

카카오 (035720)

이재은

jeeun.lee@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

81,000

하향

현재주가

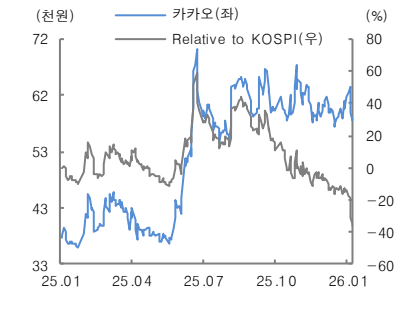
58,200

(26.01.09)

인터넷업종

KOSPI	4586.32
시가총액	25,753십억원
시가총액비중	0.77%
지분금(보통주)	44십억원
52주 최고/최저	70,400원 / 35,750원
120일 평균거래대금	1,845억원
외국인지분율	30.04%
주요주주	김범수 외 75 인 24.11% 국민연금공단 7.40%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-4.3	-2.3	-3.8	56.5
상대수익률	-13.5	-24.4	-34.3	-14.0



어닝 서프가 없어도 긍정적인 이유: 특비즈 성장 속도

- 4Q, 컨센 부합 전망. 콘텐츠 부진에도 부합한 실적은, 특비즈의 빠른 성장을 방증
- TP 6% 하향: AI 구독 매출 지연, 호텔비즈 사업가치 제외, 자회사 지분가치 감소 등
- '26 카나나 출시로 AI 기반 특비즈 성장 가속 및 밸류 리레이팅 기대. Top-pick 유지

투자 의견 매수, TP 8.1만원(-5.8%)으로 하향하나 인터넷 업종 최선호주 유지

목표주가는 SOTP 방식으로 산출. 카카오의 별도 사업가치는 19.4조원으로 산출. 주요 자회사(게임즈, 뱅크,페이 등) 지분가치는 현재 시장가치를 반영하여 총 자회사 지분가치 15.4조원으로 산출. TP 하향 배경: 1) 특비즈의 AI 구독 매출 가시화 지연에 따른 2026년 매출 소폭 하향, 2) 호텔 별도 법인 분사에 따른, 호텔비즈 사업 가치 제외, 3) 자회사 지분가치 감소 등

4분기, 특비즈 성장을 확대 전망

4Q25 매출액 2조 998억원(YoY 7.3%, QoQ 0.6%), 영업이익 1,918억원(YoY 154.2%, QoQ -7.8%) 예상. 매출, 영업이익 모두 컨센 부합 전망

4분기 특비즈 매출 6,148억원(YoY 10%, QoQ 15%) 예상. 광고, 커머스 모두 성수기로 인한 호실적 전망하며, 매출 각각 3,703억원(YoY 15%, QoQ 14%), 2,445억원(YoY 4%, QoQ 17%) 추정. 특히 지난 3분기 순성장으로 전환한 광고는 이번 분기부터 앱 개편, ChatGPT 도입 등의 효과가 더해져 성장을 확대 전망. 다만, ChatGPT 도입으로 인한 트래픽 증가에도 ChatGPT 구독 매출의 가시화는 지연되는 것으로 판단.페이, 모빌리티 안정적 성장을 지속. 콘텐츠 매출 9,489억원(YoY 4%, QoQ -8%) 예상. 게임, 엔터 앨범 판매 매출의 감소와 함께 픽코마, SM 등의 비용 증가로 전분기대비 실적 감소 전망

전반적으로 콘텐츠 부문의 호실적으로 인한 2~3Q25 어닝 서프와 달리, 4분기는 콘텐츠 부문의 실적 부진이 예상되며, 연결 실적은 컨센에 부합한 수준에 그칠 것으로 전망. 다만, 이는 오히려 특비즈가 시장 기대치 대비 빠른 성장세를 보이고 있음을 방증하는 것으로 판단. 지난 3분기 광고 매출의 순성장 전환과 콘텐츠 부문 호실적 이어지면서, 현재 4분기 컨센서스에는 광고, 콘텐츠 부문 모두의 실적 성장이 이미 반영되어 있는 상황으로 보임. 이러한 전제 하에서, 콘텐츠 부문의 실적이 기대에 미치지 못함에도 불구하고 연결 실적이 컨센서스에 부합한다면, 이는 시장 예상보다 본업인 광고의 실적 성장이 더 빠르게 진행되고 있음을 입증하게 되는 것으로 판단. 즉, 실적의 질적 측면에서는 긍정적. 또한 2~3분기 어닝 서프가 본업보다 연결 자회사들의 실적 개선에 기인한 측면이 컸기에, 당시 주가 반응 역시 제한적이었던 것을 감안하면, 4분기는 단기적 어닝 서프 여부보다 본업 중심의 실적 구조 강화를 확인하는 것이 중요

