자식들 업고 뛰어

24 년 리뷰: 전방 시장 성장 둔화 영향

NAVER, 카카오 주가는 작년에 이어 부진한 모습을 보였다. 이들의 이익의 바탕이 되는 광고와 이커머스 시장의 성장 둔화 영향이 컸다. 특히 이커머스 시장은 연초 중국 플랫폼 진입, 연중 티메프 사건으로 경쟁은 심화되었고 소비 심리도 악화되었다. 2Q24 까지 NAVER 와 커머스의 커머스 사업은 시장 성장률을 하회하며 향후 커머스 사업에 대한 우려가 확대되었고, 이에 따른 주가 하락폭도 컸다.

25 년 전망:
1) 광고: 신규 상품 출시로 반등 기대

25 년에도 전방시장 회복을 기대하기는 어려워 보인다. 먼저 광고는 효율 높은 신규 광고 상품 출시를 통해 성장성 회복이 필요하다. 최근 숏폼 콘텐츠향 트래픽이 빠르게 늘어나고 있는데, 국내 인터넷 기업들도 숏폼을 활용한 신규 광고 상품을 출시했다. NAVER 는 클립 광고 상품 출시로 DA 성장률이 회복(3Q23 -9.5% -> 3Q24 11.0%)되었고 향후 클립 이용률 확대로 광고 매출 내 기여도는 지속 상승할 것으로 전망한다. 카카오는 10 월부터 오픈채팅탭 내 전면 동영상 광고 '포커스풀뷰'를 오픈해 브랜딩 수요를 흡수할 수 있을 것이다. 기존 비즈보드를 통해 진출하지 못했던 영역으로의 확장을 통해 25 년 광고 매출의 점진적 회복을 기대한다.

2) 커머스: 서비스 고도화로 GMV 회복 기대

커머스는 시장 저성장 기조가 지속됨에 따라 주요 품목 경쟁력 강화, 혜택 차별화를 통해 고객을 유입하는 전략이 필요하다. NAVER 는 클립 콘텐츠에 쇼핑 정보 연동, 구매까지 이뤄질 수 있도록 한다. 내년 상반기에는 '네이버플러스 스토어'를 별도 앱으로 출시해 더욱 개인화된 쇼핑 서비스를 제공할 계획이다. 그 동안 경쟁사대비 큰 약점으로 꼽혔던 물류도 '네이버 배송'으로 리브랜딩 해 퀵커머스를 전개해 GMV 성장을 도모한다. 커머스 솔루션 적용 확대로 take rate 상승을 전망한다.

별도 이익이 내년 연결 영업이익의 향방을 결정 지을 것

전체적으로 작년에 이어 타이트한 비용 관리, 비핵심 사업 축소 작업이 계속된다. 이에 따라 부진한 자회사들의 손실 축소, 본업 경쟁력이 강화되며 본업 이익의 기여도는 여전히 높을 것이다. 25 년 별도 이익 비중은 NAVER 90.4%, 카카오 79.9%로 본업 이익이 내년 연결 영업이익을 결정짓는 중요한 역할을 할 것이다.

Analyst 남효지
hjnam@sks.co.kr / 3773-9288

24 년 리뷰: 향후 매출 성장에 대한 의구심만 짙어져

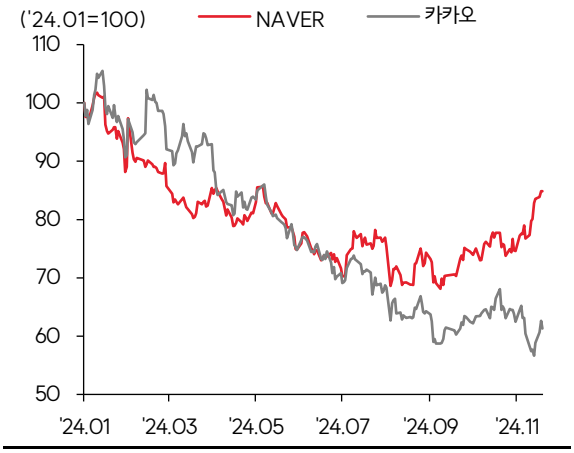
전방 시장 성장 둔화 영향 직격탄

NAVER, 카카오의 주가는 연초대비 각각 16.6%, 39.9% 하락했다. 주가 부진의 가장 큰 이유는 전방시장 성장 둔화 영향이다. 이들의 이익의 큰 축인 광고와 이커머스 시장이 경기 침체 영향으로 부진했다.

