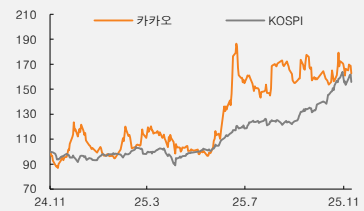


투자 의견(유지)	매수
목표주가(유지)	82,000원
현재주가(25/11/14)	61,400원
상승여력	33.6%

영업이익(25F,십억원)	709
Consensus 영업이익(25F,십억원)	683
EPS 성장률(25F,%)	1,015.6
MKT EPS 성장률(25F,%)	32.0
P/E(25F,x)	44.2
MKT P/E(25F,x)	14.1
KOSPI	4,011.57
시가총액(십억원)	27,162
발행주식수(백만주)	442
유동주식비율(%)	75.3
외국인 보유비중(%)	29.9
베타(12M) 일간수익률	1.01
52주 최저가(원)	32,800
52주 최고가(원)	70,400

(%)	1M	6M	12M
절대주가	3.0	61.8	87.2
상대주가	-8.5	6.5	12.9



[인터넷/게임]

임희석

heeseok.lim@miraesec.com

035720 · 인터넷

카카오

26년에도 이어갈 고성장

전면적인 앱 개편으로 노리는 트래픽 반등

카카오는 전격적인 앱 개편을 통해서 체류시간 반전을 노리고 있다. 카카오톡은 9월 말 친구탭·지금탭 개편, 10월말 챗GPT 포 카카오 개편이 진행되었다. 카카오에 따르면 카카오톡 개편 이후 유저의 일평균 체류시간이 24분에서 26분으로 상승했으며 챗GPT 포 카카오는 출시 10일차에 이용자 수가 200만명을 돌파했다.

장기간 감소세를 보인 카카오톡 체류시간은 신규 AI 서비스들의 출시에 힘입어 26년 YoY 10% 성장할 전망이다. 현재 베타테스트를 진행 중인 카카오의 자체 AI 에이전트 카나나 인 카카오톡은 1분기 중 안드로이드로 테스트를 확대하고 이후 정식 서비스를 출시할 예정이다. 26년에는 카나나 서치도 출시할 계획이다.

타겟팅 고도화에 따른 광고 단가 상승 전망

카카오는 숏폼 도입, GPT 기반 대화형 탐색, 자체 AI 에이전트 출시를 통해 광고 효율을 전방위적으로 높이고 있다. 지난 9월 도입한 숏폼 영역은 유저들의 콘텐츠 선호도 데이터가 누적됨에 따라 타겟팅 효율이 고도화될 전망이다. 현재 6% 수준인 광고 단가 YoY 성장률은 28년 10% 수준까지 가속화될 것이다.

26년 출시될 카나나 서치도 이용자의 의도를 더 정확하게 파악해 광고 매칭 정밀도를 높이면서 광고 단가 상승으로 이어질 것이다. 또한 26년 정식 출시될 자체 AI 에이전트 카나나는 소재·입찰·타겟팅을 자동 최적화해 CPA를 낮추고 ROAS를 개선시키며 광고주 지출 확대를 유도할 전망이다.

투자 의견 '매수', 목표주가 82,000원 유지

26년 매출액 8조 9,490억원(+11% YoY), 영업이익 9,960억원(+40% YoY)을 기록할 전망이다. 인건비 부담 완화 및 특비즈 광고 성장세 회복에 따른 영업 레버리지 효과가 본격화됨에 따라 영업이익은 컨센서스를 20% 상회할 것으로 예상된다. 26F P/E 34.6배에서 거래 중으로 성장성을 고려 시 밸류 부담이 높은 구간은 아니다.

모멘텀을 이어나가기 위해서는 트래픽의 지속적인 상승세 관찰이 필요하다. 시장에는 이번 트래픽 상승이 신규 서비스 출시 효과에 따른 단발성 상승이 아닌지에 대한 의구심이 존재한다. 챗GPT 온보딩까지 완료된 시점임을 고려 시 신규 서비스에 대한 기대감보다는 체류시간 등의 트래픽 지표를 기반으로 한 플레이를 할 시기가.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	7,557	7,872	8,037	8,949	9,912
영업이익 (십억원)	461	460	709	996	1,298
영업이익률 (%)	6.1	5.8	8.8	11.1	13.1
순이익 (십억원)	-1,013	55	615	785	1,016
EPS (원)	-2,276	124	1,389	1,775	2,297
ROE (%)	-10.3	0.6	5.9	7.1	8.5
P/E (배)	-	306.9	44.2	34.6	26.7
P/B (배)	2.5	1.7	2.5	2.4	2.2
배당수익률 (%)	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 카카오, 미래에셋증권 리서치센터