2026년 특비즈 사업의 성장 모멘텀이 본격적으로 강화될 전망. 1Q26 예정된 카나나 출시를 통해 AI 검색 및 AI 에이전트 기능이 구현되며, 트래픽 확대에 의한 기존 광고 강화와 함께 신규 검색 광고 모델 도입에 대한 기대감이 형성될 것으로 판단. 기존 특비즈 광고의 빠른 매출 성장에 AI 기반 신규 수익원이 추가되며, '26E 특비즈 매출 성장률은 YoY 약 20%로 강화될 전망(vs. '25E YoY 8%)이며, 이에 따른 이익 성장 역시 기대. 특비즈 중심의 밸류 리레이팅 가능성 높다고 판단하며, 인터넷 업종 최선호주 의견 유지

(단위: 십억원 %)

구분	4Q24	3Q25	직전추정	당사추정	4Q25(F)			1Q26		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	1,957	2,087	2,084	2,100	7.3	0.6	2,117	2,010	7.9	-4.3
영업이익	75	208	163	192	154.2	-7.8	187	132	25.6	-31.0
순이익	-226	117	313	334	흑전	186.2	83	193	186.8	-42.3

자료: 카카오, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	7,557	7,872	8,078	9,140	10,209
영업이익	461	460	691	939	1,159
세전순이익	-1,648	-3	871	1,132	1,360
총당기순이익	-1,817	-162	736	857	1,030
자배지분순이익	-1,013	55	625	804	966
EPS	-2,276	124	1,412	1,821	2,187
PER	NA	306.9	41.2	32.0	26.6
BPS	21,951	22,839	24,270	26,061	28,180
PBR	2.5	1.7	2.4	2.2	2.1
ROE	-10.3	0.6	6.0	7.2	8.1

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 / 자료: 카카오, 대신증권 Research Center

(단위: 십억원, %)

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	8,063	9,275	8,078	9,140	0.2	-1.5
판매비와 관리비	7,400	8,347	7,387	8,201	-0.2	-1.7
영업이익	662	928	691	939	4.3	1.1
영업이익률	8.2	10.0	8.6	10.3	0.3	0.3
영업외손익	180	193	180	193	0.0	0.0
세전순이익	843	1,122	871	1,132	3.4	0.9
자배지분순이익	604	797	625	804	3.4	0.9
순이익률	8.9	9.2	9.1	9.4	0.3	0.2
EPS(자배지분순이익)	1,365	1,804	1,412	1,821	3.4	0.9

자료: 카카오, 대신증권 Research Center

표 1. 카카오 목표주가 산출 (단위: 십억원)

