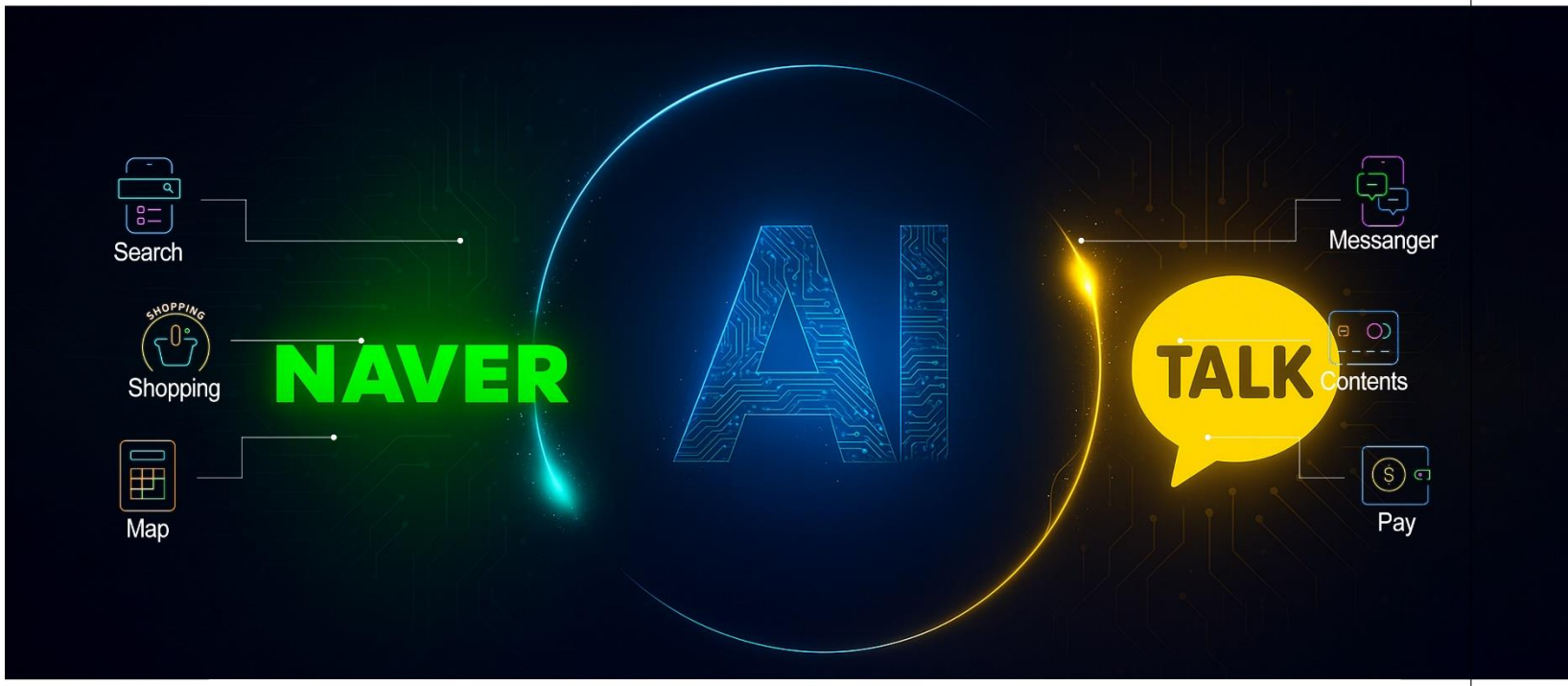
AI in Platform

인터넷 2026 연간전망

2026 연간전망

[Overweight]

2025.11.11



인터넷/게임/우주 정의훈 6170/uihoon0607@

CONTENTS

01/ 2026년 Key Point 04

02/ AI 모멘텀 11

03/ 플랫폼 수익성 30

04/ 스테이블코인 41

05/ 기업분석 48

AI in Platform

Executive Summary

by 정의훈

최근 국내 플랫폼 기업들의 주가 상승에 가장 큰 영향을 미친 것은 AI 관련 모멘텀이며, 그 다음으로는 실적을 꼽을 수 있다. 추가적으로 올해는 미국을 중심으로 확산된 스테이블코인 관련 모멘텀까지 추가됐다. 2026년 네이버와 카카오의 주가 또한 위 세 가지 변수가 중점적으로 작용할 전망이다.

기존 AI 경쟁이 LLM 성능 개발에 초점이 맞춰졌다면, 성능이 상향평준화된 현재는 LLM 개발 뿐만 아니라 각자의 모델의 경쟁력 확보를 위해 특화 영역을 경쟁하는 단계에 진입했다. 즉, 뛰어난 LLM과 함께 적용될 플랫폼의 중요성도 부각될 것이다. 국내에서 네이버와 카카오는 지난 3년간 LLM 개발 경쟁에서 다소 밀리는 양상을 보였으나, 향후에는 국내 AI 서비스 생태계에서 각각의 플랫폼을 활용한 AI 에이전트, 온디바이스 AI, 피지컬 AI에 대한 사업 확장성이 긍정적으로 평가된다.

2026년 네이버는 플러스스토어 확대에 따른 광고, 커머스 매출 성장 그리고 AI 에이전트 출시 효과로, 카카오는 카카오톡 개편에 따른 톡비즈 매출 성장, ChatGPT for Kakao 유료 구독 수익 확대, 콘텐츠 사업부문 수익화 등으로 양사 모두 내년도 이익 레벨이 높아질 것으로 전망한다.

또한 현재 국내 입법화 단계에 머물러 있는 원화 스테이블코인이 가시화될 경우 간편결제 플랫폼 사업자인 네이버와 카카오에 긍정적일 것이라 판단한다. 특히 네이버는 두나무 자회사 편입에 따른 시너지 효과가, 카카오는 플랫폼-페이-뱅크로 이어지는 사업 연계 효과가 부각될 것이다. Top Pick으로는 AI 모멘텀, 실적 그리고 스테이블코인 사업 확장성을 모두 갖춘 네이버를 제시한다.

01

2026년 Key Point

2025년 Review

주도주에 가려져서 그렇지..

