

2025년 10월 14일 | Earnings Preview

Overweight

Top Picks 및 관심종목

*CP 2025년 10월 13일

NAVER (035420)

BUY | TP 320,000원 | CP 262,500원

카카오 (035720)

BUY | TP 70,000원 | CP 59,800원

인터넷

평이한 3분기 예상, 4분기 네카오 모두 기대

3분기, 커머스 기저 완화

3분기 광고 전체 업황은 여전히 좋지 않다. 산업 전반의 반등은 확인되지 않으며 모바일 광고 경쟁력을 가진 NAVER만이 시장을 상회하는 성장을 기록하는 중이다. 커머스는 작년 7월 이후 낮아진 성장률을 회복하는 모습이 확인된다. 티메프 사태가 1년이 경과하여 기저 부담이 완화된 영향이 크다. 7~8월 국내 온라인 커머스 거래액(GMV)은 전년 대비 +7% 성장하며 1/2분기 +2.6%/+1.8%를 모두 상회하고 있다. 국내 NAVER는 이에 부합, 카카오는 소폭 하회하는 성장 예상한다. 광고/커머스 모두 하반기 개선 전망하며 4분기 이후 2026년에도 경쟁력 강화 전망한다.

NAVER/카카오 컨센서스 부합 예상

3분기 영업이익은 NAVER/카카오 5,630억원/1,589억원으로 양 사 모두 컨센서스에 부합할 전망이다. 3분기 NAVER의 광고 매출(SA, DA, 커머스 광고) 성장은 +8.4%, 카카오의 광고 매출(특비즈 광고형, 포털비즈) 성장은 +3.7%로 추정한다. 카카오톡 개편은 4분기부터 본격 반영되기에 3분기까지는 광고 부문 성장을 격차 지속이 불가피하다. 4분기 NAVER/카카오 광고 매출 성장은 +7.3%/+6.7%로 추정한다. 3분기 NAVER의 중개 및 판매 매출 성장은 +36.3%, 카카오의 특비즈 거래형 매출 성장은 +4.7%로 예상한다. NAVER는 스마트스토어 수수료 인상이 온기 반영되었고 카카오는 추석 성수기 효과가 4분기로 이연된 영향이다. 2025년 영업이익은 NAVER 2조 1,993억원(+11.1%YoY), 카카오 6,379억원(+7.9%YoY)으로 전망한다.

국내 AI 에이전트와 스테이블코인, 결국 네카오

국내에서 AI 에이전트를 내재화할 수 있는 역량을 갖춘 플랫폼은 소수다. 5월 「AI/인터넷 (Overweight): THE DYNAMITE」에서 전망했듯 NAVER, 카카오는 각자 보유한 로컬 서비스를 바탕으로 AI 에이전트를 구축, 점차 트래픽 확보해나갈 것이며 하위 플랫폼들의 광고/커머스 점유율을 흡수할 가능성이 높다. 글로벌의 오픈AI는 '앱스 인 챗GPT'를 공개, 그 시작을 알렸다. B2C AI 에이전트의 대중화는 B2B 대비 시간이 필요하겠으나 2026, 2027년 점차 진행될 것으로 전망한다. 2025년 기준 국내 온라인 광고 시장은 10.6조원(글로벌 빅테크 제외 추정), 온라인 커머스 시장은 270조원으로 예상되며 NAVER는 약 50%/20%, 카카오는 약 15%/4%를 점유하고 있다. 하위 플랫폼 점유율 흡수 시 양사 모두 광고/커머스만으로 아직 실적 업사이드가 충분하다. 타 광고 채널은 역성장 지속하고 있으나 모바일 광고 채널만은 성장하고 있다는 점도 긍정적이다. 스테이블코인 제도화 시 국민과의 접점 및 핀테크 역할을 바탕으로 유통 경쟁력을 갖추 수 있는 플랫폼도 결국 NAVER와 카카오다. 1) AI 정책 (소버린 AI, 클라우드) 관련 사업을 영위하고, 2) 스테이블 코인(두나무 파트너십 포함)에서의 강점과 3) AI 에이전트를 위한 개인화 데이터 및 플랫폼을 이미 갖춘 NAVER를 TOP PICK으로 유지한다.



Analyst 이준호 junholee95@hanafn.com

하나증권 리서치센터

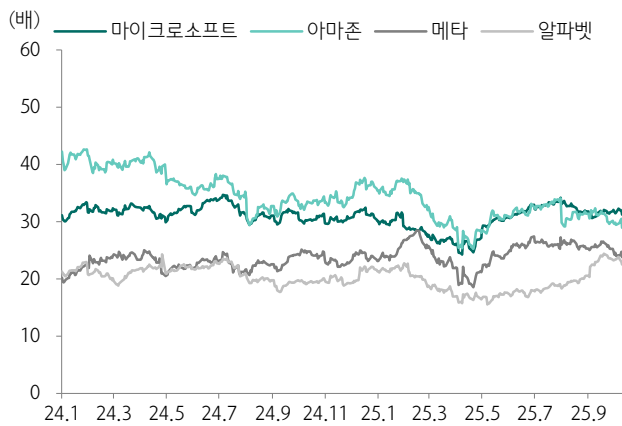
1. NAVER, 카카오 3Q25 Preview

(단위: 십억원, %)

종목	항목	3Q25F	3Q24	2Q25	YoY(%)	QoQ(%)	컨센서스	차이(%)
NAVER	영업수익	3,044.3	2,715.6	2,915.1	12.1	4.4	3,040.4	0.1
	영업이익	563.0	525.3	521.6	7.2	7.9	573.8	(1.9)
	당기순이익	445.8	530.1	497.4	(15.9)	(10.4)	498.0	(10.5)
	영업이익률(%)	18.5	19.3	17.9			18.9	
	당기순이익률(%)	14.6	19.5	17.1			16.4	
카카오	영업수익	2,023.5	1,921.4	2,028.3	5.3	(0.2)	2,031.7	(0.4)
	영업이익	158.9	130.5	185.9	21.7	(14.5)	166.1	(4.3)
	당기순이익	136.0	78.5	171.8	73.3	(20.8)	137.4	(1.0)
	영업이익률(%)	7.9	6.8	9.2			8.2	
	당기순이익률(%)	6.7	4.1	8.5			6.8	