1) 사업 가치						
(2026F 기준)	매출액	영업이익	NOPLAT	Multiple	적정 가치	비고
특 비즈니스	2,665.3	932.8	746.3	32.5x	19,391.3	OPM 35% 가정, 글로벌 Peer 의 2026 평균 PER 대비 40% 할증
사업 가치 합계 (a)					19,391.3	
2) 자회사 지분 가치						
	적정 가치	지분율	할인율	지분 가치	비고	
카카오 게임즈	1,400.4	41.2%	40.0%	346.2	최근 3개월 주가 평균	
카카오엔터테인먼트	11,605.8	66.0%	30.0%	5,361.9	2023.01 유상증자 시 평가받은 기업가치 적용	
카카오 모빌리티	7,779.2	57.2%	30.0%	3,114.8	2023.03 유상증자 시 평가받은 기업가치 적용	
카카오 페이	6,776.4	46.3%	40.0%	1,882.5	최근 3개월 주가 평균	
카카오 재팬(픽코마)	2,271.5	72.9%	30.0%	1,159.1	China Literature, Webtoon 의 12MF PSR 평균 적용	
카카오뱅크	10,534.4	27.2%	40.0%	1,719.2	최근 3개월 주가 평균	
카카오 엔터프라이즈	2,584.8	85.1%	30.0%	1,539.8	2022.06 유상증자 시 평가받은 기업가치 적용	
에스엠	2,583.2	21.0%	40.0%	325.5	최근 3개월 주가 평균	
지분 가치 합계 (b)					15,448.9	
3) 주요 투자자산 지분가치 (c)						
	적정 가치	지분율	할인율	지분 가치		
두나무(c)	12,204.2	10.6%	30.0%	905.6		
총 합계 (a) + (b) + (c)					35,748.5	
주식 수(천주)				442,495		
적정 주가(원)				80,782		
목표 주가(원)				81,000	반올림 적용	
현재 주가(원)				58,200		
상승 여력				39.2%		

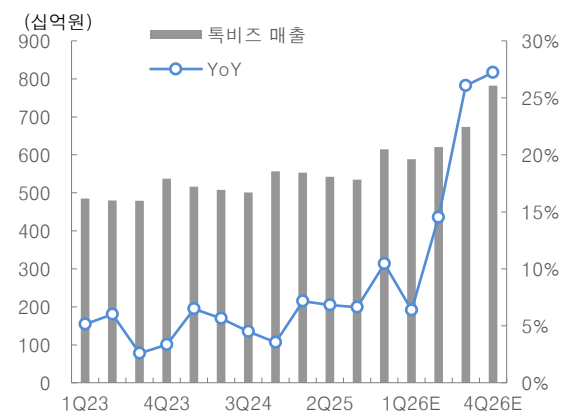
자료: 대신증권 Research Center

표 1. 카카오 실적 추정 표 (단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	1,863.7	2,028.3	2,086.6	2,099.8	2,010.4	2,189.2	2,356.2	2,584.6	7,872.1	8,078.4	9,140.3
플랫폼 부문	993.0	1,055.2	1,059.8	1,150.9	1,116.5	1,180.9	1,260.5	1,381.2	3,901.0	4,258.9	4,939.2
톡비즈	553.3	542.1	534.4	614.8	588.6	620.8	673.7	782.2	2,081.5	2,244.6	2,665.3
광고형	286.0	321.0	325.0	370.3	318.3	388.5	403.6	477.2	1,199.0	1,302.3	1,587.6
- 광고(DA/메시지/기타)	286.0	321.0	325.0	370.3	317.5	349.9	351.0	407.3	1,199.0	1,302.3	1,425.7
- 검색 광고 (신규)						36.9	49.2	61.5			147.6
- 구독(ChatGPT)					0.8	1.7	3.4	8.4			14.3
거래형	267.0	221.0	209.0	244.5	270.3	232.3	270.1	305.0	883.0	941.5	1,077.7
신사업	365.6	434.8	452.7	487.5	527.9	560.1	586.9	599.0	1,487.3	1,740.7	2,273.9
콘텐츠 부문	870.7	973.1	1,026.7	948.9	893.9	1,008.2	1,095.7	1,203.3	3,971.0	3,819.5	4,201.1
게임	145.2	142.6	154.3	129.3	128.7	132.1	205.6	336.9	873.2	571.4	803.3
뮤직	437.9	517.5	565.2	534.7	475.3	554.7	575.5	571.1	1,920.0	2,055.3	2,176.6
스토리	212.6	218.7	211.4	210.3	214.1	226.3	217.8	219.9	864.4	853.0	878.0
미디어	75.1	94.2	95.8	74.7	75.8	95.1	96.8	75.4	313.4	339.8	343.2
영업비용	1,758.3	1,842.4	1,878.5	1,908.0	1,878.0	2,006.8	2,088.4	2,228.0	7,411.5	7,387.2	8,201.3
인건비	478.9	488.6	477.4	483.4	496.7	507.4	502.1	508.8	1,916.6	1,928.3	2,015.1
매출연동비	700.6	717.3	747.7	745.2	724.3	794.7	860.7	926.4	3,018.4	2,910.8	3,306.1
외주/인프라	206.1	233.4	260.7	263.3	272.0	281.0	290.3	299.8	879.6	963.6	1,143.1
마케팅	87.0	88.0	101.8	105.0	100.5	109.5	117.8	129.2	406.4	381.8	457.0
상각비	205.5	221.8	208.3	218.7	197.9	213.6	224.3	242.3	861.8	854.3	878.1
기타 영업비용	80.2	93.2	82.6	92.4	86.6	100.6	93.2	121.5	328.7	348.4	401.9
영업이익	105.4	185.9	208.0	191.8	132.4	182.4	267.8	356.5	460.6	691.1	939.1
영업이익률	5.7%	9.2%	10.0%	9.1%	6.6%	8.3%	11.4%	13.8%	5.9%	8.6%	10.3%
지배주주 귀속 순이익	168.9	161.2	124.9	169.7	127.8	163.7	224.7	288.1	55.3	624.7	804.2
순이익률	9.1%	7.9%	6.0%	8.1%	6.4%	7.5%	9.5%	11.1%	0.7%	7.7%	8.8%