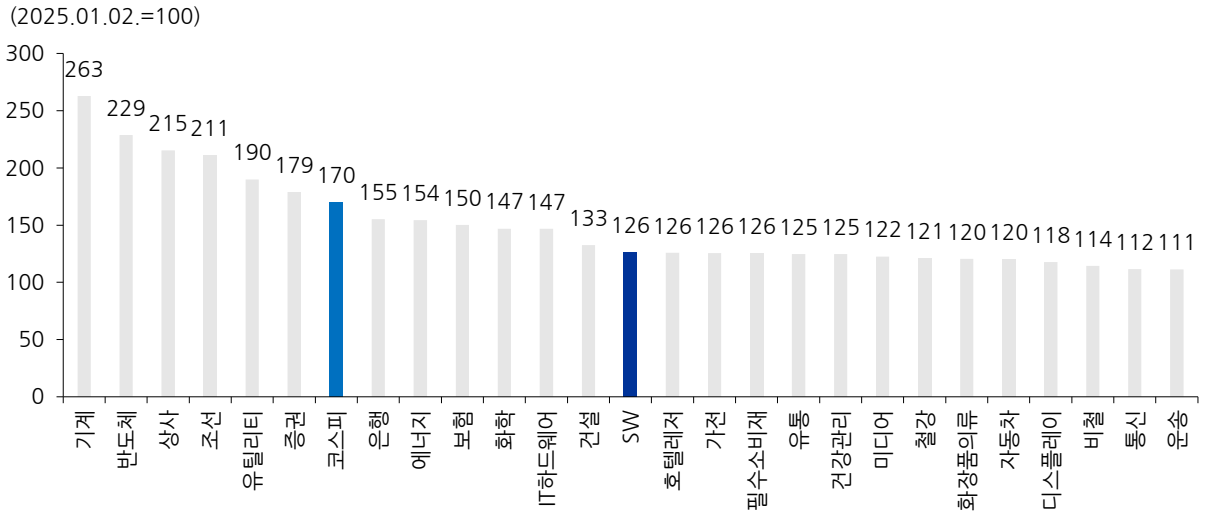
- 올해 네이버와 카카오의 주가 수익률은 각각 34.2%, 66.4%(11/10 기준)로 이는 코로나 시기 플랫폼 사업의 폭발적인 상승세를 기록했던 2020년 이후 절대적인 수익률만 놓고 보면 가장 높은 수치
- 다만 올해 코스피 200 지수는 이를 상회하는 상승률을 기록해 상대적으로 크게 주목 받지 못함. 소프트웨어 업종 또한 올해 주도주인 반도체, 기계, 조선 등과 비교해 저조한 모습을 보임

네이버, 카카오 연도별 주가 변동률

	네이버	카카오	코스피 200
2020년	60.3%	155.4%	34.1%
2021년	29.2%	42.0%	-1.4%
2022년	-52.8%	-53.6%	-26.4%
2023년	24.8%	3.0%	23.5%
2024년	-12.6%	-34.0%	-11.9%
2025년	**34.2%**	**66.4%**	**81.0%**

자료: Quantiwise, 유진투자증권

2025년 업종별 YTD 수익률



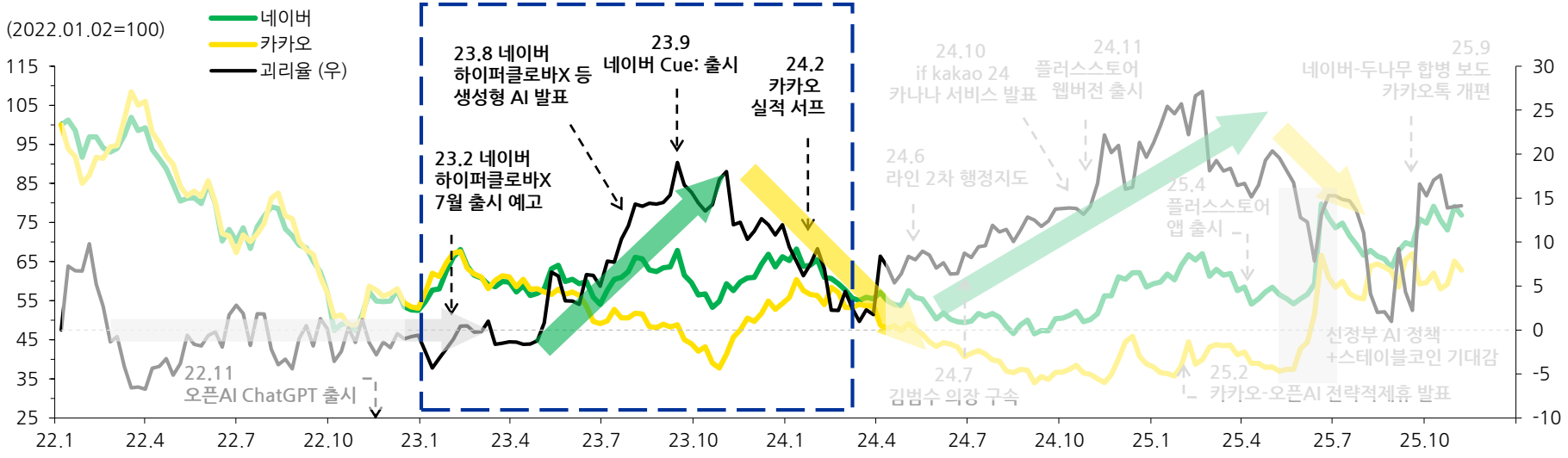
자료: Quantiwise, 유진투자증권

네카오 주가 괴리율 분석

2023년부터 시작된 AI 모멘텀

- 네이버와 카카오의 주가 괴리율을 살펴보면, 엔데믹 이후 온라인 플랫폼 성장률 둔화 및 고정비 부담이 증가해 네이버와 카카오 주가 모두 하락했던 2022년에는 네이버와 카카오의 주가 괴리는 크지 않았음
- 2023년은 전년도 말 출시된 ChatGPT 영향으로 국내에서 생성형 AI 서비스와 대규모언어모델(LLM) 개발 관련 모멘텀이 강했던 네이버의 주가가 카카오를 상회함. 같은 기간 카카오는 AI 관련 모멘텀보다 에스엠 인수 관련 법적 리스크가 대두됐고, 실적 또한 부진했음
- 하지만 네이버의 실제 출시된 AI 서비스가 시장의 기대에 못 미쳤고, 이듬해 초까지 카카오 주가가 우위를 점함. 당시 카카오는 일부 자회사 구조조정 등 비용 통제 효과로 4분기 호실적을 기록했음