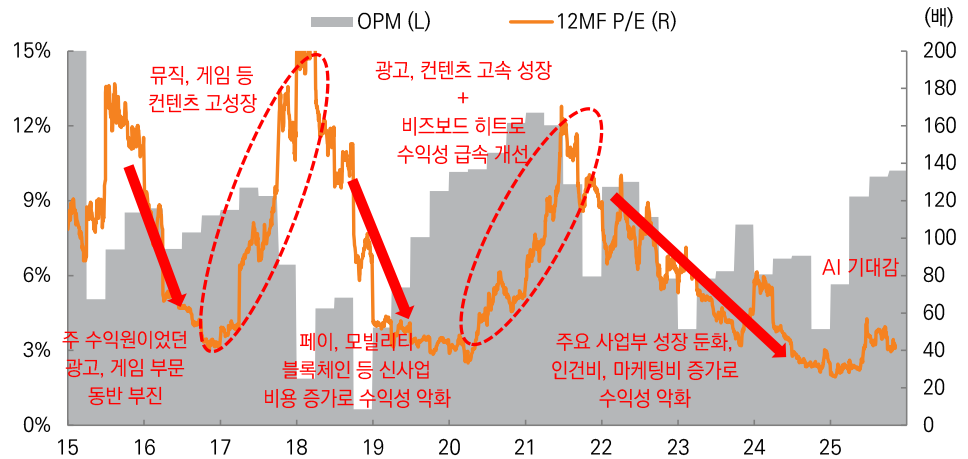
표 14. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	1,988	2,005	1,921	1,957	1,864	2,028	2,087	2,058	7,872	8,037	8,949	9,912
(% YoY)	22.5%	4.2%	-4.5%	-2.1%	-6.3%	1.2%	8.6%	5.2%	4.2%	2.1%	11.4%	10.8%
플랫폼부문	955	955	943	1,047	993	1,055	1,060	1,146	3,901	4,254	4,841	5,465
1) 특비즈	516	508	501	557	553	542	534	620	2,082	2,250	2,562	2,933
2) 호텔비즈	85	88	76	83	74	78	73	80	332	305	296	290
3) 플랫폼 기타	354	360	366	407	366	435	453	446	1,487	1,699	1,984	2,242
콘텐츠부문	1,033	1,050	978	910	871	973	1,027	912	3,971	3,783	4,108	4,447
1) 뮤직	468	511	471	470	438	518	565	524	1,920	2,045	2,197	2,396
2) 스토리	227	216	219	203	213	219	211	202	864	845	847	857
3) 게임	243	233	234	163	145	143	154	94	873	536	683	775
4) 미디어	95	90	55	74	75	94	96	93	313	358	381	419
영업비용	1,868	1,871	1,791	1,882	1,758	1,842	1,879	1,848	7,411	7,327	7,953	8,614
인건비	479	481	459	498	479	489	477	498	1,917	1,943	2,020	2,121
매출연동비	820	797	748	654	701	717	748	672	3,018	2,837	3,090	3,361
외주/인프라비	202	196	194	288	206	233	261	258	880	959	1,138	1,273
마케팅비	89	108	105	103	87	88	102	117	406	394	417	462
상각비	198	207	211	246	206	222	208	205	862	841	893	960
기타	80	82	74	93	80	93	83	97	329	354	394	437
영업이익	120	134	131	75	105	186	208	210	460	709	996	1,298
(% YoY)	92.2%	18.5%	5.0%	-53.1%	-12.4%	38.8%	59.4%	178.4%	-0.1%	54.1%	40.4%	30.3%
영업이익률	6.0%	6.7%	6.8%	3.9%	5.7%	9.2%	10.0%	10.2%	5.8%	8.8%	11.1%	13.1%
지배주주순이익	74	101	106	-226	172	161	125	157	55	615	785	1,016
NPM	3.7%	5.1%	5.5%	-11.5%	9.2%	7.9%	6.0%	7.6%	0.7%	7.6%	8.8%	10.2%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 117. 12MF P/E, OPM 추이