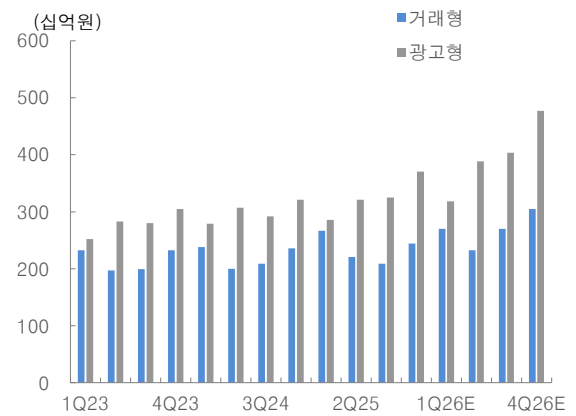
자료: 카카오, 대신증권 Research Center

그림 1. 카카오 톡비즈 매출 추이 및 전망



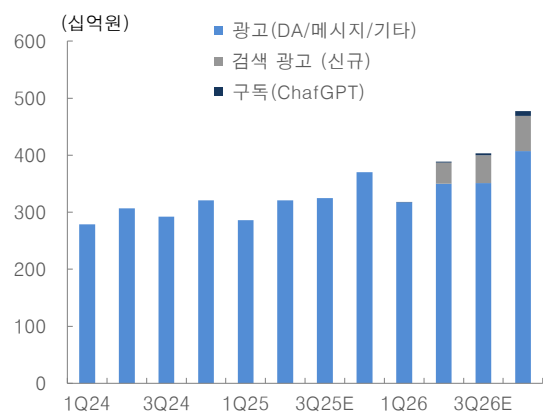
자료: 카카오, 대신증권 Research Center

그림 2. 톡비즈 광고, 거래 매출 추이 및 전망



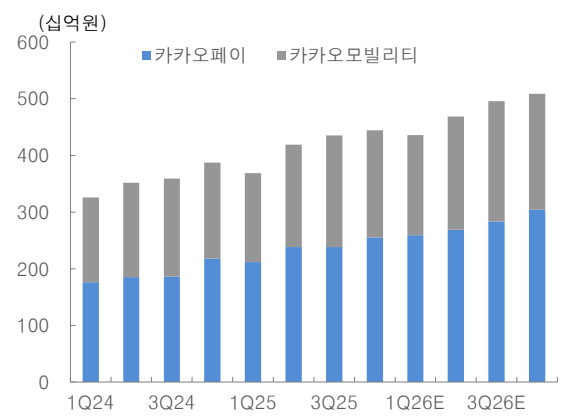
자료: 카카오, 대신증권 Research Center

그림 3. 톡비즈 광고 매출 구분



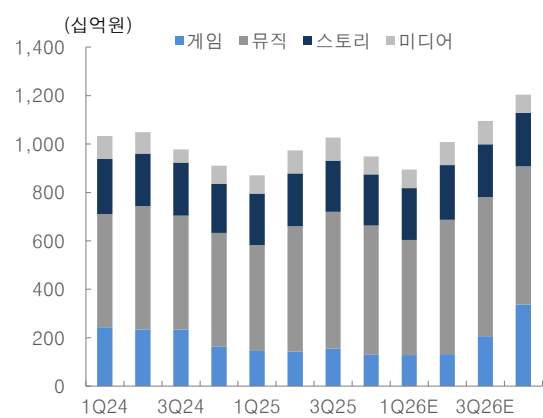
자료: 카카오, 대신증권 Research Center

그림 4. 플랫폼 기타 매출 추이



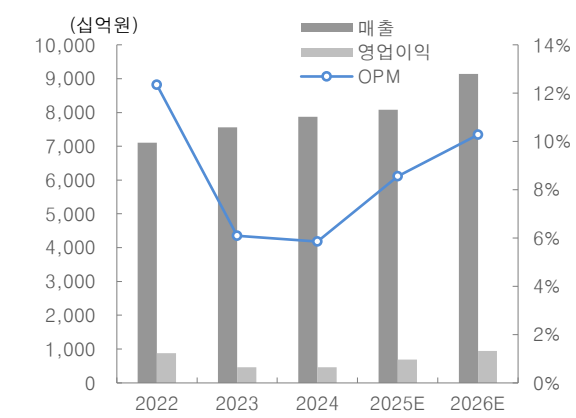
자료: 카카오, 대신증권 Research Center

그림 5. 콘텐츠 자회사 매출 추이 및 전망



자료: 카카오, 대신증권 Research Center

그림 6. 카카오 연간 실적 추이 및 전망



자료: 카카오, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
총매출액	7,557	7,872	8,078	9,140	10,209
총매출원가	0	0	0	0	0
총매출총이익	7,557	7,872	8,078	9,140	10,209
매출비와판매비	7,096	7,411	7,387	8,201	9,050
영업이익	461	460	691	939	1,159
영업외수익	6.1	5.8	8.6	10.3	11.4
EBITDA	1,222	1,296	1,376	1,551	1,716
영업외손익	-2,109	-463	180	193	201
관계기업손익	4	54	97	81	85
금융수익	317	406	295	291	302
외환관련이익	11	24	17	17	17
금융비용	-308	-381	-283	-183	-191
외환관련손실	6	19	3	3	3
기타	-2,122	-541	71	4	4
법인세비용차감전순이익	-1,648	-3	871	1,132	1,360
법인세비용	-168	-159	-135	-275	-330