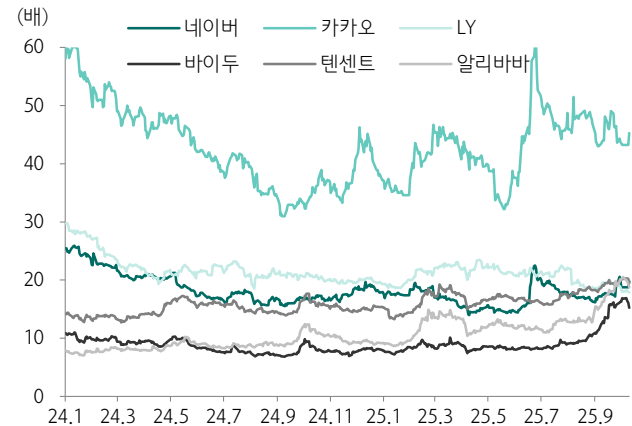
자료: 하나증권

도표 2. 2024년 이후 미국 빅테크 12MF PER 추이



자료: Fnguide, 하나증권

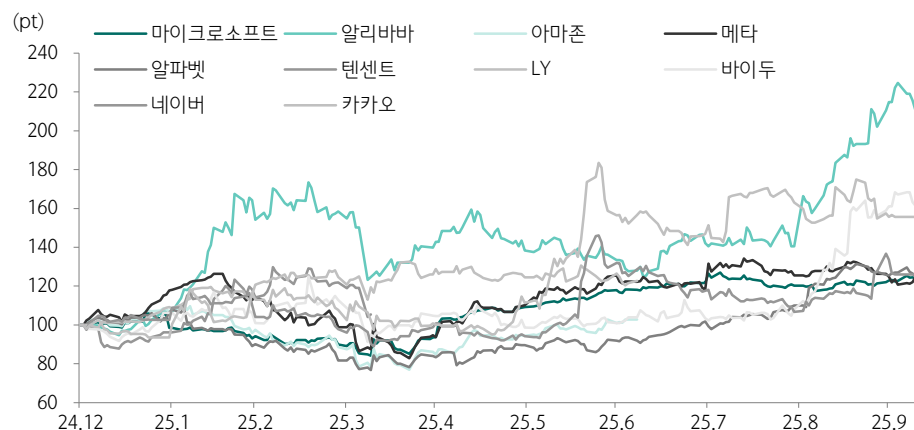
도표 3. 2024년 이후 아시아 빅테크 12MF PER 추이



자료: Fnguide, 하나증권

도표 4. 글로벌 빅테크 YTD

NAVER +30.7%,
카카오 +56.1%

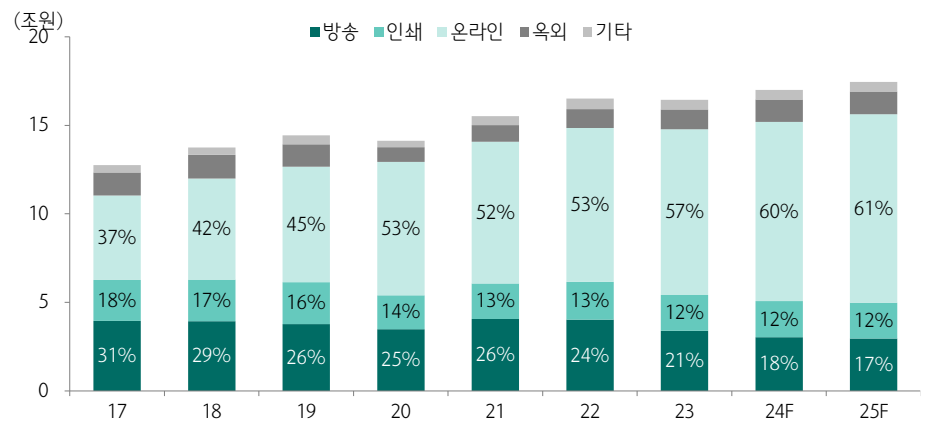


주: 12/30 100pt 기준

자료: Fnguide, 하나증권

도표 5. 국내 주요 매체별 광고비 변화 추이

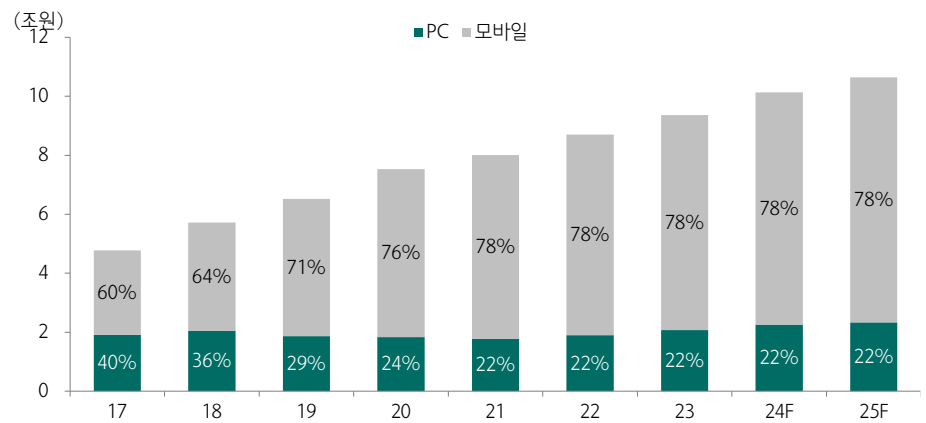
온라인 광고 비중 증가



자료: KOBACO, 하나증권

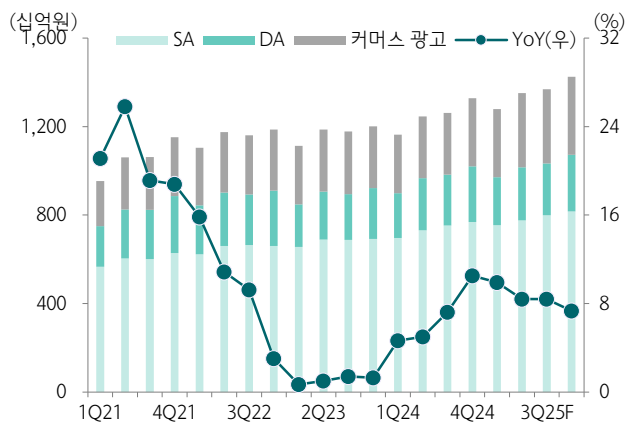
도표 6. 국내 온라인 광고비 변화 추이

온라인 내에서도 모바일
광고 중심 성장



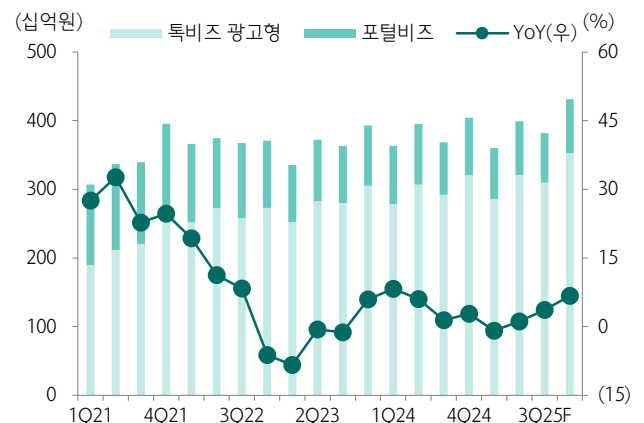
자료: KOBACO, 하나증권

도표 7. NAVER 광고 매출 추이



자료: 하나증권

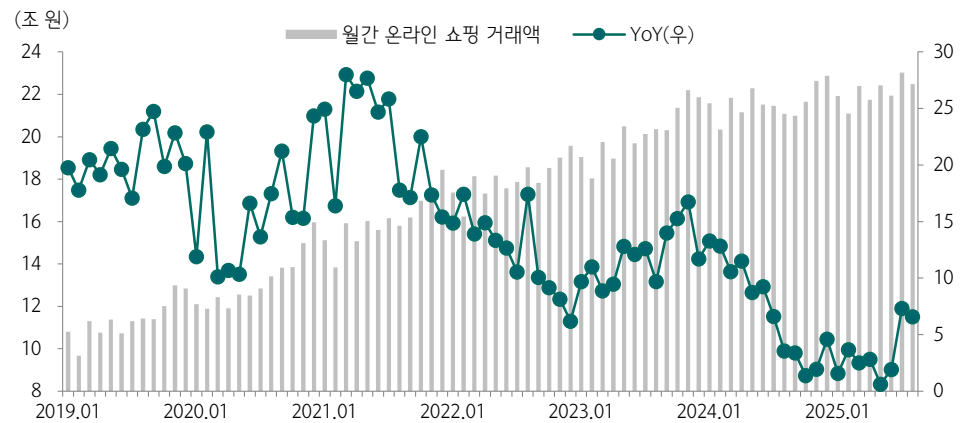
도표 8. 카카오 광고 매출 추이



자료: 하나증권

도표 9. 월간 국내 온라인 쇼핑 거래액 추이

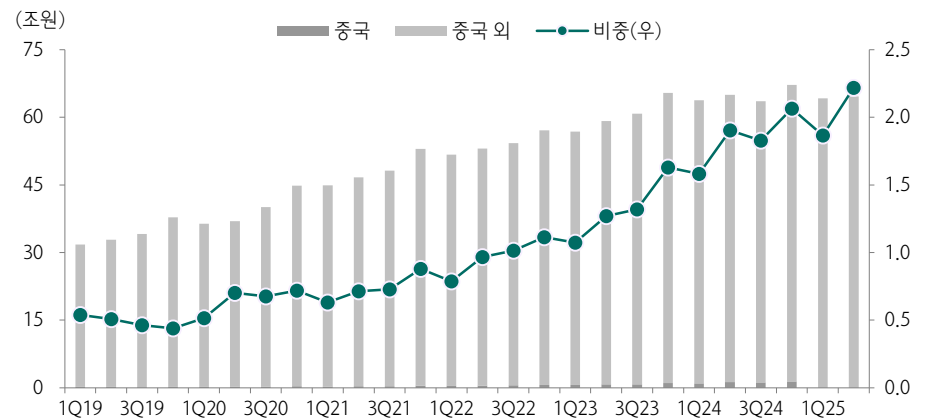
2025년 7~8월 누적
+7%YoY



자료: 통계청, 하나증권

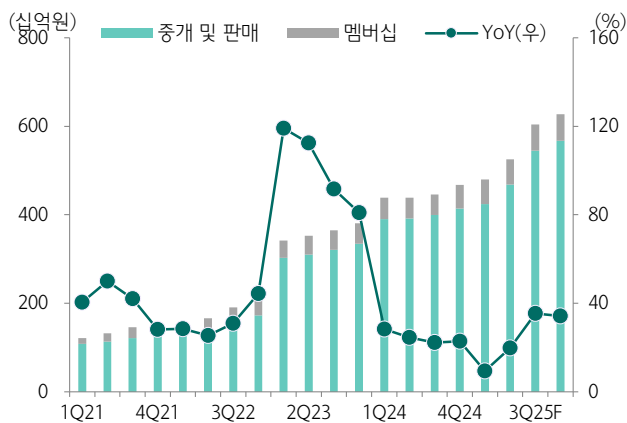
도표 10. 분기별 국내 온라인 쇼핑 중국 직구액 비중 추이

2025년 2분기 기준 2.2%



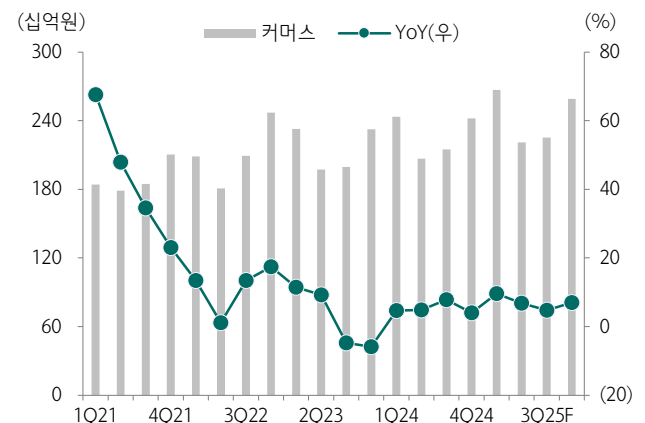
자료: 통계청, 하나증권

도표 11. 네이버 증개 및 판매, 멤버십 매출 추이



자료: 하나증권

도표 12. 카카오 커머스 매출 추이



자료: 하나증권