광고 시장의 경우, 연초 발간된 2023 방송통신광고비 조사에서는 작년대비 올해 광고 시장의 회복을 예측했으나 올해 매체, 대행사, 렙사 전반적으로 실적이 악화되었음을 고려했을 때 광고 시장 성장은 작년대비 부진했을 것으로 파악된다.

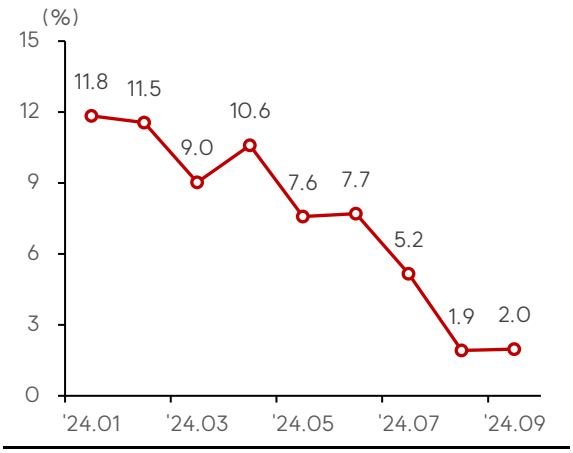
올해 국내 이커머스 시장은 매 월 빠르게 둔화되는 모습을 보였다. 한국 온라인 쇼핑 거래액 성장률은 1 월 11.8%-> 9 월 2.0% 로 크게 둔화되며 네이버, 카카오의 커머스 사업에 대한 우려가 확대됐다. 연초에는 중국 플랫폼들의 한국 이커머스 진출에 따른 경쟁 심화, 연중에는 티메프 사건으로 오프마켓에 대한 소비 심리 악화되는 등 시장 전반에 부정적 영향을 미쳤다. 네이버와 카카오의 커머스 사업은 2Q24 까지 시장 성장률을 하회했으나 3Q24 부터 소폭 회복세를 보이고 있다(3Q24 시장 성장률 3.0% vs. 네이버 5.0%, 카카오 7.4%).

NAVER, 카카오 상대주가 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

월별 한국 온라인 쇼핑 거래액 성장률



자료: Quantiwise, SK 증권

25 년 전망: 시장 부진에도 솟아날 구멍은 있다

광고: 시장 안 좋아도 신규 상품 냈잖아 한잔해~

광고 시장은 내년에도 완연한 회복을 기대하기는 어려워 보인다. 그렇기 때문에 막연히 시장 회복에 의존하기 보다는 효율 높은 신규 광고 상품 출시를 통한 광고 실적 반등이 필요하다.

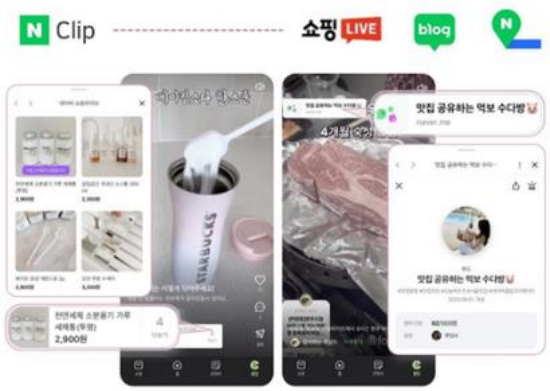
최근 글로벌 광고 예산이 집중되는 숏폼을 활용하는 방법이다. 기존 저연령층 중심의 숏폼 콘텐츠 소비 경험은 최근 전 연령층으로 확대되고 있다. 특히 유튜브 쇼츠 이용률이 높은데, 유튜브 쇼츠는 23 년 글로벌 일 평균 조회 수 700 억회를 기록했고, 쇼츠 출시 이후 유튜브 플랫폼의 총 이용시간이 20% 이상 증가했다. 인스타그램 릴스도 하루 약 2,000 억회(패밀리앱 합산) 이상 재생되고 있고, 릴스 출시 이후 이용자 활동성이 크게 증가했다.