네이버, 카카오 주가 괴리율



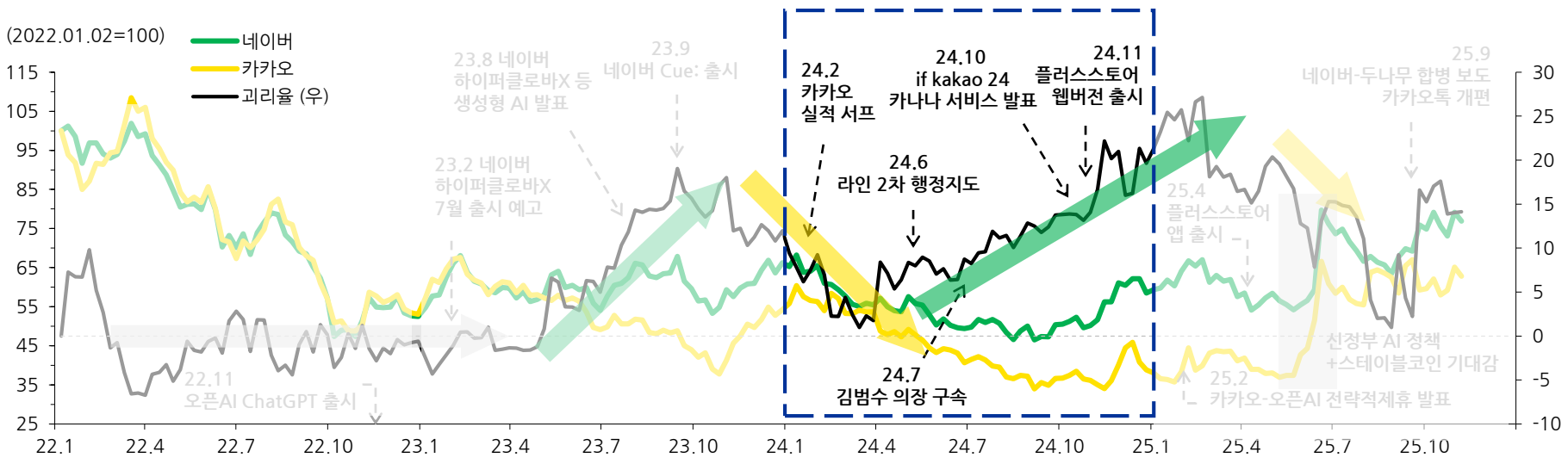
자료: Quantiwise, 유진투자증권
주: 2022.01.02. 주가를 기준(100)으로 함, 괴리율은 네이버 수치에서 카카오 수치를 제한 값

네카오 주가 괴리율 분석

AI 모멘텀이 부재했던 2024년

- 2024년에는 두 회사 모두 주가는 부진했음. 플랫폼 성장률이 둔화된 가운데, AI 사업 성과 또한 글로벌 빅테크 기업들과 비교해 크게 뒤쳐졌음
- 다만 당시 네이버는 앱개편 및 플러스스토어 출시로 광고·커머스 이익이 회복했던 구간(3Q24 이후 분기 영업이익 5천억원 돌파)으로 상대적으로 주가 하락폭이 제한적이었음
- 2024년 하반기엔 카카오가 if(kakaoAI)2024에서 카나나 별도앱 출시를 발표했지만 서비스에 대한 기대보다 우려가 컸음. 11월에는 네이버 플러스스토어 웹 출시 및 별도앱 출시 계획이 발표되며 take rate 상향에 따른 이익 증가 기대감 작용

네이버, 카카오 주가 괴리율



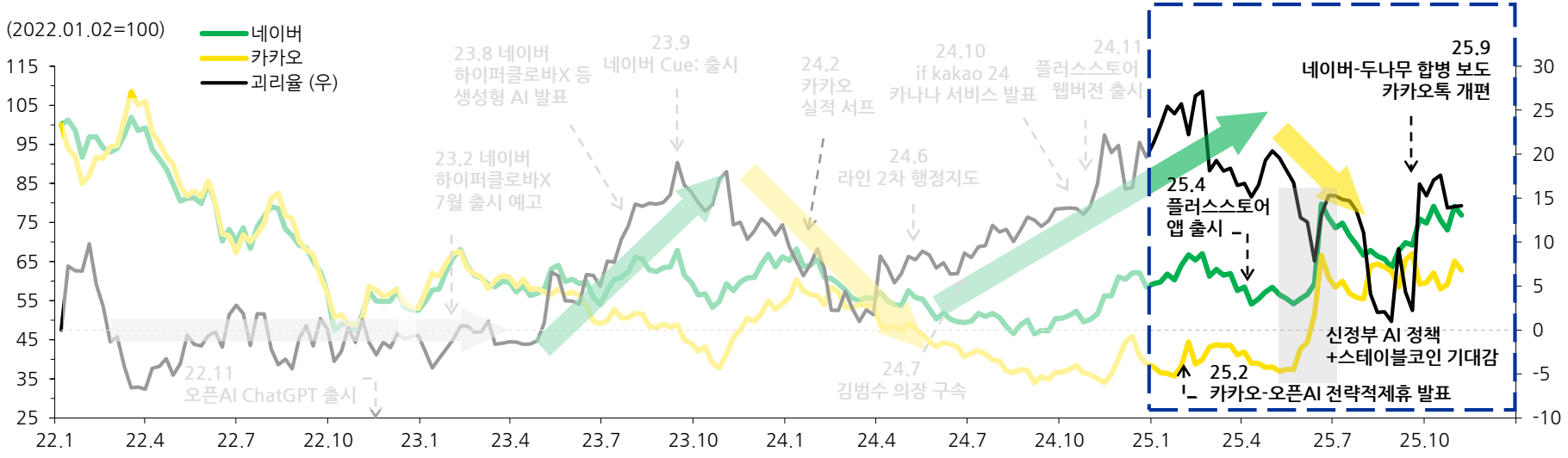
자료: Quantiwise, 유진투자증권
주: 2022.01.02. 주가를 기준(100)으로 함, 괴리율은 네이버 수치에서 카카오 수치를 제한 값

네카오 주가 괴리율 분석

상반기: 네이버의 플러스스토어, 카카오와 오픈AI

- 올해 2월, 카카오는 오픈AI와의 전략적 제휴를 발표함. 제휴의 핵심 목표는 AI 서비스의 대중화로 대형 플랫폼인 카카오톡에 GPT-5의 API를 활용한 AI 챗봇 서비스 출시를 예고함. 다만 당시에는 ChatGPT for Kakao 서비스의 구체적인 출시 시점과 서비스 형태가 가시화되기 전이었으며, 5월 카나나 CBT가 시장의 큰 호응을 얻지 못해 제휴 발표 후 반등했던 주가는 한동안 등락을 반복함
- 네이버 주가는 지난해 11월 별도 커머스앱(플러스스토어) 출시 계획을 발표한 뒤 연초까지 주가는 상승했지만, 3월 출시 이후 주가는 하락함. 출시 초기에는 많은 다운로드 수와 높은 트래픽을 보였지만, 초기 마케팅 효과가 약해지면서 재방문 비율 및 체류 시간 등에서 경쟁사 대비 부족한 모습을 보인 것이 원인으로 파악됨