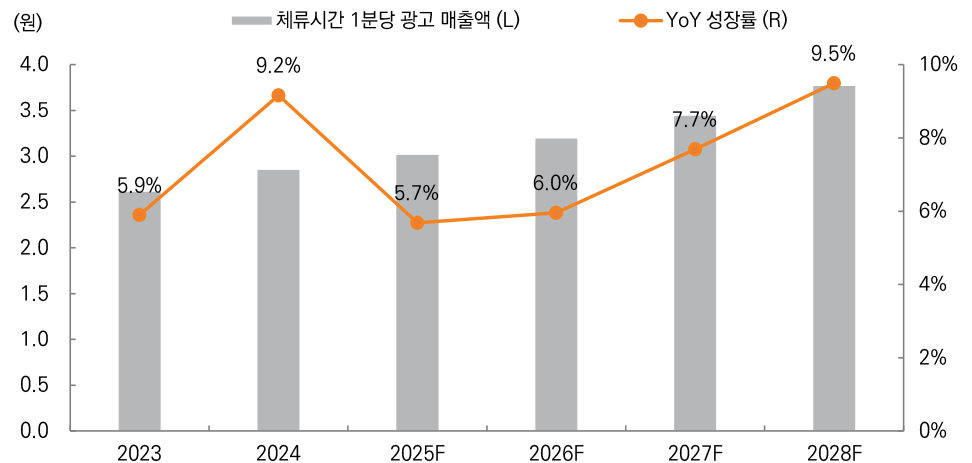
자료: 미래에셋증권 리서치센터

카카오는 자체 AI 에이전트 - 외부 AI 에이전트 - 생성형 AI 검색 - 숏폼 등 여러 AI 구조를 결합해 광고 단가 상승을 꺾하고 있다. 26년까지는 신규 AI 서비스들의 트래픽 확보에 집중할 것으로 예상되며 본격적인 광고 수익화는 27년부터 이루어질 전망이다. 현재 6% 수준인 광고 단가 YoY 성장률은 28년 10% 수준까지 가속화될 것이다.

카카오는 숏폼 도입, GPT 기반 대화형 탐색, 자체 AI 에이전트 등을 통해 광고 효율을 전방위적으로 높이고 있다. 지난 9월 도입한 숏폼 영역은 유저들의 콘텐츠 선호도 데이터가 누적됨에 따라 타겟팅 효율이 고도화될 전망이다.

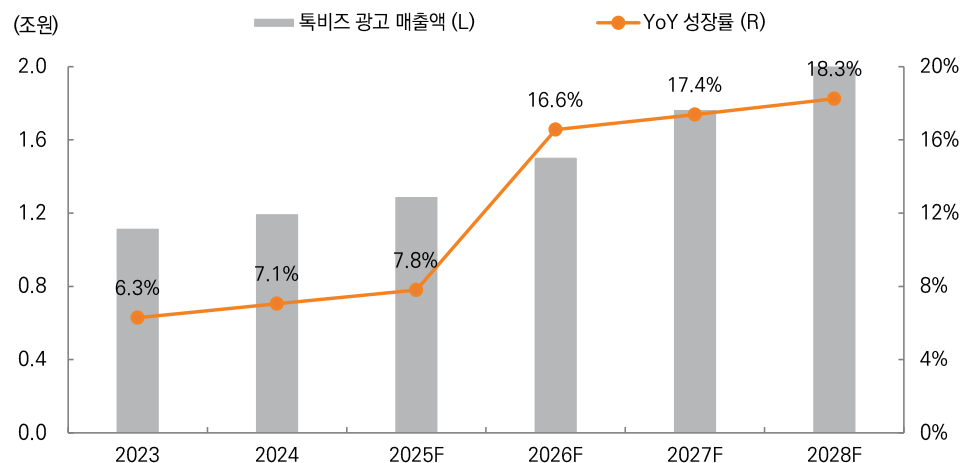
26년 출시될 카나나 서치는 이용자의 의도를 더 정확하게 파악해 광고 매칭 정밀도를 높이면서 광고 단가 상승으로 이어질 것이다. 또한 26년 정식 출시될 자체 AI 에이전트 카나나는 소재·입찰·타겟팅을 자동 최적화해 CPA를 낮추고 ROAS를 개선시키며 광고주 지출 확대를 유도할 전망이다.

그림 118. 카카오 체류시간 1분당 광고 매출액 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 119. 카카오 특비즈 광고 매출액 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

카카오는 전격적인 앱 개편을 통해서 체류시간 반전을 노리고 있다. 카카오톡은 9월말 친구탭·지금탭 개편, 10월말 챗GPT 포 카카오 개편이 진행되었다. 카카오에 따르면 카카오톡 개편 이후 유저의 일평균 체류시간이 24분에서 26분으로 상승했으며 챗GPT 포 카카오는 출시 10일차에 이용자 수가 200만명을 돌파했다.