글로벌 플랫폼들의 숏폼 도입 사례를 보면 숏폼 콘텐츠는 확실히 플랫폼 이용자 트래픽에 긍정적인 영향을 미치고 있음을 확인할 수 있다. 플랫폼 광고 매출은 이용자 트래픽과 높은 양의 상관 관계를 보인다. 글로벌 숏폼 광고는 전체 동영상 광고비 지출의 약 50%를 차지할 것으로 예상된다. 숏폼 동영상 광고 시장은 23 년 980 억 달러-> 25 년 1,440 억 달러 수준으로 전망되고 있어 숏폼 광고 집행은 현재대비 빠르게 늘어날 것이다.

NAVER 는 작년 8 월 Clip 을 정식 출시했다. 연초 모바일 앱 UI/UX 를 개편하며 홈 피드와 클립을 전면에 배치했다. 클립 론칭 이후 클립 재생 수는 전년대비 2.9 배 증가했고, 개인 창작자 콘텐츠 재생 수도 5 배 증가했다. 특히 1030 이용자층의 이용률이 높아졌다는 점이 고무적이다. 작년 11 월 홈 화면에서 디스플레이 영역을 100% 활용해 광고를 노출하는 상품을 출시했고, 인벤토리 확장 효과로 부진했던 DA 성장률이 빠르게 회복세를 보이고 있다. NAVER 의 DA 성장률은 1Q23 -13.1%-> 3Q23 -9.5%-> 1Q24 5.3%-> 3Q24 11.0%로 빠르게 개선되었고, 향후 클립 이용률이 높아지며 광고 매출 내 기여도는 지속 상승할 것으로 전망한다.

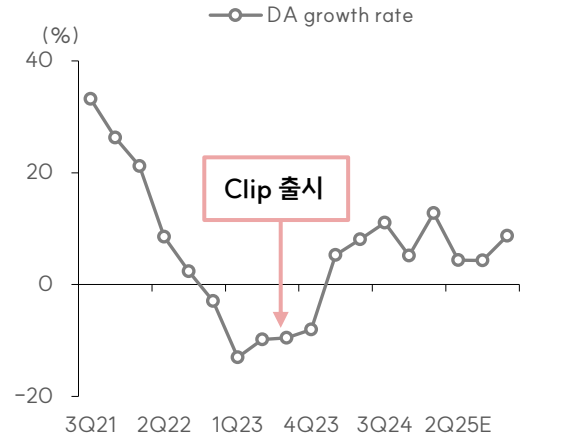
카카오는 메세지 광고가 꾸준히 두 자리 수 성장률을 보이며 전체 광고 매출 성장을 견인하고 있다. 다만 비즈보드가 국내 광고주 집행 축소 영향으로 4Q23 12.0%-> 3Q23 -3.0%로 저성장세에 진입하며 광고 사업에 대한 우려가 높아지고 있다. 이에 카카오는 오픈채팅 전면 광고와 우리동네 소식을 통한 로컬 광고주 집행 확대를 통해 광고 성장 회복을 꾀한다. 10 월부터 오픈채팅탭 내 전면 동영상 광고 페이지인 '포커스풀뷰'를 오픈했고, 브랜드 전용 페이지를 구축함에 따라 기업들의 브랜딩 수요를 충족시킬 수 있을 것이다. 또한 동네소식(가제)는 롱테일 로컬 광고주를 타겟함과 동시에 기존에 비즈보드를 통해 진출하지 못했던 검색 광고 영역으로 진입하는 점에 의미가 있어 25 년은 광고 매출의 점진적 회복을 기대한다.

NAVER 숏폼 '클립'에서 다양한 네이버 생태계 내 서비스와 연계



자료: 나스미디어, SK 증권

NAVER DA 성장률 추이

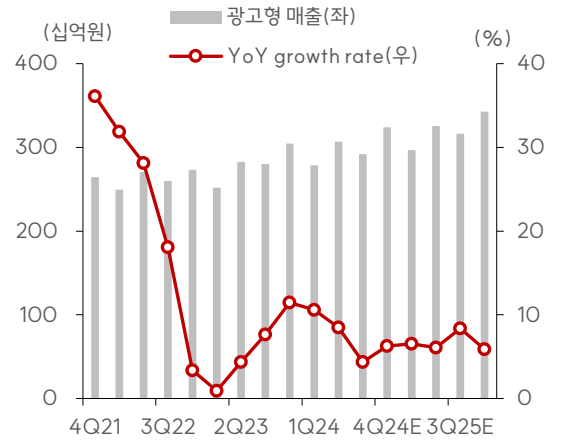


자료: NAVER, SK 증권

오픈채팅 전면 광고 -포커스풀뷰

자료: 인크로스, SK 증권

카카오 광고 성장률



자료: 카카오, SK 증권

커머스: new phase

올해 이커머스 시장 성장률은 매월 빠르게 둔화되는 모습을 보였다. 국내 이커머스 침투율은 33% 수준으로 추가 성장 여력은 높지 않아 과거와 같은 고성장이 재현되기는 쉽지 않다. 이커머스 시장의 저성장 기조가 지속됨에 따라 key 카테고리 상품 강화, 플랫폼 특징과 혜택을 차별화하며 고객을 유입하는 전략이 필요하다.