네이버, 카카오 주가 괴리율



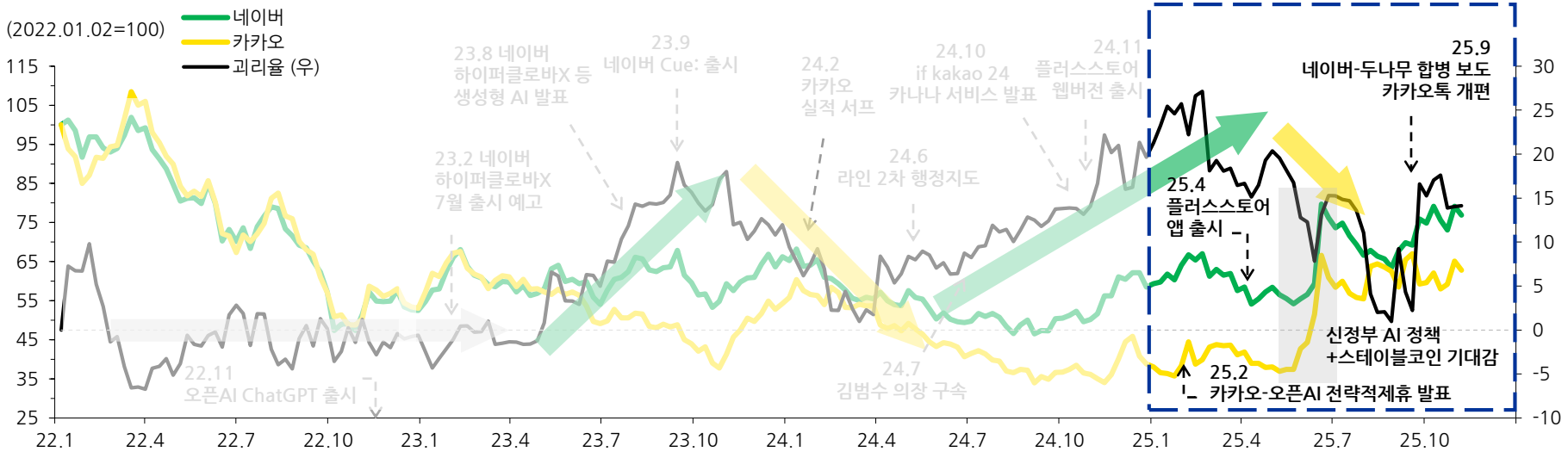
자료: Quantiwise, 유진투자증권
주: 2022.01.02. 주가를 기준(100)으로 함, 괴리율은 네이버 수치에서 카카오 수치를 제한 값

네카오 주가 괴리율 분석

하반기를 지배한 두 가지 이슈, AI와 스테이블코인

- 6월 미국에서 서클 상장 및 GENIUS 법안 상원 통과로 달러 스테이블코인 시장에 크게 관심이 쏠렸고, 이는 국내 원화 스테이블 코인 도입 기대감으로 이어지며 대표적인 국내 간편결제 사업자인 네이버와 카카오 주가가 크게 반등함. 하지만 이후 더뎠던 국내 후속 입법화로 주가는 일부 조정 받음
- 8월에는 카카오의 2분기 실적 서프라이즈 이후 카카오의 AI 서비스 출시 기대감이 반영되며 주가는 다시 반등에 성공했으나, 카카오톡 개편 이후 다시 소폭 하락함. 반면 네이버는 9월까지 AI 관련 모멘텀이 부재했으나 9월말 자회사 네이버파이낸셜과 두나무 합병 보도 이후 주가는 반등

네이버, 카오 주가 괴리율



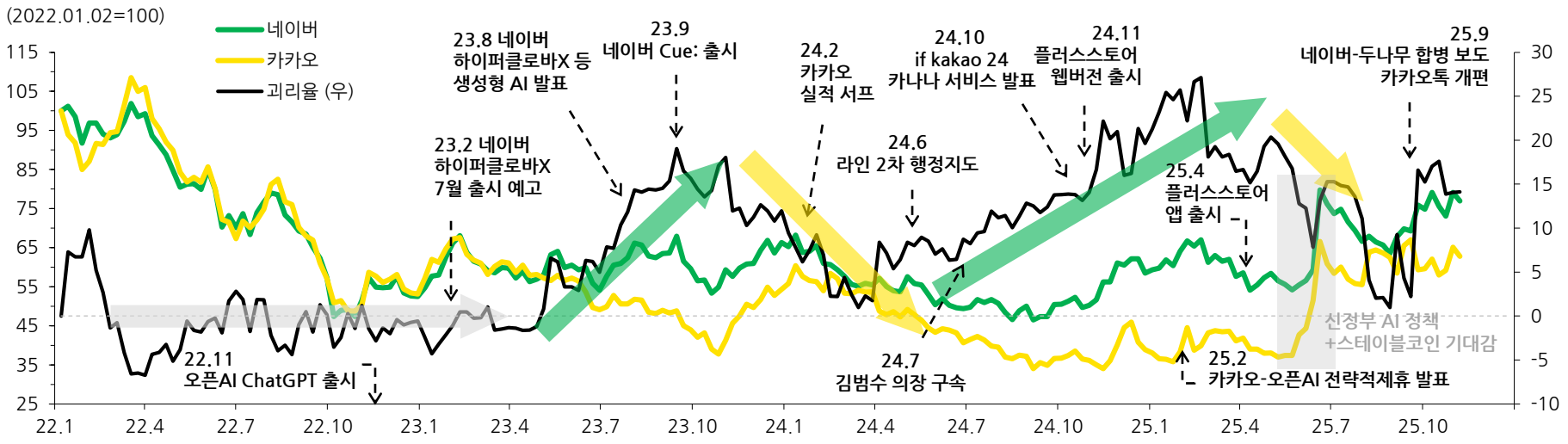
자료: Quantiwise, 유진투자증권
주: 2022.01.02. 주가를 기준(100)으로 함, 괴리율은 네이버 수치에서 카카오 수치를 제한 값

2026년 Key Point

2026년 주가 변수 역시 AI 모멘텀과 플랫폼 수익성

- 정리하자면 2023년 이후 지금까지 국내 플랫폼 기업들의 주가 상승에 가장 큰 영향을 미친 것은 AI 관련 모멘텀이며, 그 다음으로는 실적을 꼽을 수 있음. 추가적으로 올해는 스테이블코인 관련 모멘텀까지 추가됨
- 따라서 2026년 네이버와 카카오 주가 향방을 결정짓는 요소는 크게 AI 모멘텀과 플랫폼 수익성이 될 것으로 전망함. 추가적으로 스테이블코인 관련 이슈도 주가에 유의미한 영향을 줄 수 있어, 세 가지 요소를 분석해보고자 함

네이버, 카카오 주가 괴리율



자료: Quantiwise, 유진투자증권
주: 2022.01.02. 주가를 기준(100)으로 함, 괴리율은 네이버 수치에서 카카오 수치를 제한 값

