

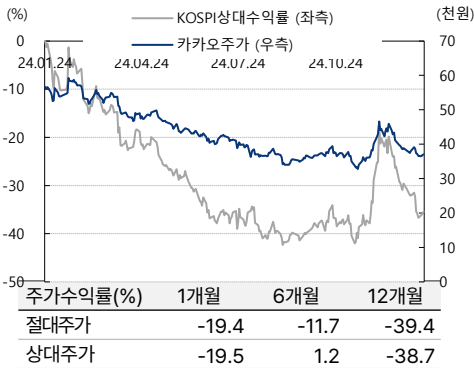
카카오 (035720) : 특비즈 성장 개선 정도가 중요

Buy
TP 51,000원

유지
유지

Company Data	
현재가(01/15)	37,000원
액면가(원)	100원
52주 최고가(보통주)	61,100원
52주 최저가(보통주)	32,800원
KOSPI (01/15)	2,496.81p
KOSDAQ (01/15)	711.61p
자본금	445억원
시가총액	164,155억원
발행주식수(보통주)	44,366만주
발행주식수(우선주)	0만주
평균거래량(60일)	188.4만주
평균거래대금(60일)	748억원
외국인지분(보통주)	27.09%
주요주주	김범수 외 92인 24.21%

Price & Relative Performance



▶ AI를 통한 채팅 이외의 탭 방문 맥락 확보가 이루어질 2025년

- 동사의 AI 서비스 도입은 1) Model Orchestration 기반 AI 에이전트인 '카나나'(별도 앱 출시), 2) 카카오톡 서비스 내 AI 서비스 도입을 통한 트래픽 및 체류시간 확대, 3) 카카오페이의 금융전문가 AI 서비스, 4) 카카오톡의 AI 자율주행 택시 플랫폼 개발, 5) 헬스케어 영역에서 데이터 플랫폼의 형성 등으로 이루어지고 있음.
- 이 중 25년 연결 영업이익에 영향도가 큰 프로젝트는 카카오톡 내 AI 서비스 도입. 카카오톡은 채팅 앱 특성상 대부분 트래픽과 체류 시간이 채팅 탭(2탭)에 집중되며, 이는 광고 및 커머스 매출 성장의 한계로 작용하는 부분. 프로필 탭(1탭), 오픈채팅탭(3탭), 쇼핑탭(4탭)에 방문하고 체류할 맥락을 AI 서비스를 통해 확보하는 것이 과제이며, 4Q24 도입된 개인화 AI 커머스 MD가 이러한 시도의 일환.
- 2025년 특비즈 매출액 YoY +7.0% 성장을 전망(광고형 +7.9%, 거래형 +5.8%)하며, AI 서비스 도입 성과에 따른 2탭 외 탭들의 지면가치(트래픽 및 체류시간) 상승에 따라 특비즈 매출 추정치 상향 가능성 존재.

▶ 2025년 매출 8.4조원(YoY +6.7%), 영업이익 6,224억원(YoY +26.9%, OPM 7.4%) 기록 전망

- 25년 매출 8.4조원(YoY +6.7%), 이익 6,224억원(YoY +26.9%, OPM 7.4%) 기록 전망. 특비즈 및 AI를 통한 성장에 집중하는 개편을 시행함에 따라 25년 콘텐츠 매출액 성장(YoY +3.5%)은 제한되는 한편 특비즈(YoY +7%) 및 페이/모빌리티를 포함한 플랫폼 기타(+17.7%) 등 플랫폼 매출은 YoY +10% 전망. 연간 +6.7%의 매출 성장 가운데, 보수적 채용 기조에 따른 제한적인 인건비 증가(YoY +1.1%)와 콘텐츠 매출 비중 감소에 따른 매출변동비율 감소(YoY -0.9%p)로 OPM은 YoY +1.2%p 개선 전망.