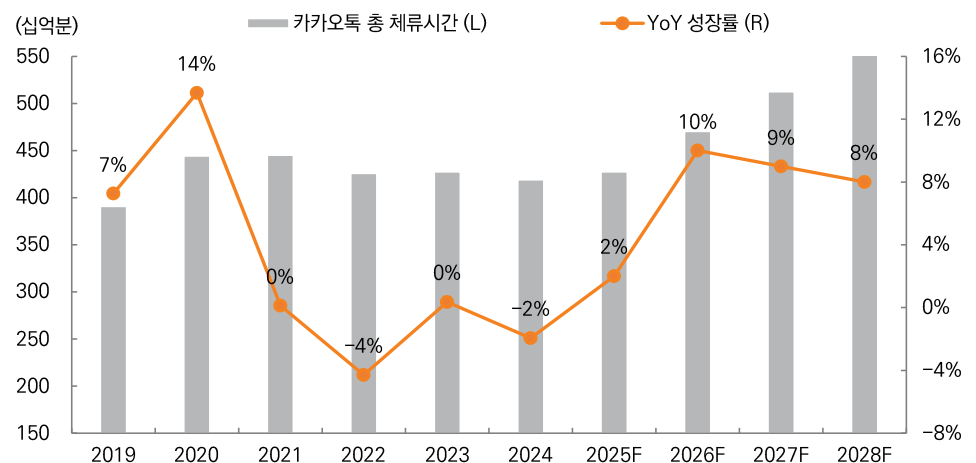
장기간 감소세를 보인 카카오톡 체류시간은 신규 AI 서비스들의 출시에 힘입어 26년 YoY 10% 성장할 전망이다. 현재 베타테스트를 진행 중인 카카오의 자체 AI 에이전트 카나나인 카카오톡은 1분기 중 안드로이드로 테스트를 확대하고 이후 정식 서비스를 출시할 예정이다. 26년에는 카나나 서치도 출시할 계획이다.

표 15. 카카오톡 주요 연간 지표 추정

	19	20	21	22	23	24	25F	26F	27F	28F
카카오톡 총 체류시간 (십억분)	391	444	445	426	427	419	428	470	513	554
YoY 성장률	7%	14%	0%	-4%	0%	-2%	2%	10%	9%	8%
개인간 채팅 추정 체류시간 (십억분)	313	355	356	341	342	335	329	325	322	319
개인간 채팅 외 체류시간 (십억분)	78	89	89	85	85	84	83	83	84	84
AI 개편을 통한 신규 체류시간 (십억분)	-	-	-	-	-	-	-	62	107	151
특비즈 광고 매출액	295	605	886	1,054	1,120	1,199	1,292	1,506	1,768	2,091
YoY 성장률	-	105%	47%	19%	6%	7%	8%	17%	17%	18%
체류시간 1분당 광고 매출액	0.8	1.4	2.0	2.5	2.6	2.9	3.0	3.2	3.4	3.8
YoY 성장률	-	80%	46%	24%	6%	9%	6%	6%	8%	9%
카카오톡 실행당 평균 체류시간	1.53	1.55	1.31	1.22	1.17	1.10	1.12	1.24	1.35	1.45
YoY 성장률	7%	1%	-15%	-7%	-4%	-6%	2%	10%	9%	8%

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 120. 카카오톡 연간 총 체류시간 전망

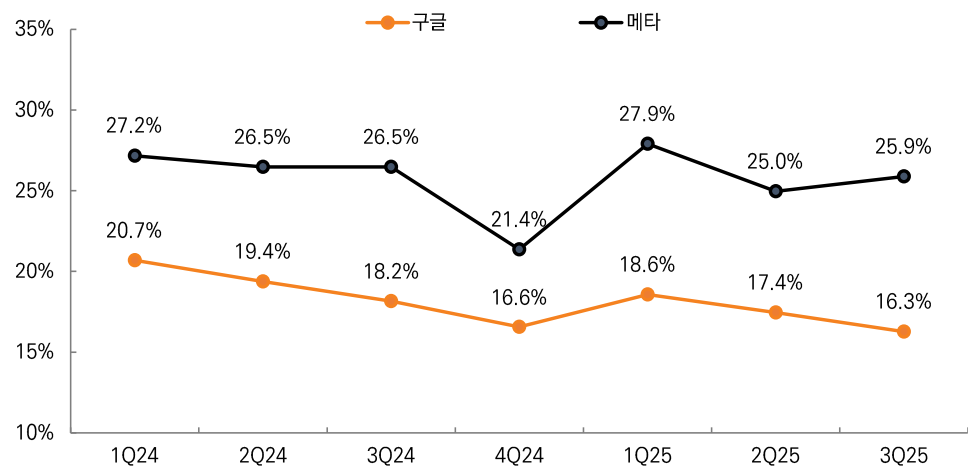


자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

AI 도입을 통한 1인당 생산성의 급격한 상승은 인건비 부담을 완화시키고 있다. 과거에는 매출 성장과 함께 인력과 보상이 함께 증가했지만 이제는 AI가 인력 확충의 역할을 대신하며 1인당 생산성 향상이 수익성 개선의 핵심 축으로 자리 잡고 있다. 20~22년 동안 빅테크 기업들은 엔지니어 확보 경쟁이 심화되며 평균 연봉(급여+SBC)이 매년 8~10%씩 상승했지만, 23년 이후 AI 효율화와 구조조정이 본격화되면서 인건비 상승세는 빠르게 둔화됐다.