02

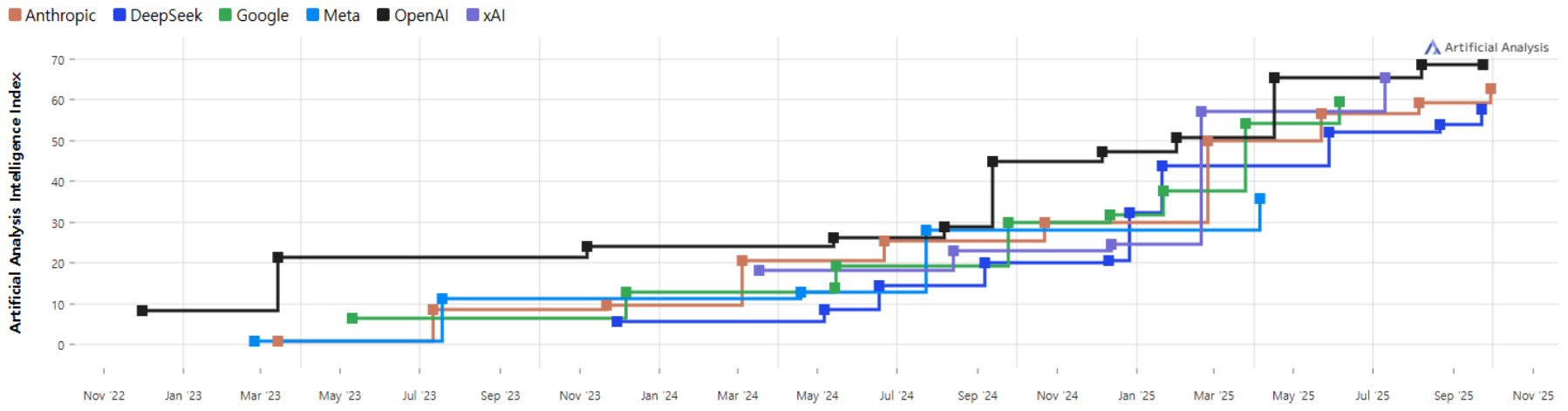
AI 모멘텀

LLM Race, 상향평준화

좋은 성능을 가진 AI 모델이 많아짐

- 2022년 11월 오픈AI가 GPT-3.5 기반의 AI 서비스인 ChatGPT를 발표했고, 이는 AI가 챗봇의 형태를 갖추고 대중화된 시작점이자 본격적인 AI 경쟁의 시작을 알림. 이후 전 세계적으로 생성형 AI 서비스 출시를 위해 많은 기업들이 LLM 개발에 몰두하게 됨
- 2023년까지만 해도 시장에 발표된 AI 모델의 수가 적었고, 모델 간 성능 차이도 분명했으나, 지난해를 거쳐 올해까지 많은 기업들이 개량된 성능의 AI 모델을 짧은 주기로 발표함. 이로 인해 모델간의 성능 차이가 줄어든 상향평준화 단계로 접어들게 됨

주요 프론티어 LLM 지능 지수



자료: Artificial Analysis, 유진투자증권

특화 영역 경쟁시대

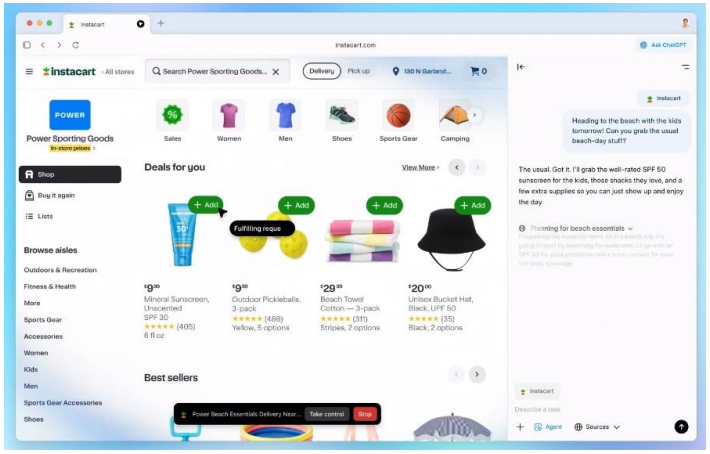
단순히 좋은 성능뿐만 아니라 이용자 경험 개선에 초점

- 기존 AI 경쟁이 LLM 성능 개발에 초점이 맞춰졌다면, 성능이 상향평준화 된 현재는 LLM 개발 뿐만 아니라 각자의 모델의 경쟁력 확보를 위해 특화 영역을 경쟁하는 단계에 진입함. 이는 단순 챗봇 형태의 서비스에서 수동적으로 이용자 질문에 답변을 제공하는 단계를 넘어, 이용자가 실제 사용하는 서비스에 AI가 적용돼 이용자 경험 개선을 어떻게 이끌어내느냐를 의미함
- 즉, 뛰어난 LLM과 함께 적용될 플랫폼의 중요성도 부각될 것. 국내에서 네이버와 카카오는 지난 3년간 LLM 개발 경쟁에서 다소 밀리는 양상을 보였으나, 향후에는 국내 AI 서비스 생태계에서 각각의 플랫폼을 활용한 AI 에이전트, 온디바이스 AI, 피지컬 AI에 대한 사업을 확장해나갈 전망

에이전틱 AI 시대

자료: Google, 유진투자증권

에이전틱 웹 브라우저 'ChatGPT Atlas'



자료: OpenAI, 유진투자증권

네이버의 AI 전략

경쟁력이 떨어졌던 하이퍼클로바X 기반 서비스

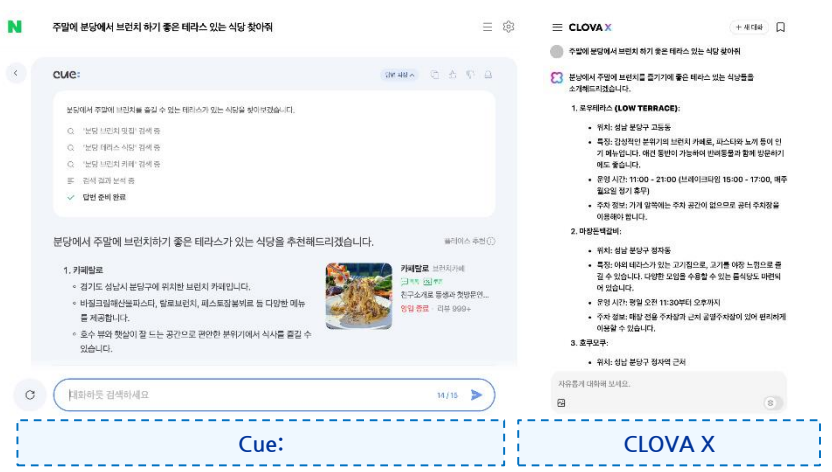
- 2023년 네이버는 자사의 LLM인 하이퍼클로바X를 발표했으며, 이와 함께 AI 검색 서비스 'CUE:'와 생성형 AI 챗봇 '클로바 X' 서비스를 출시함
- 하지만 출시 이후 시장의 반응은 냉담했음. 이는 글로벌 경쟁 모델과 비교해 성능이 뒤쳐졌으며 특히 다국어 지원이나 고난도 작업에서의 성능 차이가 두드러졌기 때문. 또한 차별화된 B2C 서비스도 부재했는데, 이미 시장에서는 여러 유사한 형태의 B2C 서비스들이 출시돼 있었음
- 따라서 국내 시장만을 타겟했음에도 불구하고 실사용자 입장에서는 사용 편의성, 기능, 응답 품질에서 경쟁 모델 및 서비스와 비교해 큰 매력을 느끼지 못했던 것