NAVER: 3분기 영업이익 5,630억원 예상. TOP PICK 유지

목표주가 320,000원 유지.

컨센서스 부합 전망

3분기 연결 기준 영업수익 3조 443억원(+12.1%YoY, +4.4%QoQ) 영업이익 5,630억원(+7.2%YoY, +7.9%QoQ, OPM 18.5%)으로 컨센서스 부합할 전망이다. 3분기 전체 광고 매출(SA, DA, 커머스 광고)은 1조 3,682억원(+8.4%YoY)로 시장 대비 높은 성장을 전망한다. 중개 및 판매 매출은 5,452억원(+36.3%YoY, +16.4%QoQ)으로 추정한다. 스마트스토어 수수료 인상으로 인한 Take rate 증가가 온기 반영된 영향이다. 4분기, 2026년에도 이익 성장에 기여할 것이다.

2025년 연결 기준 영업 수익 11조 9,094억원(+10.9%YoY), 영업이익 2조 1,993억원(+11.1%YoY, OPM 18.5%) 전망한다. NAVER는 매출 증대, AI 역량 확보를 위한 인력 채용 및 비용 집행을 재개했다. 안정적인 이익 시현과 동시에 미래 성장 동력을 확보하고 있어 긍정적이다.

- 1) 소버린 AI,
 - 2) 스테이블코인 및 디지털 자산,
 - 3) AI 에이전트
- 모두 경쟁력 보유

향후 소버린 AI, 스테이블코인 정책이 NAVER의 경쟁력이 부각될 가능성이 높다. 두나무와의 협업은 스테이블코인뿐만 아니라 디지털자산, RWA 시장으로의 사업 확장을 가능하도록 한다. 실물 경제의 NAVER와 디지털 경제의 두나무의 연합은 이후 디지털 자산의 제도에 따라 가장 강력한 컨소시엄을 형성할 것으로 전망하며, 파트너사들과의 협업에서도 높은 협상력을 지닐 것이라 판단한다.

또한 개화되는 B2C AI 에이전트 시장에서도 경쟁 우위 기대한다. B2C AI 에이전트의 대중화는 B2B 대비 시간이 필요하고, 그 사이 AI 모델은 유의미한 서비스가 가능한 수준까지 상향 평준화될 전망이다. 국내 광고/커머스와의 광범위한 연결을 바탕으로 B2B AI 에이전트에서도 강점을 갖출 것으로 예상된다. NAVER가 보유한 개인화 데이터의 가치는 B2C, B2B에서 모두 부각될 것이다.