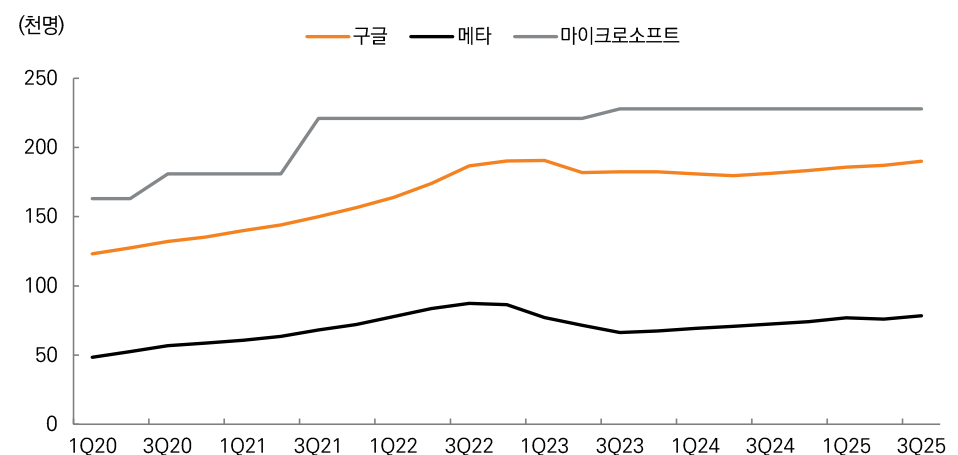
23년 대규모 감원 이후 구글, 메타, 마이크로소프트 모두 채용을 최소화하며 효율 중심 구조로 전환했다. AI 기반 개발 자동화 툴의 확산으로 동일 인력으로 더 많은 업무를 처리할 수 있게 되었고 신규 인력 확보 필요성이 낮아지면서 개발자 보상 압력도 완화됐다. 구글의 경우 인건비의 매출액 대비 비중이 24년 초 21% 수준에서 현재 16% 수준까지 감소했다.

그림 121. 구글, 메타 매출액 대비 인건비 비중 추이



자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터 추정

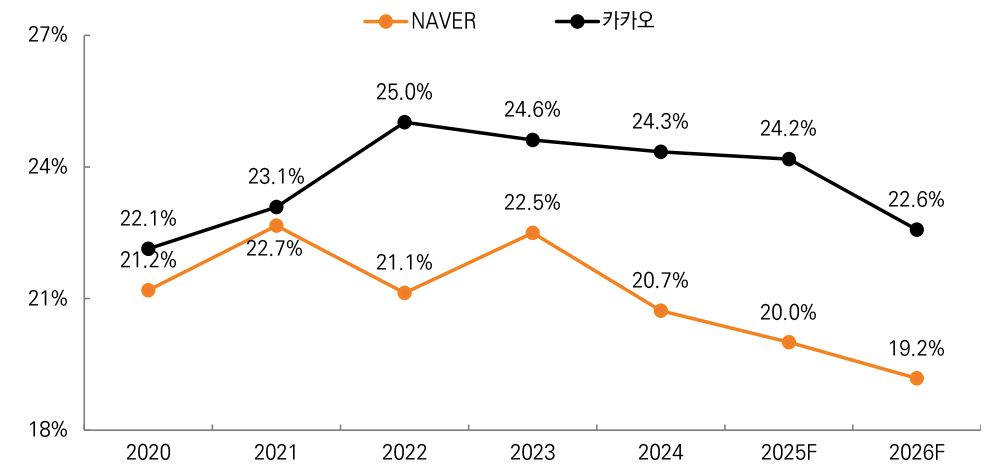
그림 122. 구글, 메타, 마이크로소프트 직원 수 추이



자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

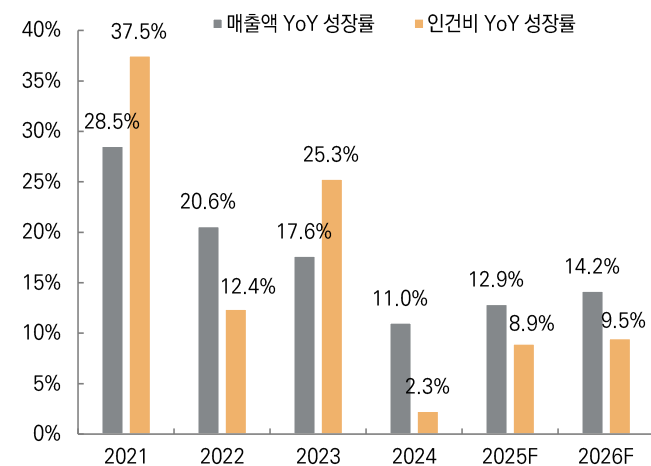
카카오와 NAVER 역시 글로벌 빅테크처럼 총인건비는 정체되고 생산성은 상승하는 구조로 변화하고 있다. 과거 인력 확충 중심의 성장 전략에서 벗어나 AI를 활용한 효율 중심의 경영 체제로 전환하는 흐름이 본격화되고 있다. 카카오와 NAVER는 21~22년 동안 인력 확충과 급여 인상에 따른 인건비 부담이 급격히 증가했지만, 23년 이후부터는 효율화 기조가 강화되며 인건비 성장률이 매출 성장률을 하회하기 시작했다. 카카오는 22년 이후 인건비 비중이 하락세로 전환되었다. 매출 대비 인건비 비중은 26년 22.6%까지 하락할 전망이다. 인건비 YoY 증가세 역시도 5% 미만으로 하락했다.