하이퍼클로바X 기반 서비스 라인업

서비스	출시 시기	고객	내용
CLOVA X	2023년 8월	B2C	대화형 AI 서비스
Cue:	2023년 9월	B2C	네이버 검색 서비스에 생성형 AI를 결합
CLOVA for Writing	2023년 10월	B2C	AI 글쓰기 어시스턴트, 스마트에디터에 생성형 AI를 결합
Neurocloud for HyperCLOVA X	2023년 10월	B2B	AI 클라우드 인프라 서비스(보안 솔루션 +전용 AI 플랫폼)
CLOVA Studio With HyperCLOVA X	2023년 10월	B2B	기업용 하이퍼스케일 AI 개발 도구
CLOVA for AD	2024년 1월	B2B	브랜드챗(AI 챗봇 형태, 브랜드 매니저 역할 수행) 서비스

자료: 유진투자증권

검색형 AI 'Cue:', 대화형 AI '클로바 X', 사용 화면



자료: 유진투자증권

네이버의 AI 전략

온서비스 AI, 실용성과 수익성을 잡아라

- 지난해 말 최수연 대표는 DAN24에서 '온서비스 AI' 전략을 공개함. 온서비스 AI란 AI 기술을 고도화하여 이를 네이버가 전개하는 모든 서비스(광고, 커머스, 콘텐츠 등)에 적용해 서비스 차별화에 나서겠다는 것. 비용 부담은 줄이면서 AI 모델을 활용한 수익성 개선을 지향했으며, 실용성과 수익성을 모두 챙기기 위한 방안으로 온서비스 AI를 꺼내든 것
- 온서비스 AI 전략을 적용하고 ADVoost, AI 브리핑 등의 서비스 출시로 광고, 커머스 등에서 유의미한 유저 지표 개선을 보임. AI 브리핑의 경우 전체 검색의 약 15%에 적용됐는데, 이용자들의 연관 및 롱테일 검색으로 확장되는 효과를 보여 연말까지 20%, 내년에는 그 이상으로 확대할 전망
- 네이버는 온서비스 AI를 더욱 확대하기 위해 DAN25에서 내년도 AI 에이전트 전략을 발표함

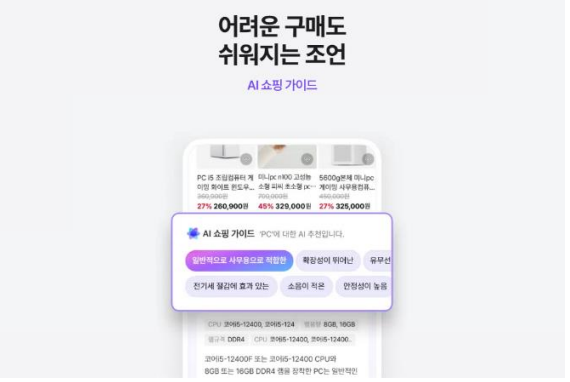
네이버검색 'AI 브리핑'

자료: NAVER, 유진투자증권

ADVoost 홈피드 자동 타겟 광고

자료: NAVER, 유진투자증권

플러스스토어 'AI 쇼핑 가이드'



자료: NAVER, 유진투자증권

네이버의 AI 전략

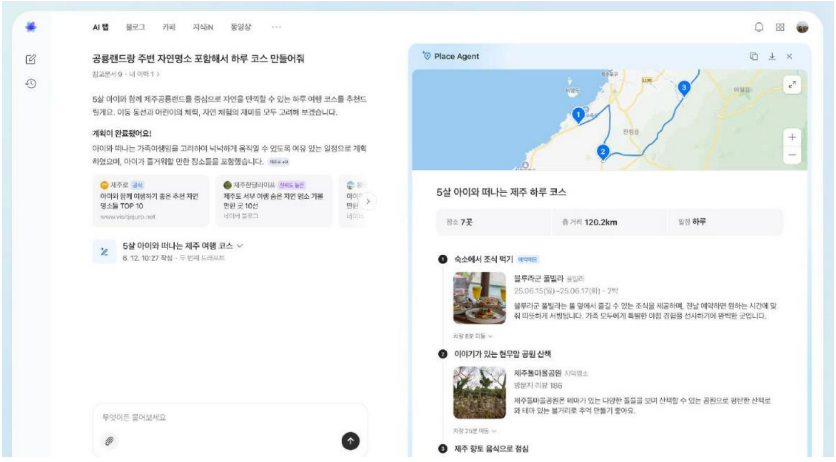
온서비스AI를 넘어 AI 에이전트로

- AgentN이란 On-Service AI로 만들어낸 경험·가능성을 바탕으로 네이버의 모든 서비스·콘텐츠·데이터를 하나로 통합한 사용자 개개인을 위한 네이버의 AI 에이전트임. 검색에서는 AI Tab을 신설하고, 커머스에서는 쇼핑에이전트, B2B AI 에이전트 서비스를 출시할 예정
- 쇼핑에이전트는 내년 1분기 플러스스토어앱에 출시될 예정이며, 에이전트가 사용자의 취향·예산·검색이력·리뷰 등을 종합적으로 고려해 먼저 제안하거나, 이용자가 특정 제품을 검색할 경우 맞춤형 상품을 추천함. 구매 과정에서 상품정보를 요약하고, 결제 과정에서는 저렴하게 결제가 가능한 할인 혜택을 제안함
- AI Tab은 내년 중순에 출시될 예정이며, 통합검색에 신규 탭이 추가되는 형태. 구글의 AI 모드와 유사한 형태로 추측되며 네이버의 생성형 AI 서비스가 접목돼 이용자 검색 경험을 확대시킬 전망. 쇼핑에이전트와 마찬가지로 이용자 검색에서 콘텐츠·상품·서비스를 연결하고 실행까지 이어질 것
- AgentN for Business는 스마트스토어나 오프라인 플레이스 사업자 등 네이버 플랫폼 내 사업자들을 위한 사업자 전용 비즈니스 AI 에이전트. 고객과 경쟁사를 분석하고 사업성을 파악해 솔루션을 제안하고 실행하는 단계까지 이어짐(상품관리, 가격 제안, 배송관리, 마케팅 전략 등)

DAN25에서 발표된 'AgentN'

자료: NAVER, 유진투자증권

네이버 'AI 탭'