11월 6-7일 예정된 DAN 행사에서 AI 탭 공개 예정이며 연내 쇼핑 AI 에이전트 출시 이후 2026년부터 검색, 금융을 시작으로 버티컬 AI 에이전트 출시 및 통합 예상한다. 향후 통합 에이전트로 구축되어 국내에서 높은 점유율 가져갈 수 있다고 판단, 하위 플랫폼들의 광고/커머스 트래픽과 매출 흡수하여 더욱 영향력을 확대해갈 것이라 전망한다.

도표 1. 3Q25 Preview

(단위: 십억원, %)

항목	3Q25F	3Q24	2Q25	YoY(%)	QoQ(%)	컨센서스	차이(%)
영업수익	3,044.3	2,715.6	2,915.1	12.1	4.4	3,040.4	0.1
영업이익	563.0	525.3	521.6	7.2	7.9	573.8	(1.9)
당기순이익	445.8	530.1	497.4	(15.9)	(10.4)	498.0	(10.5)
영업이익률(%)	18.5	19.3	17.9			18.9	
당기순이익률(%)	14.6	19.5	17.1			16.4	

자료: 하나증권

도표 2. 네이버 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
영업수익	2,526.1	2,610.5	2,715.6	2,885.6	2,786.8	2,915.1	3,044.3	3,163.2	10,737.7	11,909.4	12,866.0
YoY(%)	10.8	8.4	11.1	13.7	10.3	11.7	12.1	9.6	11.0	10.9	8.0
서치플랫폼	905.4	978.4	997.7	1,064.7	1,012.7	1,036.5	1,054.2	1,092.0	3,946.2	4,195.4	4,390.9
YoY(%)	6.3	7.5	11.0	14.7	11.9	5.9	5.7	2.6	9.9	6.3	4.7
커머스	703.4	719.0	725.4	775.1	787.9	861.1	938.8	980.6	2,923.0	3,568.4	4,047.8
YoY(%)	16.1	13.6	12.0	17.4	12.0	19.8	29.4	26.5	14.8	22.1	13.4
커머스 광고	264.9	280.2	279.2	307.8	308.3	335.6	334.5	353.1	1,132.0	1,331.5	1,477.9
중개 및 판매	390.5	391.5	400.0	413.8	424.2	468.2	545.2	567.3	1,595.7	2,004.9	2,316.5
멤버십	48.0	47.4	46.2	53.6	55.5	57.2	59.1	60.3	195.2	232.0	253.4
핀테크	353.9	368.5	385.1	400.9	392.7	411.7	417.8	434.9	1,508.4	1,657.2	1,797.7
YoY(%)	11.2	8.5	13.0	12.6	11.0	11.7	8.5	8.5	11.3	9.9	8.5
콘텐츠	446.3	420.0	462.8	467.3	459.3	474.0	487.6	496.0	1,796.4	1,916.9	1,989.4
YoY(%)	8.5	(0.1)	6.4	0.2	2.9	12.8	5.4	6.1	3.7	6.7	3.8
웹툰	394.6	382.9	424.0	427.9	422.7	433.7	450.3	454.4	1,629.3	1,761.0	1,829.5
스노우	35.5	22.3	21.1	25.8	23.5	28.5	23.2	28.4	104.7	103.6	109.2
기타(뮤직 등)	16.2	14.8	17.6	13.7	13.1	11.8	14.1	13.3	62.4	52.3	50.7
엔터프라이즈	117.0	124.6	144.6	177.6	134.2	131.7	145.9	159.6	563.7	571.5	640.2
YoY(%)	25.5	19.2	17.0	41.1	14.7	5.8	0.9	(10.1)	26.1	1.4	12.0
영업비용	2,086.8	2,137.8	2,190.3	2,343.6	2,281.5	2,393.5	2,481.3	2,553.7	8,758.5	9,710.1	10,351.1
YoY(%)	7.0	5.0	6.1	10.0	9.3	12.0	13.3	9.0	7.0	10.9	6.6
개발/운영비용	636.0	682.7	656.9	688.9	687.7	699.3	706.4	710.3	2,664.4	2,803.7	2,999.9
파트너	913.5	916.6	938.0	1,021.9	974.2	1,014.0	1,059.0	1,100.3	3,789.9	4,147.6	4,475.5
인프라	169.9	171.7	178.1	185.1	189.3	197.7	206.8	214.9	704.8	808.7	887.8
마케팅	367.5	366.8	417.3	447.7	430.2	482.4	509.2	528.3	1,599.4	1,950.1	1,987.9
영업이익	439.3	472.7	525.3	542.0	505.3	521.6	563.0	609.4	1,979.3	2,199.3	2,514.8
YoY(%)	32.9	26.8	38.2	33.7	15.0	10.3	7.2	12.4	32.9	11.1	14.3
영업이익률(%)	17.4	18.1	19.3	18.8	18.1	17.9	18.5	19.3	18.4	18.5	19.5
당기순이익	555.8	332.1	530.1	514.0	423.7	497.4	445.8	534.0	1,932.0	1,900.8	2,170.2
YoY(%)	1,173.2	0.2	48.8	72.2	(23.8)	0.5	(15.9)	3.9	96.1	(1.6)	14.2
당기순이익률(%)	22.0	12.7	19.5	17.8	15.2	17.1	14.6	16.9	18.0	16.0	16.9
지배주주지분 순이익	510.6	338.4	520.4	553.9	424.8	488.8	437.6	547.8	1,923.2	1,899.1	2,159.9
비지배주주지분 순이익	45.2	(6.3)	9.7	(39.9)	(1.2)	8.6	8.2	(13.8)	8.7	1.8	10.2

자료: 하나증권

도표 3. AI 에이전트 시대 플랫폼 형태

항목	설명	장점	단점
AI 에이전트	자사 서비스 에이전트 내재화	트래픽, 사용자 맥락 확보, 광고 매출 확보	고도 기술/자본 필요, 사용자 습관 탈피 어려움
API 제공 사업자	메인 에이전트에자사 API를 MCP 형태로 연결	빠른 진입, 노출 기회 확보, 에이전트 트래픽 수혜	로열티 지불, 우선순위 밀릴 위험, 수동적 사업 불가피

자료: 하나증권

도표 4. 광고 BM의 변화 예시

기존 광고 구조	에이전트 중심 광고 구조
검색 → 클릭 → 구매	에이전트 호출 → 광고 최적화된 추천 → 구매
피드 스크롤 → 노출형 광고	에이전트 대화 중 자연스러운 광고 삽입
탐색 → 리타겟팅 광고	구매 결정 직전 광고 삽입