그림 123. NAVER, 카카오 매출액 대비 인건비 비중



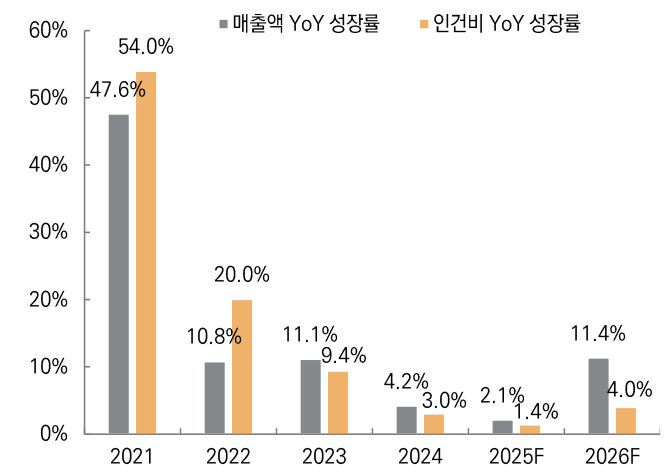
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 124. NAVER 인건비, 매출액 YoY 성장률



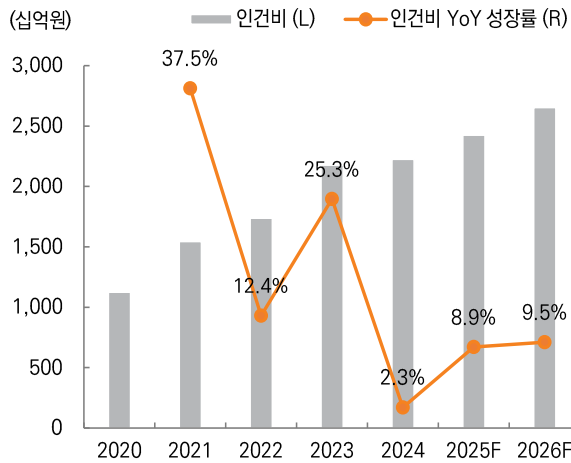
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 125. 카카오 인건비, 매출액 YoY 성장률



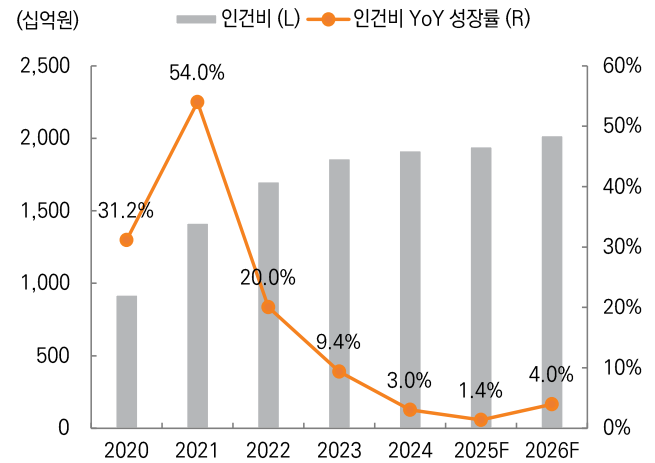
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 126. NAVER 인건비, YoY 성장률 추이



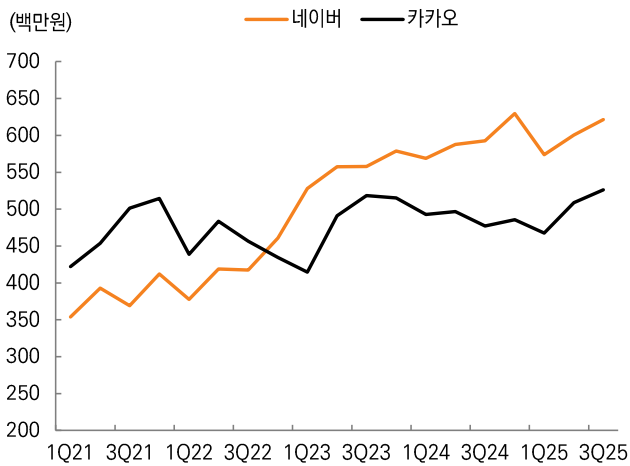
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 127. 카카오 인건비, YoY 성장률 추이