계속사업순이익	-1,817	-162	736	857	1,030
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-1,817	-162	736	857	1,030
당기순이익	-240	-2.1	9.1	9.4	10.1
비재계분순이익	-804	-217	112	53	64
재계분순이익	-1,013	55	625	804	966
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	10	36	36	36	36
포괄손익	-1,715	197	1,096	1,217	1,389
비재계분포괄이익	-831	-190	167	75	86
재계분포괄이익	-884	387	929	1,141	1,303

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	-2,276	124	1,412	1,821	2,187
PER	NA	306.9	41.2	32.0	26.6
BPS	21,951	22,839	24,270	26,061	28,180
PBR	2.5	1.7	2.4	2.2	2.1
EBITDAPS	2,746	2,918	3,110	3,511	3,885
EV/EBITDA	202	126	17.6	15.0	12.9
SPS	16,990	17,728	18,262	20,695	23,114
PSR	3.2	2.2	3.2	2.8	2.5
CFPS	2,662	2,928	4,943	5,375	5,767
DPS	61	68	68	68	68

구분	(단위 원 배 %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장					
매출액 증/감	11.2	4.2	2.6	13.1	11.7
영업이익 증/감	-19.1	-0.1	50.2	35.9	23.4
순이익 증/감	적전	적지	흑전	16.4	20.1
수익성					
ROIC	7.6	376.9	9.1	11.7	15.2
ROA	1.9	1.8	2.7	3.5	4.2
ROE	-10.3	0.6	6.0	7.2	8.1
안정성					
부채비율	81.7	84.8	78.6	72.1	65.6
차입금비율	-26.1	-32.0	-37.9	-43.3	-48.5
이자상비율	2.8	2.3	0.0	0.0	0.0