자료: Operator, 하나증권

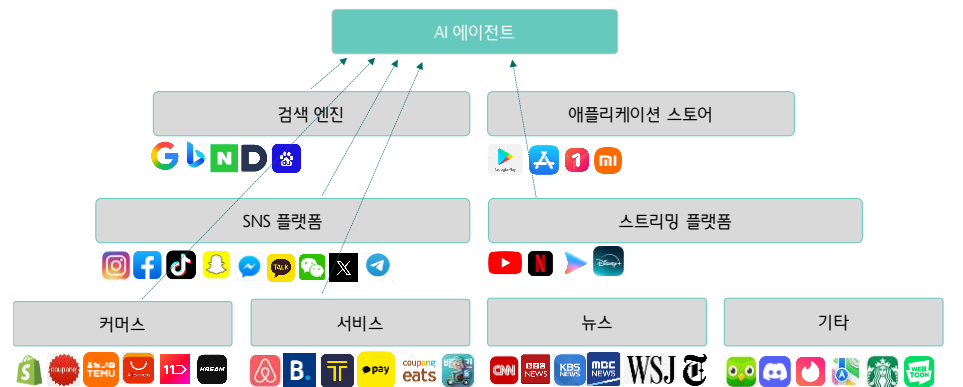
도표 5. API 제공 사업자 수익 구조 예상

항목	과거 구조	AI Agent 구조
유입	검색/앱 설치 → 직접 탐색	Agent가 API 연결해서 추천
수익	광고 판매 수익 + 커미션	광고 수익↓, 커미션 유지, 일부 API 호출당 로열티 구조 전환
경쟁력	브랜드 노출력, UI/디자인	Agent 최적화 데이터 품질, 상품 구성, 가격 경쟁력

자료: 하나증권

도표 6. AI 에이전트 내재화 시도

AI 에이전트 내재화 작업 시작



자료: Operator, 하나증권

도표 7. 네이버 생태계



자료: NAVER, 하나증권

추정 재무제표(NAVER)

손익계산서	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	9,670.6	10,737.7	11,909.4	12,866.0	13,806.8
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	9,670.6	10,737.7	11,909.4	12,866.0	13,806.8
판매비	8,181.8	8,758.5	9,710.1	10,351.1	10,988.0
영업이익	1,488.8	1,979.3	2,199.3	2,514.8	2,818.8
금융손익	(79.5)	54.3	71.1	79.1	110.0
종속/관계기업손익	266.5	144.5	305.7	294.4	294.4
기타영업외손익	(194.5)	144.1	(56.2)	(106.1)	(67.3)
세전이익	1,481.4	2,322.2	2,519.9	2,782.3	3,156.0
법인세	496.4	390.2	619.1	612.1	694.3
계속사업이익	985.0	1,932.0	1,900.8	2,170.2	2,461.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	985.0	1,932.0	1,900.8	2,170.2	2,461.7
비지배주주지분 손이익	(27.3)	8.7	1.8	10.2	11.5
지배주주순이익	1,012.3	1,923.2	1,899.1	2,159.9	2,450.1
지배주주지분포괄이익	748.8	2,561.2	1,620.9	1,215.8	1,379.1
NOPAT	990.0	1,646.7	1,659.0	1,961.6	2,198.7
EBITDA	2,071.2	2,652.8	2,199.3	2,514.8	2,818.8
성장성(%)					
매출액증가율	17.65	11.03	10.91	8.03	7.31
NOPAT증가율	22.16	66.33	0.75	18.24	12.09
EBITDA증가율	11.02	28.08	(17.10)	14.35	12.09
영업이익증가율	14.11	32.95	11.12	14.35	12.09
(지배주주)순이익증가율	33.14	89.98	(1.25)	13.73	13.44
EPS증가율	33.36	92.77	1.01	14.44	13.43
수익성(%)					
매출총이익률	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
EBITDA이익률	21.42	24.71	18.47	19.55	20.42
영업이익률	15.40	18.43	18.47	19.55	20.42
계속사업이익률	10.19	17.99	15.96	16.87	17.83

투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	6,180	11,913	12,033	13,771	15,620
BPS	148,137	166,221	180,186	192,881	207,426
CFPS	14,111	18,180	15,720	14,826	17,012
EBITDAPS	12,644	16,432	13,935	16,033	17,971
SPS	59,039	66,511	75,459	82,026	88,024
DPS	1,205	1,130	1,130	1,130	1,130
주가지표(배)					
PER	36.25	16.70	21.82	19.06	16.81
PBR	1.51	1.20	1.46	1.36	1.27
PCFR	15.87	10.94	16.70	17.71	15.43
EV/EBITDA	17.96	11.27	16.21	13.79	11.89
PSR	3.79	2.99	3.48	3.20	2.98
재무비율(%)					
ROE	4.41	7.90	7.19	7.61	8.03
ROA	2.91	5.20	4.81	5.13	5.47
ROIC	30.40	41.13	41.43	51.19	61.61
부채비율	47.45	41.36	41.16	40.17	39.12
순부채비율	(0.90)	(11.69)	(10.01)	(12.55)	(15.21)
이자보상배율(배)	11.72	18.87	20.97	23.98	26.88

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	7,028.1	9,374.9	9,420.2	10,565.1	11,913.8
금융자산	5,100.7	7,535.1	7,412.2	8,414.2	9,605.6
현금성자산	3,576.5	4,195.5	3,793.8	4,566.9	5,505.7
매출채권	491.4	478.0	524.0	561.4	602.6
재고자산	14.8	21.7	23.8	25.5	27.4
기타유동자산	1,421.2	1,340.1	1,460.2	1,564.0	1,678.2
비유동자산	28,709.8	28,793.0	31,397.3	32,771.9	34,287.1
투자자산	21,231.1	20,910.2	23,458.3	24,833.0	26,348.2
금융자산	3,642.3	3,504.0	4,378.1	4,390.6	4,404.5
유형자산	2,741.6	2,909.6	3,052.7	3,052.7	3,052.7
무형자산	3,445.6	3,657.2	3,476.5	3,476.5	3,476.5
기타비유동자산	1,291.5	1,316.0	1,409.8	1,409.7	1,409.7
자산총계	35,737.8	38,167.9	40,817.5	43,337.0	46,200.9
유동부채	6,305.6	6,092.2	8,075.7	8,452.8	8,868.4
금융부채	1,465.5	1,104.9	2,667.1	2,683.4	2,701.4
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동부채	4,840.1	4,987.3	5,408.6	5,769.4	6,167.0
비유동부채	5,194.3	5,074.8	3,826.2	3,967.1	4,122.5
금융부채	3,417.5	3,273.4	1,851.5	1,851.5	1,851.5
기타비유동부채	1,776.8	1,801.4	1,974.7	2,115.6	2,271.0
부채총계	11,499.8	11,167.0	11,901.9	12,419.9	12,990.9
지배주주지분	23,206.0	25,459.9	27,387.1	29,378.3	31,659.7
자본금	16.5	16.5	16.5	16.5	16.5
자본잉여금	1,242.6	1,422.7	1,466.8	1,466.8	1,466.8
자본조정	(607.3)	(638.5)	(644.5)	(644.5)	(644.5)
기타포괄이익누계액	(1,990.2)	(1,305.7)	(1,071.8)	(1,071.8)	(1,071.8)
이익잉여금	24,544.4	25,965.0	27,620.0	29,611.3	31,892.7
비지배주주지분	1,032.0	1,541.0	1,528.5	1,538.8	1,550.3
자본총계	24,238.0	27,000.9	28,915.6	30,917.1	33,210.0
순금융부채	(217.8)	(3,156.8)	(2,893.6)	(3,879.4)	(5,052.7)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	2,002.2	2,589.9	2,911.0	2,334.0	2,666.0
당기순이익	985.0	1,932.0	1,900.8	2,170.2	2,461.7
조정	656.4	505.6	118.7	(232.5)	(232.5)
감가상각비	582.3	673.5	0.0	0.0	0.0
외환거래손익	(30.5)	135.1	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(244.3)	(565.2)	(147.2)	(294.4)	(294.4)
기타	348.9	262.2	265.9	61.9	61.9
영업활동 자산부채변동	360.8	152.3	891.5	396.3	436.8
투자활동 현금흐름	(949.8)	(1,340.0)	(2,473.6)	(1,374.7)	(1,538.7)
투자자산감소(증가)	1,920.2	2,330.9	(2,242.4)	(1,080.2)	(1,220.8)
자본증가(감소)	(640.6)	(554.0)	(337.7)	0.0	0.0
기타	(2,229.4)	(3,116.9)	106.5	(294.5)	(317.9)
재무활동 현금흐름	(161.4)	(347.2)	(238.4)	(152.4)	(150.7)
금융부채증가(감소)	(17.7)	(377.0)	140.3	16.3	18.0
자본증가(감소)	(313.8)	180.1	44.1	0.0	0.0
기타재무활동	232.5	(31.3)	(254.4)	(0.0)	0.0
배당지급	(62.4)	(119.0)	(168.4)	(168.7)	(168.7)
현금의 증감	891.0	902.6	(543.2)	773.1	938.9
Unlevered CFO	2,311.4	2,934.9	2,481.0	2,325.5	2,668.4
Free Cash Flow	1,361.6	2,035.9	2,560.1	2,334.0	2,666.0