이커머스 이용자들의 소비 행태가 기존에는 검색 엔진, 커머스 플랫폼에서 키워드 중심의 검색을 통해 물건을 구매했다면 최근에는 SNS, 동영상 플랫폼에서 영상을 시청하며 상품을 탐색하고 구매까지 연결되는 모습이 관찰된다. 유튜브 쇼핑, 틱톡 샵 등 이미 글로벌 플랫폼들은 쇼핑 기능을 추가해 운영 중이다.

이에 NAVER 는 클립 콘텐츠에서 쇼핑 리테일 정보를 연결해 노출 확대, 쇼핑 페이지 랜딩을 통한 구매 전환까지 이뤄질 수 있도록 개편했다. 또한 내년 상반기에 네이버플러스스토어를 별도 앱으로 출시해 AI 브리핑으로 상품 추천, 리뷰 요약, AI 쇼핑 에이전트 통해 콘텐츠로 연결하는 등 더욱 개인화된 쇼핑 서비스를 제공할 계획이다. 기존에 경쟁사대비 약했던 물류도 강화한다. '도착보장'을 '네이버 배송'으로 리브랜딩하고 지금배송, 희망일배송 등 배송 경쟁력을 향상시켜 커머스 GMV 성장을 도모할 계획이다. 커머스 솔루션 적용이 확대되며 take rate 상승을 전망한다

.