자료: NAVER, 유진투자증권

네이버의 AI 전략

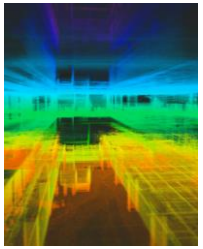
피지컬 AI

- 최근 네이버와 엔비디아는 차세대 피지컬 AI 플랫폼 공동 개발을 위한 사업적 협력을 공식화함. 기존 생성형 AI가 대부분 소프트웨어 서비스 단계에 머물러 있는 반면 피지컬 AI는 현실의 산업 현장(제조, 반도체, 조선, 에너지 등)에 생성형 AI 서비스를 적용하는 것을 의미함
- 네이버는 로보틱스 플랫폼인 ARC(AI-Robot-Cloud)를 바탕으로 이를 구현하고자 함. 로봇의 모든 행동을 사람이 프로그래밍하고 고성능 칩을 탑재하는 대신 클라우드를 통해 생성형 AI를 적용시키는 것
- 이는 엔비디아의 옴니버스, 로보틱스 시뮬레이션 어플리케이션인 '아이작 심(Isaac Sim)'과도 연계됨. AI학습을 통해 로봇 팔, 자율주행 로봇, 휴머노이드 로봇 등을 가상 환경에서 실제처럼 작동시킴

피지컬 AI

자료: NVIDIA, 유진투자증권

네이버 ARC 시스템

ARC brain	ARC eye	ARC mind
		
로봇의 두뇌 역할을 하는 시스템. 로봇의 이동, 측위, 태스크 수행을 위한 계획과 처리를 대신하며, 공간 및 서비스 인프라와 실시간 연동	로봇의 눈이 되는 시스템. 디지털트윈 데이터와 측위 AI 기술을 사용해 로봇들의 현재 위치를 정확하게 추정하여 실시간으로 전달	로봇의 다양한 서비스를 제공하는 웹 플랫폼 기반 로봇 전용 OS. 웹 개발자들이 로봇 서비스를 손쉽게 개발하고 적용할 수 있게 함

자료: NAVER, 유진투자증권

네이버의 AI 전략

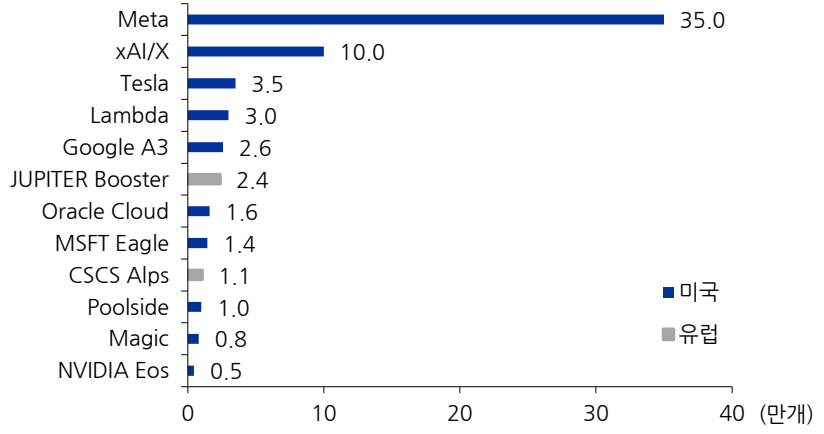
네이버의 AI 인프라 역량

- 네이버클라우드는 데이터센터 '각춘천'을 2013년에 개소했으며, 2023년에는 추가로 '각세종'을 개소하면서 6단계에 걸쳐 완공하겠다고 밝힘(총 서버 60만 유닛 규모, 수전용량 270MW). 최근 AI 컴퓨팅 수요 증가로 각세종의 2, 3단계 공사를 연말 시작할 것이라 발표. 각각 2027년과 2029년에 추가 오픈될 예정
- 10월 31일, 엔비디아가 최신 GPU 블랙웰 26만개를 국내 공공 및 민간 기업에 공급하기로 발표함. 이 중 네이버클라우드는 6만개를 확보함(정부 5만개, 삼성/SK/현대차 그룹 각 5만개, 네이버클라우드 6만개). 이번 엔비디아 GPU 확보로 국내 AI 컴퓨팅 리소스의 상당 부분을 네이버클라우드가 확보하게 됨

엔비디아-삼성·현대차·SK·네이버 AI 협력 확대(APEC 2025)

자료: 언론보도, 유진투자증권

각 국 기업/기관별 엔비디아 H100 보유량 ('25.6월)



자료: stateof.ai, 유진투자증권

카카오의 AI 전략

카나나 & ChatGPT for Kakao

- 2021년 카카오(카카오브레인)는 한국어 특화 언어모델인 'KoGPT'를 발표함. 당시 오픈소스로 공개됐던 OpenAI의 GPT-2 아키텍처를 기반으로 만들었으며 한국어에 특화된 데이터셋을 학습함
- 다만 KoGPT 기반의 유의미한 상용 서비스는 부재했으며, 오픈소스를 활용해 국내 연구소, 대학 등에서 자연어 처리를 연구하는 수준에 그침. 이후 AI 챗봇 서비스 'ddmm'(23년 3월), 텍스트 기반 이미지 생성 서비스 'Karlo'(23년 7월 출시)를 출시했지만 유의미한 성과를 거두진 못함
- 지난해 개발자 컨퍼런스에서 AI 전략으로 'AI 오케스트레이션'과 '카나나(Kanana)'를 발표함. 이 중 AI 오케스트레이션은 카카오와 오픈AI간의 전략적 제휴가 발표되며, 협업 AI 프로덕트인 ChatGPT for Kakao로 구체화됨

카카오-오픈AI 협업 Timeline

시기	내용	상세
2024. 9.	카카오-오픈AI 협업 논의 개시	▪ 'AI 서비스 대중화'를 목표로 기술·서비스·사업적 협력 방안 논의 시작
2024. 10. 22.	If(kakaoAI)2024	▪ AI 플랫폼 전략 발표: '모델 오케스트레이션'(자체 LLM 개발 대신 서비스별로 적합한 내/외부 AI 모델 채택)
2025. 2. 4.	**카카오-오픈AI 전략적 제휴 체결 발표**	▪ **카카오 주요 서비스(카카오톡, 카나나 등)에 오픈AI의 최신 AI기술 API 적용** ▪ **양사 협업 AI 프로덕트 공동개발 추진**
2025. 2. 13.	카카오 4Q24 실적발표	▪ 오픈AI와의 협업 내용 언급: 1) 모델 제휴, 2) 협업 AI 프로덕트 개발 ▪ 협업 AI 프로덕트는 연내 서비스 출시 예정
2025. 5. 8.	카카오 1Q25 실적발표	▪ 협업 AI 프로덕트는 카카오 생태계 내의 다양한 서비스에서 퀘스트를 수행하는 형태가 될 것, 연내 서비스 출시 예정
2025. 8. 7.	카카오 2Q25 실적발표	▪ 협업 AI 프로덕트는 if kakao 행사에서 실제 서비스 모습 공개, 3Q25 실적발표 전 출시 예정
2025. 9. 23.	if(kakao)25	▪ ChatGPT 카카오톡 내 탑재, 10월 중 서비스 개시 목표
2025. 10. 28.	**ChatGPT for Kakao 출시**	