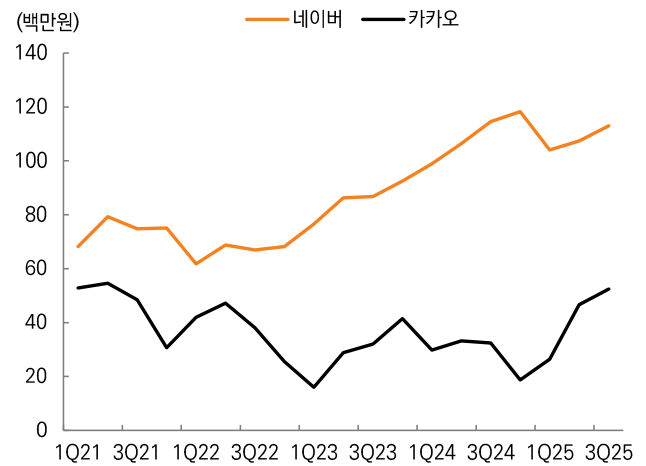
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 128. NAVER, 카카오 1인당 분기 매출액



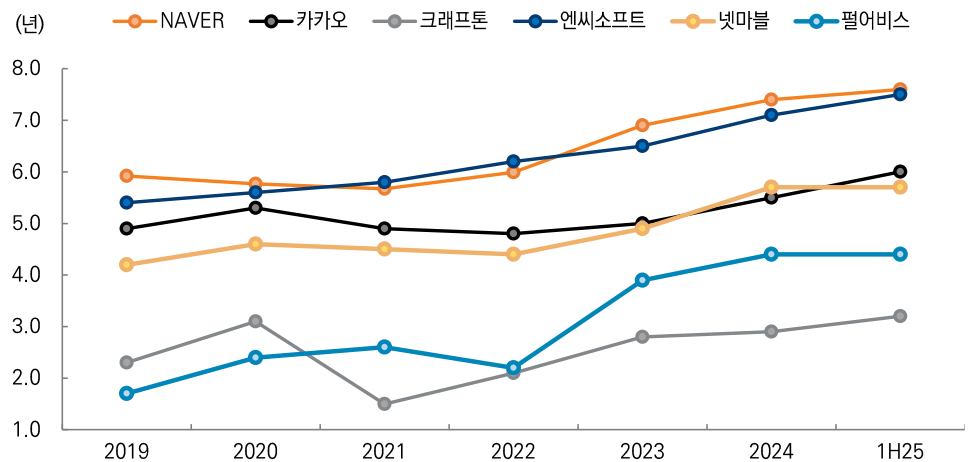
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 129. NAVER, 카카오 1인당 분기 영업이익



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 130. 국내 주요 인터넷/게임 업체 평균 근속연수 추이



자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

카카오 (035720)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	7,872	8,037	8,949	9,912
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	7,872	8,037	8,949	9,912
판매비와관리비	7,411	7,327	7,953	8,614
조정영업이익	460	709	996	1,298
영업이익	460	709	996	1,298
비영업손익	-463	153	51	56
금융손익	3	29	58	87
관계기업등 투자손익	54	78	-53	-77
세전계속사업손익	-3	862	1,047	1,354
계속사업법인세비용	159	132	262	339
계속사업이익	-162	730	785	1,016
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-162	730	785	1,016
지배주주	55	615	785	1,016
비지배주주	-217	115	0	0
총포괄이익	197	730	785	1,016
지배주주	387	1,433	1,542	1,994
비지배주주	-190	-703	-756	-978
EBITDA	1,296	1,578	1,698	1,891
FCF	871	1,325	1,318	1,417
EBITDA 마진율 (%)	16.5	19.6	19.0	19.1
영업이익률 (%)	5.8	8.8	11.1	13.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	0.7	7.7	8.8	10.3

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	10,959	12,499	13,764	15,113
현금 및 현금성자산	6,145	6,935	8,082	9,307
매출채권 및 기타채권	1,216	1,176	1,263	1,355
재고자산	65	68	72	75
기타유동자산	3,533	4,320	4,347	4,376
비유동자산	14,814	14,568	14,184	13,950
관계기업투자등	2,921	2,395	2,419	2,443
유형자산	1,286	1,384	1,114	948
무형자산	5,137	5,482	5,335	5,233
자산총계	25,773	27,067	27,948	29,062
유동부채	8,633	8,747	8,861	8,976
매입채무 및 기타채무	1,888	2,059	2,121	2,184
단기금융부채	2,338	2,106	2,111	2,116
기타유동부채	4,407	4,582	4,629	4,676
비유동부채	3,197	3,677	3,689	3,702
장기금융부채	2,047	2,426	2,426	2,426
기타비유동부채	1,150	1,251	1,263	1,276
부채총계	11,830	12,424	12,550	12,678
지배주주지분	10,141	10,726	11,481	12,467
자본금	44	44	44	44
자본잉여금	8,911	8,911	8,911	8,911
이익잉여금	1,943	2,528	3,284	4,270
비지배주주지분	3,802	3,917	3,917	3,917
자본총계	13,943	14,643	15,398	16,384