카카오: 3분기 영업이익 1,589억원 예상. AI 서비스 출시 준비 완료

목표주가 70,000원 유지.
컨센서스 부합 전망

3분기 연결 기준 영업수익 2조 235억원(+5.3%YoY, -0.2%QoQ), 영업이익 1,589억원(+21.7%YoY, -14.5%QoQ)으로 컨센서스에 부합할 전망이다. 3분기 플랫폼 부문 매출액은 1조 387억원(+10.1%YoY, -1.6%QoQ), 특비즈 매출액은 5,348억원(+5.4%YoY, -1.4%QoQ)으로 추정한다. 비즈니스 메시지는 독보적인 광고 경쟁력을 바탕으로 두 자릿 수 성장 지속을, DA는 소폭 역성장을 전망한다. 3분기 커머스는 GMV +4.7%YoY로 2분기 +6.0% 대비 일시 둔화 예상한다. 올해 추석이 10월이기에(2024년은 9월) 성수기 효과 이연된 영향이다. 자회사에서는 모빌리티가 상반기 부진을 딛고 +9.4% 성장, 자회사 에스엠이 PPA 상각을 제외하고 약 300억원의 이익 기여를 할 것으로 추정한다.

2025년 연결 기준 영업 수익 8조 346억원(+2.1%YoY), 영업이익 6,379억원(+38.6%YoY, OPM 7.9%) 전망한다. 콘텐츠 부진 속에서도 에스엠이 분전하고 있으며 카카오페이, 모빌리티가 이익 성장을 시현하고 있다. 4분기부터 카카오톡 지면 개편으로 인한 DA 매출 반등 예상되기에 실적 차원에서 긍정적인 요소가 남아있다.

피드형 개편 완료.
1) 온디바이스AI 모델
2) 챗GPT 포 카카오
출시 예정

카카오톡은 9월 23일 '이프 카카오 2025' 직후 지면 개편을 단행했다. 세 번째 탭은 숏폼 형태로 크리에이터 제휴 통한 콘텐츠와 광고 온보딩 되어 안착 중이다. 첫 번째 탭은 사용자들의 피드백을 받아들여 연내 친구 목록을 첫 화면으로 복구할 예정이다. 4분기 체류 시간 +20%라는 목표치 달성까지는 트래픽 추이를 지켜봐야겠으나 플랫폼 내 광고 지면 증가가 눈에 띄게 확인되고 있기에 4분기 DA의 +7% 이상 성장은 보수적인 추정이라 판단한다. 향후 활성화에 따라 상향 조정 가능하다.

10월부터 순차적으로 온 디바이스AI 모델 카나나 CBT, 챗GPT 포 카카오 등 AI 에이전트 서비스 출시 예정이다. 플랫폼 사용자 경험 개선을 위해서 AI 서비스의 성공이 필요한 시점이다. 1차적으로 카카오톡/예약하기/멜론/선물하기/톡캘린더를 지원하며 연내 카카오프렌즈/카카오페이/모빌리티 등 확장을 기대한다. 본격적인 외부 서비스 연동은 자체 서비스의 활성화가 선행된 후 이뤄질 것으로 예상한다.

카카오의 시가총액은 연초 대비 +56.1% 상승, 선제적인 AI 에이전트 서비스 출시로 현재 10%/4% 내외의 국내 광고/커머스 점유율을 끌어올릴 수 있다는 기대를 주가에 반영한 상황이다. B2C AI 에이전트의 대중화는 B2B 대비 시간이 필요하겠으나 점차 침투가 이뤄지면 서 하위 플랫폼들의 점유율 흡수 기대한다.

도표 1. 3Q25 Preview

(단위: 십억원, %)

항목	3Q25F	3Q24	2Q25	YoY(%)	QoQ(%)	컨센서스	차이(%)
영업수익	2,023.5	1,921.4	2,028.3	5.3	(0.2)	2,031.7	(0.4)
영업이익	158.9	130.5	185.9	21.7	(14.5)	166.1	(4.3)
당기순이익	136.0	78.5	171.8	73.3	(20.8)	137.4	(1.0)
영업이익률(%)	7.9	6.8	9.2			8.2	
당기순이익률(%)	6.7	4.1	8.5			6.8	