Forecast earnings & Valuation

	2022.12	2023.12	2024.12E	2025.12E	2026.12E
12월산(십억원)					
매출액 (십억원)	6,799	7,557	7,864	8,391	8,897
YoY(%)	15.0	11.2	4.1	6.7	6.0
영업이익(십억원)	569	461	490	622	754
OP마진(%)	8.4	6.1	6.2	7.4	8.5
순이익(십억원)	1,067	-1,817	324	568	661
EPS(원)	3,049	-2,276	834	1,217	1,417
YoY(%)	-2.3	적전	흑전	45.9	16.4
PER(배)	17.4	-23.9	45.8	30.4	26.1
PCR(배)	15.9	12.1	5.9	5.6	5.3
PBR(배)	2.4	2.5	1.7	1.5	1.5
EV/EBITDA(배)	21.3	20.7	14.4	12.5	11.5
ROE(%)	13.6	-10.3	3.7	5.2	5.8

카카오 (035720) : 특비즈 성장 개선 정도가 중요

- 이 중 25년 연결 영업이익에 영향도가 큰 프로젝트는 카카오톡 내 AI 서비스 도입. 카카오톡은 채팅 앱 특성상 대부분 트래픽과 체류시간이 채팅 탭(2탭)에 집중되며, 이는 광고 및 커머스 매출 성장의 한계로 작용하는 부분. 프로필 탭(1탭), 오픈채팅탭(3탭), 쇼핑탭(4탭)에 방문하고 체류할 맥락을 AI 서비스를 통해 확보하는 것이 과제이며, 4Q24 도입된 개인화 AI 커머스 MD가 이러한 시도의 일환.
- 2025년 특비즈 매출액 YoY +7.0% 성장을 전망(광고형 +7.9%, 거래형 +5.8%)하며, AI 서비스 도입 성과에 따른 2탭 외 탭들의 지면가치(트래픽 및 체류시간) 상승에 따라 특비즈 매출 추정치 상향 가능성 존재.
- 25년 매출 8.4조원(YoY +6.7%), 이익 6,224억원(YoY +26.9%, OPM 7.4%) 기록 전망. 특비즈 및 AI를 통한 성장에 집중하는 개편을 시행함에 따라 25년 콘텐츠 매출액 성장(YoY +3.5%)은 제한되는 한편 특비즈(YoY +7%) 및 페이/모빌리티를 포함한 플랫폼 기타(+17.7%) 등 플랫폼 매출은 YoY +10% 전망. 연간 +6.7%의 매출 성장 가운데, 보수적 채용 기조에 따른 제한적인 인건비 증가(YoY +1.1%)와 콘텐츠 매출 비중 감소에 따른 매출변동비율 감소(YoY -0.9%p)로 OPM은 YoY +1.2%p 개선 전망.