클립, 커머스 기능 추가 – 네이버 쇼핑 페이지와 연계

자료: 언론 보도, SK 증권

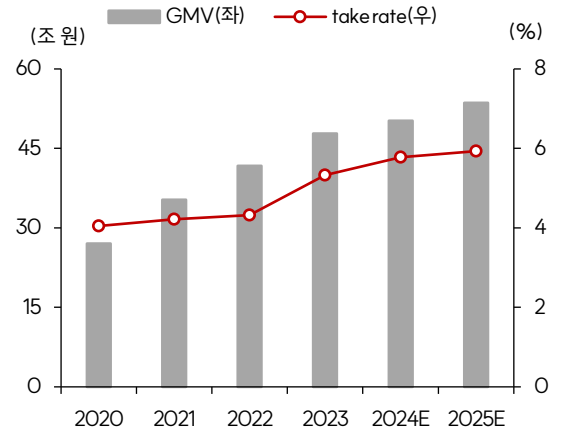
네이버 커머스 물류 경쟁력 강화

자료: NAVER, SK 증권

커머스 혜택 경쟁 심화

자료: Bloomberg, SK 증권

네이버 도착보장 서비스

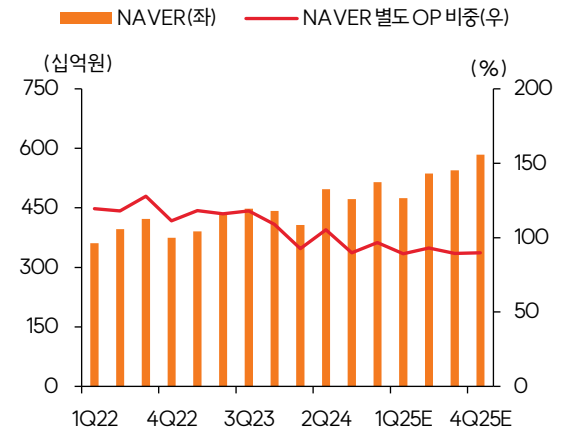


자료: Bloomberg, SK 증권

별도 중심 성장 지속

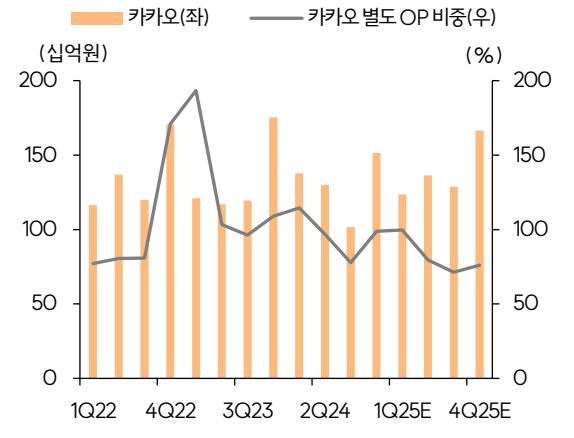
25 년에도 NAVER 와 카카오는 별도 사업 중심의 성장이 계속된다. NAVER 는 작년부터 타이트한 비용 관리, 적자 자회사의 지분을 축소했다. 카카오는 핵심 사업을 톡과 AI 로 정의했고, 비핵심 프로젝트와 사업에 대해서는 인력 축소와 사업 매각까지도 고려하고 있다. 내년에도 핵심 사업에 집중하는 전략은 지속되며 본업 이익의 기여도는 여전히 높을 것이다. 3Q24 기준, 별도 영업이익 비중은 NAVER 89.9%, 카카오 77.9% 였고, 25 년 연간으로도 NAVER 90.4%, 카카오 79.9%로 본업 이익이 내년 연결 영업이익의 key 가 될 것이다.

NAVER 별도 실적 추이



자료: NAVER, SK 증권

카카오 별도 실적 추이



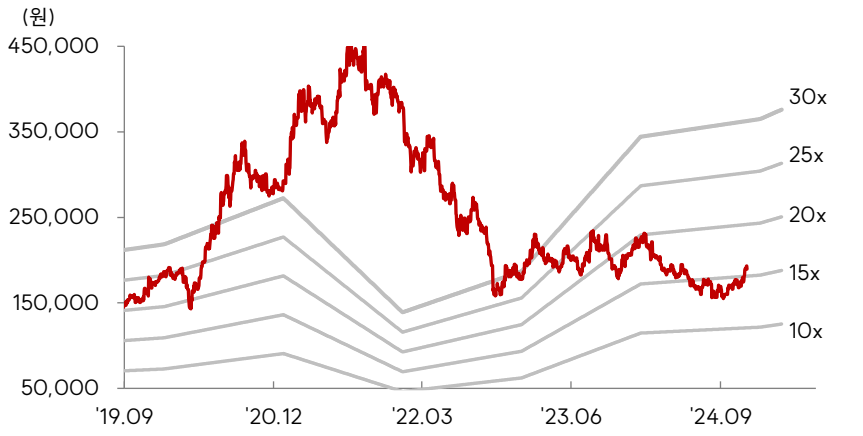
자료: 카카오, SK 증권

Top Picks: NAVER

이젠 위를 볼 시간

- 25 년 연결 매출액 11.5 조원(+8.5% YoY), 영업이익 2.4 조원(+20.3% YoY) 전망. 내년 'On-Service AI' 전략으로 검색, 플레이스, 콘텐츠, 쇼핑에 AI 기술 적용 확대하고 서비스 간 연계 강화해 수익화할 계획
- 올해 말부터 내년 상반기까지 동사가 제시한 비전들이 구체화될 것. 목표한 바대로 실제 서비스에 잘 구현된다면 지난 1~2 년 동안 동사의 주가를 짓눌렀던 매출액 성장에 대한 갈증을 해소할 수 있을 것
- 핵심 사업 성장이 재개되며 수익성은 빠르게 개선될 것. 구체화된 AI 활용 전략과 서비스 변화에 따른 성장이 주가에 반영될 시기

NAVER P/E band chart



자료: FNGUIDE, SK 증권

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	십억원	5,304	6,818	8,220	9,671	10,621	11,524
영업이익	십억원	1,215	1,325	1,305	1,489	1,969	2,369
순이익(지배주주)	십억원	1,002	16,490	760	1,012	1,819	1,927
EPS	원	7,903	9,082	4,634	6,233	11,478	12,165
PER	배	37.0	41.7	38.3	35.9	16.5	15.6
PBR	배	5.6	2.5	1.2	1.5	1.2	1.1
EV/EBITDA	배	27.5	35.8	16.1	18.0	11.5	9.3
ROE	%	15.2	106.7	3.3	4.4	7.5	7.4

Compliance Notice

작성자는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6 개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도