자료: 하나증권

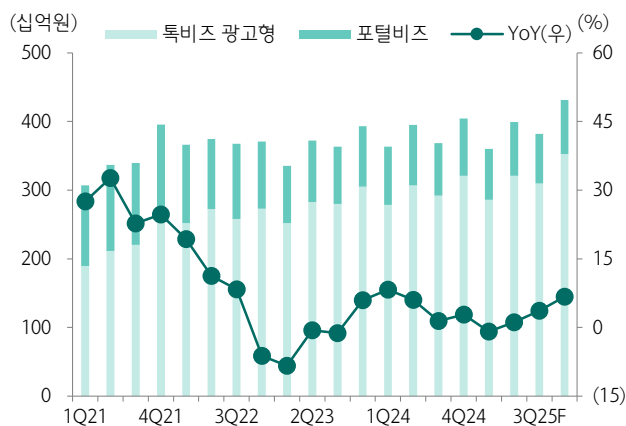
도표 2. 카카오 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
영업수익	1,988.4	2,004.9	1,921.4	1,957.0	1,863.7	2,028.3	2,023.5	2,119.1	7,871.7	8,034.6	8,692.7
YoY(%)	22.5	4.2	(4.5)	(2.1)	(6.3)	1.2	5.3	8.3	4.2	2.1	8.2
플랫폼부문	954.8	955.3	943.5	1,047.2	993.0	1,055.2	1,038.7	1,141.2	3,900.7	4,228.1	4,603.3
YoY(%)	12.6	9.9	7.2	9.4	4.0	10.5	10.1	9.0	9.7	8.4	8.9
특비즈	522.1	513.9	507.3	562.7	553.3	542.1	534.8	611.7	2,106.1	2,241.9	2,436.1
포털비즈	84.7	87.9	76.4	83.2	74.1	78.3	72.2	78.6	332.2	303.3	286.6
플랫폼기타	348.0	353.5	359.8	401.2	365.6	434.8	431.7	450.9	1,462.5	1,683.0	1,880.6
콘텐츠부문	1,033.6	1,049.6	977.9	909.9	870.7	973.1	984.8	977.9	3,971.0	3,806.5	4,089.4
YoY(%)	33.3	(0.4)	(13.6)	(12.7)	(15.8)	(7.3)	0.7	7.5	(0.8)	(4.1)	7.4
뮤직	468.2	510.9	470.9	470.0	437.9	517.5	558.8	539.2	1,920.0	2,053.4	2,183.0
스토리	227.0	215.7	218.7	203.0	212.6	218.7	220.9	207.0	864.3	859.2	864.0
게임	243.1	233.5	233.6	163.0	145.2	142.6	128.5	146.7	873.2	563.0	685.0
미디어	95.2	89.6	54.7	73.9	75.1	94.2	76.5	85.0	313.4	330.8	357.3
영업비용	1,868.1	1,870.9	1,790.9	1,881.6	1,758.3	1,842.4	1,864.6	1,931.5	7,411.5	7,396.7	7,970.9
YoY(%)	19.7	3.4	(5.1)	2.4	(5.9)	(1.5)	4.1	2.6	4.4	(0.2)	7.8
인건비	479.0	480.6	459.0	498.0	478.9	488.6	491.1	502.9	1,916.6	1,961.6	2,031.8
매출연동비	819.9	796.8	747.7	653.9	700.6	717.3	722.7	756.9	3,018.4	2,897.5	3,135.8
외주/인프라비	202.4	195.6	194.1	287.6	206.1	233.4	231.7	244.4	879.6	915.7	1,026.5
마케팅비	89.3	108.2	105.5	103.5	87.0	88.0	100.2	98.3	406.4	373.4	428.4
상각비	197.8	207.3	210.7	246.0	205.5	221.8	229.6	232.2	861.8	889.2	957.6
금융영업비용	17.3	16.8	15.1	27.9	19.9	30.6	27.4	32.1	77.1	109.9	133.9
기타	62.4	65.6	58.9	64.8	60.4	62.6	61.8	64.6	251.6	249.5	257.0
영업이익	120.3	134.0	130.5	75.4	105.4	185.9	158.9	187.7	460.2	637.9	721.8
YoY(%)	92.2	18.5	5.0	(53.1)	(12.4)	38.8	21.7	148.8	(0.1)	38.6	13.2
영업이익률(%)	6.0	6.7	6.8	3.9	5.7	9.2	7.9	8.9	5.8	7.9	8.3
당기순이익	67.7	87.1	78.5	(395.2)	200.3	171.8	136.0	(63.6)	(161.9)	444.6	581.4
YoY(%)	19.2	58.8	112.0	적지	196.0	97.2	73.3	적지	적지	(374.7)	30.8
당기순이익률(%)	3.4	4.3	4.1	(20.2)	10.7	8.5	6.7	(3.0)	(2.1)	5.5	6.7

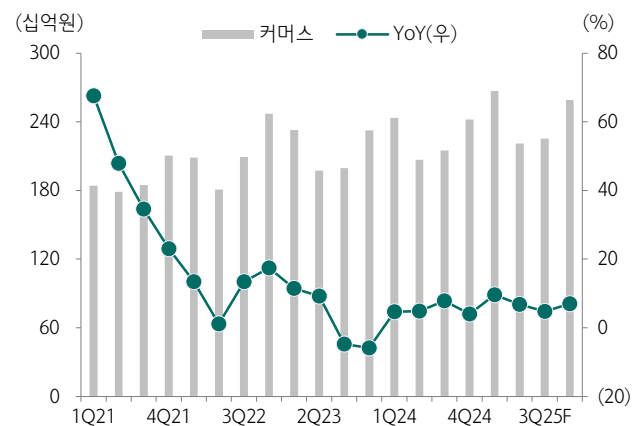
자료: 하나증권

도표 3. 카카오 광고 매출 추이



자료: 하나증권

도표 4. 카카오 커머스 매출 추이



자료: 하나증권

추정 재무제표(카카오)

손익계산서	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	7,557.0	7,871.7	8,034.6	8,692.7	9,240.2
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	7,557.0	7,871.7	8,034.6	8,692.7	9,240.2
판매비	7,096.1	7,411.5	7,396.7	7,970.9	8,468.2
영업이익	460.9	460.2	637.9	721.8	772.0
금융손익	9.0	24.3	(98.9)	(87.6)	56.0
중속/관계기업손익	4.0	53.7	67.2	67.2	67.2
기타영업외손익	(2,122.1)	(541.0)	(136.1)	(41.7)	(10.6)
세전이익	(1,648.2)	(2.8)	470.0	659.8	884.5
법인세	168.4	159.1	25.4	78.3	105.0
계속사업이익	(1,816.7)	(161.9)	444.6	581.4	779.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(1,816.7)	(161.9)	444.6	581.4	779.5
비지배주주지분 손이익	(804.1)	(217.1)	43.5	87.2	116.9
지배주주순이익	(1,012.6)	55.3	401.1	494.2	662.6
지배주주지분포괄이익	(883.8)	387.3	676.7	560.0	750.8
NOPAT	508.0	26,465.4	603.4	636.1	680.3
EBITDA	1,221.5	1,295.5	1,471.8	1,411.9	1,333.1
성장성(%)					
매출액증가율	11.15	4.16	2.07	8.19	6.30
NOPAT증가율	6.10	5,109.72	(97.72)	5.42	6.95
EBITDA증가율	6.14	6.06	13.61	(4.07)	(5.58)
영업이익증가율	(19.06)	(0.15)	38.61	13.15	6.95
(지배주주)순이익증가율	적전	흑전	625.32	23.21	34.08
EPS증가율	적전	흑전	630.65	23.29	34.11
수익성(%)					
매출총이익률	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
EBITDA이익률	16.16	16.46	18.32	16.24	14.43
영업이익률	6.10	5.85	7.94	8.30	8.35
계속사업이익률	(24.04)	(2.06)	5.53	6.69	8.44