카카오 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2022	2023	2024E	2025E
매출액	1,623.8	1,923.3	2,011.5	1,998.5	1,988.4	2,004.9	1,921.4	1,949.7	1,951.4	2,056.1	2,147.6	2,236.0	6,799.0	7,557.0	7,864.4	8,391.0
성장률(YoY %)	2.7%	10.4%	12.9%	17.9%	22.5%	4.2%	-4.5%	-2.4%	-1.9%	2.6%	11.8%	14.7%	10.8%	11.1%	4.1%	6.7%
플랫폼부문	848.1	869.5	880.0	956.8	954.8	955.3	943.5	1,030.7	1,030.4	1,044.4	1,060.5	1,135.1	3,462.6	3,554.4	3,884.3	4,270.3
특비즈	484.7	480.4	479.5	537.6	522.1	513.9	507.3	561.8	558.8	539.8	551.9	602.6	1,901.7	1,982.2	2,105.2	2,253.0
포털비즈	83.6	89.5	83.2	88.1	84.7	87.9	76.4	81.1	77.9	82.1	73.9	78.3	424.1	344.3	330.1	312.3
플랫폼 기타	279.8	299.6	317.3	331.2	348.0	353.5	359.8	387.8	393.8	422.4	434.7	454.1	1,136.8	1,227.9	1,449.0	1,705.0
콘텐츠부문	775.6	1,053.8	1,131.5	1,041.7	1,033.6	1,049.6	977.9	919.0	920.9	1,011.7	1,087.2	1,100.9	3,336.5	4,002.6	3,980.1	4,120.7
뮤직	232.0	480.7	513.3	497.9	468.2	510.9	470.9	469.5	463.5	522.8	538.7	533.4	894.1	1,723.9	1,919.5	2,058.4
스토리	228.6	231.0	249.1	213.4	227.0	215.7	218.7	208.2	218.1	211.4	221.2	211.2	920.9	922.1	869.6	861.8
게임	247.3	268.6	262.0	231.6	243.1	233.5	233.6	182.2	182.4	219.8	266.6	293.8	1,109.5	1,009.5	892.5	962.6
미디어	67.7	73.5	107.0	98.8	95.2	90.0	54.7	59.0	56.9	57.8	60.7	62.5	412.0	347.0	299.0	237.9
영업비용	1,561.2	1,810.2	1,887.2	1,837.6	1,868.1	1,870.9	1,790.9	1,844.0	1,834.6	1,919.1	1,986.7	2,028.3	6,229.7	7,096.1	7,373.9	7,768.6
인건비	448.0	472.4	467.5	472.3	479.0	480.6	459.0	466.8	474.8	473.2	473.2	485.4	1,701.0	1,860.2	1,885.4	1,906.5
매출연동비	642.4	780.4	849.4	714.2	819.9	796.8	747.7	740.9	741.5	801.9	841.9	849.7	2,654.4	2,986.4	3,105.3	3,234.9
외주인프라비	174.0	205.2	198.8	256.8	202.4	195.6	194.1	201.9	207.9	214.2	222.8	231.7	684.4	834.9	794.0	876.5
마케팅비	97.0	100.4	104.5	103.9	89.3	108.2	105.5	126.7	113.1	121.9	130.5	132.6	417.2	405.8	429.7	498.1
상각비	150.3	192.2	198.4	210.1	197.8	207.3	210.7	212.8	219.2	225.7	232.5	239.5	580.4	750.9	828.6	916.9
기타	49.6	59.6	68.6	80.2	79.7	82.5	73.9	94.9	78.1	82.2	85.9	89.4	192.4	258.0	331.0	335.6
영업이익	62.6	113.1	124.3	160.9	120.3	134.0	130.5	105.7	116.7	137.0	160.9	207.7	569.4	460.9	490.5	622.4
성장률(YoY %)	-58.6%	-33.5%	-16.4%	61.4%	92.2%	18.5%	5.0%	-34.3%	-2.9%	2.3%	23.3%	96.5%	-4.3%	-19.1%	6.4%	26.9%
OPM(%)	3.9%	5.9%	6.2%	8.0%	6.0%	6.7%	6.8%	5.4%	6.0%	6.7%	7.5%	9.3%	8.4%	6.1%	6.2%	7.4%
지배주주순이익	22.2	55.9	20.9	1,111.5	73.7	101.3	105.8	90.6	97.3	119.2	189.0	162.2	1,358.0	-	371.4	567.7
NPM(%)	1.4%	2.9%	1.0%	-55.6%	3.7%	5.1%	5.5%	4.6%	5.0%	5.8%	8.8%	7.3%	20.0%	-13.4%	4.7%	6.8%

출처: 카카오, 고보증권 리서치센터

포괄손익계산서

단위: 십억원

12결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	6,799	7,557	7,864	8,391	8,897
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	6,799	7,557	7,864	8,391	8,897
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	6,229	7,096	7,374	7,769	8,143
영업이익	569	461	490	622	754
영업이익률 (%)	8.4	6.1	6.2	7.4	8.5
EBITDA	1,151	1,222	1,255	1,419	1,562
EBITDA Margin (%)	16.9	16.2	16.0	16.9	17.6
영업외손익	700	-2,109	77	177	177
관계기업손익	-58	4	66	66	66
금융수익	343	317	367	367	367
금융비용	-488	-308	-332	-332	-332
기타	902	-2,122	-24	76	76
법인세비용차감전순손익	1,269	-1,648	568	800	931
법인세비용	202	168	244	232	270
계속사업순손익	1,067	-1,817	324	568	661
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,067	-1,817	324	568	661
당기순이익률 (%)	15.7	-24.0	4.1	6.8	7.4
비지배자분순이익	-291	-804	-46	28	33
지배자분순이익	1,358	-1,013	370	539	628
지배순이익률 (%)	20.0	-13.4	4.7	6.4	7.1
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-1,730	102	-35	-35	-35
포괄손이익	-663	-1,715	289	532	626
비지배자분포괄이익	-400	-831	140	258	303
지배자분포괄이익	-262	-884	149	274	322