자료: 카카오, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	9,988	10,959	11,844	12,944	14,228
현금및현금성자산	5,389	6,145	6,955	7,910	9,048
매출채권 및 기타채권	1,205	1,243	1,285	1,387	1,491
재고자산	139	65	67	75	84
기타유동자산	3,256	3,506	3,538	3,571	3,606
비유동자산	15,192	14,814	14,512	14,283	14,109
유형자산	1,337	1,286	1,154	1,067	1,008
관계기업투자금	2,941	2,921	2,976	3,031	3,086
기타비유동자산	10,914	10,607	10,382	10,186	10,015
자산총계	25,180	25,773	26,356	27,227	28,337
유동부채	7,564	8,633	8,421	8,248	8,092
매입채무 및 기타채무	4,934	5,296	5,302	5,332	5,363
차입금	1,053	1,458	1,094	730	365
유동상채무	100	0	0	0	0
기타유동부채	1,477	1,879	2,025	2,186	2,363
비유동부채	3,757	3,197	3,175	3,154	3,133
차입금	846	328	333	338	343
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	2,912	2,870	2,843	2,816	2,790
부채총계	11,321	11,830	11,596	11,402	11,225
자계분	9,764	10,141	10,736	11,510	12,446
자본금	45	44	44	44	44
자본잉여금	8,840	8,911	8,911	8,911	8,911
이익잉여금	1,922	1,943	2,538	3,313	4,249
기타자본변동	-1,043	-758	-758	-758	-758
비자계분	4,095	3,802	4,024	4,315	4,666
자본총계	13,859	13,943	14,760	15,825	17,112
순차입금	-3,618	-4,466	-5,588	-6,852	-8,292

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	1,341	1,250	2,130	2,137	2,255
당기순이익	0	0	736	857	1,030
비현금항목의 가감	3,001	1,462	1,450	1,517	1,517
감가상각비	761	835	685	611	557
외환손익	-2	-22	-4	-4	-4
자본법정손익	-4	-54	-54	-54	-54
기타	2,247	703	823	963	1,018
자산부채의 증감	248	-4	33	-8	-8
기타현금흐름	-1,908	-207	-89	-229	-284
투자활동 현금흐름	-1,780	10	-356	-356	-356
투자자산	403	129	-55	-55	-55
유형자산	-561	-348	-348	-348	-348
기타	-1,622	230	47	47	47
재무활동 현금흐름	1,020	-521	-758	-758	-758
단기차입금	-59	-364	-364	-364	-364
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	199	225	5	5	5
유상증자	43	30	0	0	0
현금배당	-55	-43	-30	-30	-30
기타	890	-369	-369	-369	-369
현금의 증감	553	756	810	956	1,137
기초 현금	4,836	5,389	6,145	6,955	7,910
기말 현금	5,389	6,145	6,955	7,910	9,048
NOPLAT	508	26,465	584	711	878
FCF	558	26,834	889	943	1,055

[Compliance Notice]

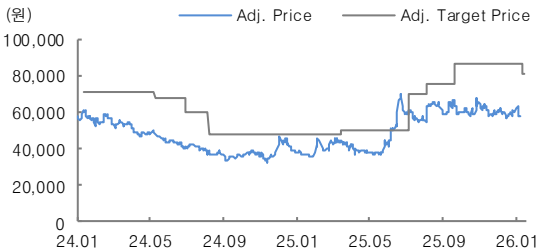
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:이재은)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

카카오(035720) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	26.01.13	25.09.23	25.08.07	25.07.08	25.03.18	25.02.08
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	6개월 경과
목표주가	81,000	86,000	75,000	70,000	50,000	48,000
과다율(평균%)		(29.62)	(16.09)	(18.76)	(9.83)	(12.36)
과다율(최대/최소%)		(21.28)	(10.67)	(13.14)	40.80	(5.42)
제시일자	24.08.08	24.07.01	24.05.10	24.01.14		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표주가	48,000	60,000	68,000	71,000		
과다율(평균%)	(21.22)	(32.68)	(35.40)	(25.12)		
과다율(최대/최소%)	(2.92)	(28.75)	(30.88)	(13.94)		
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20260109)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	88.4%	11.6%	0.0%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상