투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	(2,276)	124	906	1,117	1,498
BPS	21,951	22,860	24,066	25,116	26,547
CFPS	2,662	2,928	2,983	2,745	4,311
EBITDAPS	2,746	2,918	3,325	3,192	3,014
SPS	16,990	17,728	18,151	19,654	20,892
DPS	61	68	68	68	68
주가지표(배)					
PER	(23.86)	308.06	66.00	53.54	39.92
PBR	2.47	1.67	2.48	2.38	2.25
PCR	20.40	13.05	20.05	21.79	13.87
EV/EBITDA	20.16	12.57	18.72	18.71	18.86
PSR	3.20	2.15	3.29	3.04	2.86
재무비율(%)					
ROE	(10.26)	0.56	3.86	4.54	5.80
ROA	(4.21)	0.22	1.50	1.76	2.27
ROIC	8.31	556.61	13.82	15.56	21.56
부채비율	81.69	84.85	88.02	88.02	86.85
순부채비율	(26.10)	(32.03)	(37.05)	(43.78)	(50.40)
이자보상배율(배)	2.83	2.26	3.15	3.50	3.69

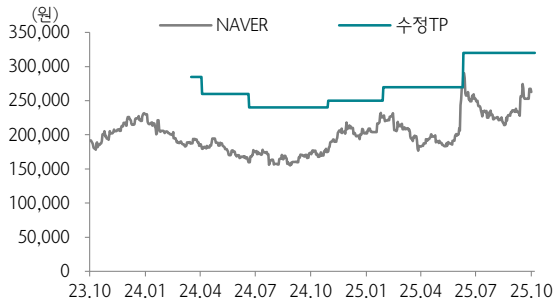
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	9,988.2	10,958.8	11,973.9	13,370.1	14,918.3
금융자산	8,125.0	8,851.2	9,879.7	11,143.4	12,563.1
현금성자산	5,389.2	6,145.1	6,636.4	7,774.1	9,071.4
매출채권	622.0	537.7	582.3	623.2	662.9
재고자산	138.6	64.9	70.3	75.2	80.0
기타유동자산	1,102.6	1,505.0	1,441.6	1,528.3	1,612.3
비유동자산	15,191.8	14,814.2	15,593.3	15,234.9	14,908.4
투자자산	5,365.0	5,726.3	6,366.7	6,608.3	6,842.9
금융자산	2,423.8	2,805.2	3,203.6	3,222.9	3,241.7
유형자산	1,336.9	1,286.1	1,239.9	915.3	615.5
무형자산	5,768.9	5,136.8	5,383.7	5,108.3	4,846.9
기타비유동자산	2,721.0	2,665.0	2,603.0	2,603.0	2,603.1
자산총계	25,180.0	25,773.0	27,567.2	28,604.9	29,826.6
유동부채	7,564.1	8,632.7	6,925.1	7,323.7	7,710.9
금융부채	1,928.1	2,338.3	1,631.1	1,666.5	1,700.8
매입채무	241.9	227.3	246.1	263.4	280.2
기타유동부채	5,394.1	6,067.1	5,047.9	5,393.8	5,729.9
비유동부채	3,757.2	3,197.5	4,062.1	4,149.6	4,234.6
금융부채	2,579.2	2,047.1	2,816.4	2,816.4	2,816.4
기타비유동부채	1,178.0	1,150.4	1,245.7	1,333.2	1,418.2
부채총계	11,321.4	11,830.1	12,905.2	13,391.4	13,863.6
지배주주지분	9,763.7	10,141.3	10,642.9	11,107.2	11,739.9
자본금	44.5	44.4	44.3	44.3	44.3
자본잉여금	8,839.9	8,911.0	8,825.2	8,825.2	8,825.2
자본조정	7.6	(34.1)	(88.7)	(88.7)	(88.7)
기타포괄이익누계액	(1,050.4)	(723.6)	(467.4)	(467.4)	(467.4)
이익잉여금	1,922.1	1,943.5	2,329.6	2,793.9	3,426.5
비지배주주지분	4,094.9	3,801.6	4,019.1	4,106.3	4,223.2
자본총계	13,858.6	13,942.9	14,662.0	15,213.5	15,963.1
순금융부채	(3,617.8)	(4,465.8)	(5,432.2)	(6,660.6)	(8,045.9)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	1,341.1	1,250.5	3,549.8	1,671.8	2,353.1
당기순이익	(1,816.7)	(161.9)	444.6	581.4	779.5
조정	2,909.8	1,416.7	939.0	748.3	1,241.4
감가상각비	760.7	835.3	833.9	690.1	561.1
외환거래손익	(2.4)	(22.1)	25.5	11.4	(5.2)
지분법손익	135.3	(12.6)	(252.2)	(235.2)	(235.2)
기타	2,016.2	616.1	331.8	282.0	920.7
영업활동 자산부채변동	248.0	(4.3)	2,166.2	342.1	332.2
투자활동 현금흐름	(1,779.9)	10.4	(1,069.7)	(297.1)	(116.6)
투자자산감소(증가)	4,691.1	(120.3)	(405.2)	(6.4)	0.5
자본증가(감소)	(575.1)	(347.7)	(261.1)	(90.0)	0.0
기타	(5,895.9)	478.4	(403.4)	(200.7)	(117.1)
재무활동 현금흐름	1,026.6	(521.3)	(2,237.2)	(200.5)	(903.5)
금융부채증가(감소)	306.8	(121.9)	62.1	35.3	34.3
자본증가(감소)	723.5	71.0	(86.0)	0.0	0.0
기타재무활동	50.9	(426.9)	(2,183.4)	(205.9)	(907.9)
배당지급	(54.6)	(43.5)	(29.9)	(29.9)	(29.9)
현금의 증감	587.7	755.9	456.6	1,137.8	1,297.3
Unlevered CFO	1,184.2	1,300.2	1,320.5	1,213.9	1,906.8
Free Cash Flow	765.9	870.8	3,281.2	1,581.8	2,353.1

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

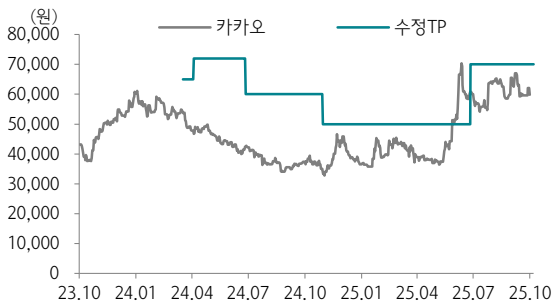
NAVER



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.6.23	BUY	320,000		
25.2.10	BUY	270,000	-25.16%	-0.19%
24.11.11	BUY	250,000	-18.33%	-7.20%
24.7.3	BUY	240,000	-29.94%	-25.13%
24.4.16	BUY	260,000	-31.83%	-25.08%
담당자 변경				

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

카카오



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.7.9	BUY	70,000		
24.11.11	BUY	50,000	-14.90%	40.80%
24.7.9	BUY	60,000	-37.43%	-28.75%
24.4.16	BUY	72,000	-37.65%	-30.83%
담당자 변경				

Compliance Notice

- 당사는 2025년 10월 14일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이준호)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(이준호)는 2025년 10월 14일 현재 해당회사의 유가증권들을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

• 기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 하락 가능

• 산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	95.87%	4.13%	0.00%	100%

* 기준일: 2025년 10월 11일