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	1,250	2,017	1,508	1,627
당기순이익	-162	730	785	1,016
비현금수익비용가감	1,462	902	835	774
유형자산감가상각비	576	594	459	376
무형자산상각비	260	275	242	216
기타	626	33	134	182
영업활동으로 인한 자산및부채의 변동	-4	418	21	19
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-20	-16	-17	-17
재고자산 감소(증가)	0	-3	-3	-4
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-27	5	7	7
법인세납부	-278	-132	-262	-339
투자활동으로 인한 현금흐름	10	-1,564	-312	-353
유형자산처분(취득)	-348	-692	-190	-210
무형자산감소(증가)	-87	-620	-95	-115
장단기금융자산의 감소(증가)	206	-252	-27	-28
기타투자활동	239	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-521	116	-25	-25
장단기금융부채의 증가(감소)	-122	146	5	5
자본의 증가(감소)	71	0	0	0
배당금의 지급	-43	-30	-30	-30
기타재무활동	-427	0	0	0
현금의 증가	756	790	1,147	1,225
기초현금	5,389	6,145	6,935	8,082
기말현금	6,145	6,935	8,082	9,307

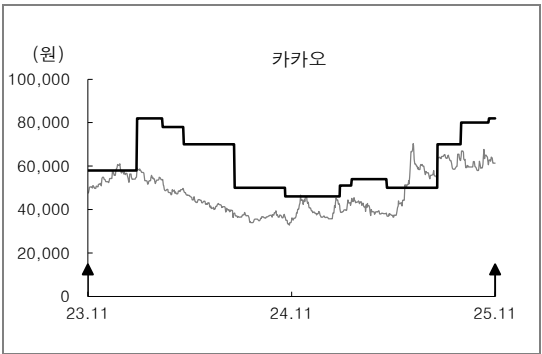
자료: 카카오, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	306.9	44.2	34.6	26.7
P/CF (x)	13.0	16.7	16.8	15.2
P/B (x)	1.7	2.5	2.4	2.2
EV/EBITDA (x)	13.4	16.0	14.2	12.1
EPS (원)	124	1,389	1,775	2,297
CFPS (원)	2,928	3,687	3,664	4,046
BPS (원)	22,860	24,255	25,962	28,191
DPS (원)	68	68	68	68
배당성향 (%)	-18.4	4.1	3.8	2.9
배당수익률 (%)	0.2	0.1	0.1	0.1
매출액증가율 (%)	4.2	2.1	11.4	10.8
EBITDA증가율 (%)	6.1	21.8	7.6	11.4
조정영업이익증가율 (%)	-0.1	54.1	40.4	30.3
EPS증가율 (%)	흑전	1,015.6	27.8	29.4
매출채권 회전율 (회)	13.6	14.7	15.9	17.1
재고자산 회전율 (회)	77.3	120.8	128.1	135.1
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	-0.6	2.8	2.9	3.6
ROE (%)	0.6	5.9	7.1	8.5
ROIC (%)	539.8	13.8	17.8	25.2
부채비율 (%)	84.8	84.8	81.5	77.4
유동비율 (%)	126.9	142.9	155.3	168.4
순차입금/자기자본 (%)	-24.5	-39.8	-45.4	-50.2
조정영업이익/금융비용 (x)	2.3	3.5	4.8	6.2

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
카카오 (035720)				
2025.11.07	매수	82,000	-	-
2025.09.18	매수	80,000	-22.83	-15.38
2025.08.07	매수	70,000	-10.59	-6.43
2025.05.08	매수	50,000	4.30	40.80
2025.03.06	매수	54,000	-24.46	-15.93
2025.02.13	매수	51,000	-20.11	-12.84
2024.11.07	매수	46,000	-14.87	1.30
2024.08.08	매수	50,000	-26.77	-21.20
2024.05.09	매수	70,000	-39.43	-31.71
2024.04.01	매수	78,000	-37.66	-34.36
2024.02.15	매수	82,000	-33.15	-28.41
2024.01.09	매수	58,000	-2.74	5.34
2024.01.09	매수	58,000	-1.38	-1.38
2023.11.10	매수	58,000	-10.83	-0.17



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 약화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 추가(—), 목표주가(—), Not covered(■)

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자의견 분류기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 주가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
78.61%	1.73%	19.08%	0.58%

* 2025년 09월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 카카오 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.