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	678	1,341	3,236	3,497	3,603
당기순이익	0	0	324	568	661
비현금항목의 가감	126	3,001	3,213	3,256	3,341
감가상각비	378	489	532	598	638
외환손익	-40	-2	6	6	6
지분법평가손익	58	-4	-66	-66	-66
기타	-269	2,518	2,741	2,718	2,763
자산부채의 증감	-460	248	-72	-87	-86
기타현금흐름	1,012	-1,908	-228	-239	-312
투자활동 현금흐름	-1,574	-1,780	-2,645	-3,013	-3,386
투자자산	-482	406	-9	-9	-9
유형자산	-453	-575	-600	-700	-700
기타	-640	-1,611	-2,036	-2,303	-2,676
재무활동 현금흐름	412	1,020	1,050	1,048	1,048
단기차입금	-297	-59	-59	-59	-59
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	710	199	199	199	199
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-23	-55	-27	-27	-27
기타	22	934	937	934	934
현금의 증감	-490	553	-464	-602	-1,068
기초 현금	5,326	4,836	5,389	4,925	4,323
기말 현금	4,836	5,389	4,925	4,323	3,255
NOPLAT	479	508	280	442	535
FCF	147	941	372	451	557

재무상태표

12결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	7,756	8,943	9,590	10,421	11,392
현금및현금성자산	4,780	5,269	4,925	4,323	3,255
매출채권 및 기타채권	772	1,134	1,439	1,914	2,624
재고자산	160	139	144	154	163
기타유동자산	2,043	2,402	3,082	4,030	5,351
비유동자산	14,451	15,090	15,181	15,340	15,489
유형자산	885	1,322	1,390	1,492	1,554
관계기업투자금	2,652	2,941	3,191	3,441	3,690
기타금융자산	2,205	2,421	2,421	2,421	2,421
기타비유동자산	8,709	8,406	8,179	7,987	7,824
자산총계	22,964	25,180	25,918	26,908	28,028
유동부채	4,768	6,245	6,209	6,180	6,151
매입채무 및 기타채무	1,642	3,623	3,633	3,650	3,666
차입금	1,055	1,053	994	935	877
유동성채무	0	0	3	3	3
기타유동부채	2,071	1,570	1,580	1,593	1,606
비유동부채	3,798	3,737	4,024	4,315	4,610
차입금	616	846	1,045	1,244	1,443
사채	561	0	0	0	0
기타비유동부채	2,622	2,892	2,979	3,071	3,168
부채총계	9,448	11,321	11,572	11,834	12,101
지배자분	9,984	9,764	10,107	10,620	11,221
자본금	45	45	44	44	44
자본잉여금	8,116	8,840	8,840	8,840	8,840
이익잉여금	3,031	1,922	2,266	2,778	3,380
기타자본변동	41	8	8	8	8
비지배자분	3,532	4,095	4,239	4,454	4,706
자본총계	13,516	13,859	14,346	15,074	15,927
총차입금	3,908	4,199	4,430	4,662	4,899

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	3,049	-2,276	834	1,217	1,417
PER	17.4	-23.9	45.8	30.4	26.1
BPS	22,414	21,948	22,801	23,957	25,314
PBR	2.4	2.5	1.7	1.5	1.5
EBITDAPS	2,583	2,746	2,826	3,201	3,523
EV/EBITDA	21.3	20.7	14.4	12.5	11.5
SPS	15,262	16,990	17,713	18,929	20,070
PSR	3.5	3.2	2.2	2.0	1.8
CFPS	330	2,117	838	1,017	1,257
DPS	60	61	61	61	61

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	15.0	11.2	4.1	6.7	6.0
영업이익 증가율	-3.1	-19.1	6.4	26.9	21.1
순이익 증가율	-35.0	적전	흑전	75.1	16.4
수익성					
ROIC	10.4	11.1	6.2	9.2	10.1
ROA	5.9	-4.2	1.4	2.0	2.3
ROE	13.6	-10.3	3.7	5.2	5.8
안정성					
부채비율	69.9	81.7	80.7	78.5	76.0
순차입금비용	17.0	16.7	17.1	17.3	17.5
이자보상배율	5.2	2.8	2.5	3.1	3.6