자료: 카카오, 유진투자증권

카카오의 AI 전략

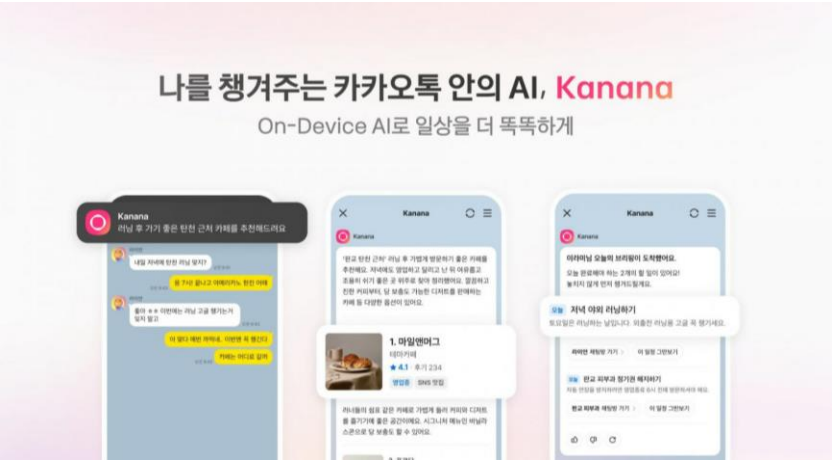
AI 에이전트+온디바이스AI, 카나나

- 카나나는 카카오가 자체 개발한 AI 모델과 이를 기반으로 한 AI 에이전트 서비스를 모두 아우르는 통합 AI 브랜드
- 카카오는 올해 5월 AI 메이트라는 컨셉으로 카나나를 별도앱으로 출시했으나 기존 카카오톡과의 연동 부재, 경쟁 모델 대비 부족한 성능 등의 이유로 부진한 지표를 보임
- 이에 카카오는 카나나를 카카오톡에 탑재하는 Kanana in Kakao 서비스로 전략을 수정함. 이는 대화 요약, 일정 등록 제안 등 가벼운 기능을 기기 내에서 처리하는 온디바이스 AI 기능과 장기 기억, 복잡한 추론, 선제적 제안 등을 수행하는 클라우드 기반의 AI 에이전트 기능을 모두 포함함
- 카나나 모델은 서비스 적용에 최적화된 실용적인 AI 모델을 지향하며, 올해 5월 Kanana-1.5 공개된 이후 현재 Kanana-2를 개발 중. Kanana-2는 이전 버전과 달리 MLA와 MoE 구조를 적용해 긴 입력을 효율적으로 처리하고, 대규모 추론 환경에서도 효율적으로 동작할 수 있도록 함. 이는 동시 접속자가 많은 서비스 환경에 더 적은 자원으로 더 빠른 서비스를 제공하기 위함

카나나 별도앱

자료: 카카오, 유진투자증권

Kanana in Kakao



자료: 카카오, 유진투자증권

카카오의 AI 전략

카카오 언어모델 'Kanana'의 고도화 과정

	2025.02	2025.05	2025.07~08	2025년 연내
	카카오의 자체 언어모델 Kanana 개발	코딩, 수학 성능 강화한 kanana-1.5 개발	인퍼런스 효율성을 높인 MoE 모델 및 Reasoning 모델 개발	고성능의 효율적인 kanana-2 개발 중
초거대 언어모델	▪ kanana-flag-32.5b	▪ kanana-1.5-32.5b	▪ kanana-1.5-16b-o3b	▪ kanana-2-30b-o3b
중소형 언어모델	▪ kanana-essence-9.8b	▪ kanana-1.5-9.8b ▪ kanana-1.5-8b	▪ kanana-1.5-9.8b-reasoning ▪ kanana-1.5-32.5b-reasoning	▪ kanana-2-8b
초경량 언어모델	▪ kanana-nano-2.1b	▪ kanana-1.5-3b ▪ kanana-1.5-2.1b ▪ kanana-1.5-1.3b		▪ kanana-2-1.3b

자료: 카카오, 유진투자증권

Kanana 모델 패밀리

언어모델	멀티모달 언어 모델	비주얼 생성 모델	음성 모델
kanana-flag : 초거대 언어 모델	kanana-o : 통합 멀티모달 언어 모델	kanana-collage : 이미지 생성 모델	kanana-karve : 음성인식 모델
kanana-essence : 중소형 언어 모델	kanana-v : 비전 언어 모델	kanana-kinema : 비디오 생성 모델	kanana-kast : 음성합성 모델
kanana-nano : 초경량 언어 모델	kanana-a : 오디오 언어 모델		

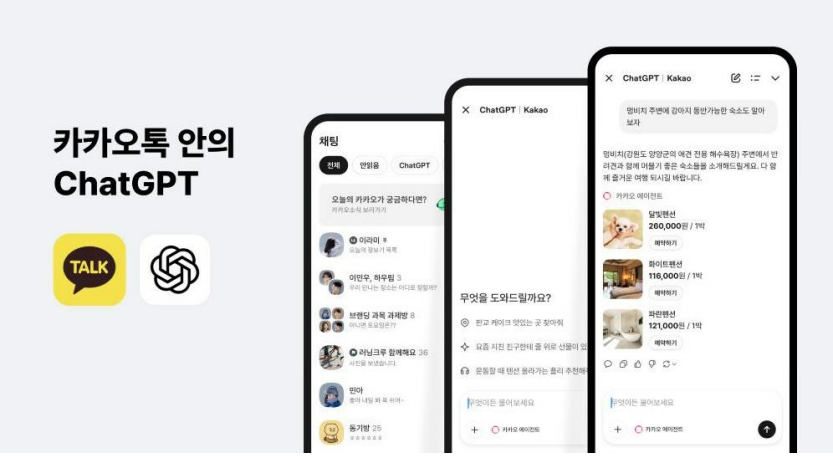
자료: 카카오, 유진투자증권

카카오의 AI 전략

카카오-오픈AI 협업

- 지난 2월, 카카오와 오픈AI는 AI서비스 대중화를 위한 기술 협력 및 공동 상품 개발을 위한 양사간 전략적 제휴를 발표함. 구체적으로 카카오의 주요 서비스(카카오톡, 카나나 등)에 오픈AI의 최신 AI기술 API 적용하겠다는 것
- 이후 9월 if(kakao)25에서 카카오톡 개편 소식과 함께 10월 중으로 ChatGPT for Kakao 서비스 개시 계획 및 서비스 내용을 발표했으며, 10/28일 별도 업데이트 없이 카카오톡 내에 ChatGPT for Kakao 서비스가 탑재됨(v25.9.1 기준)

if(kakao)25에서 공개된 ChatGPT 카카오톡 탑재 모습



자료: 카카오, 유진투자증권

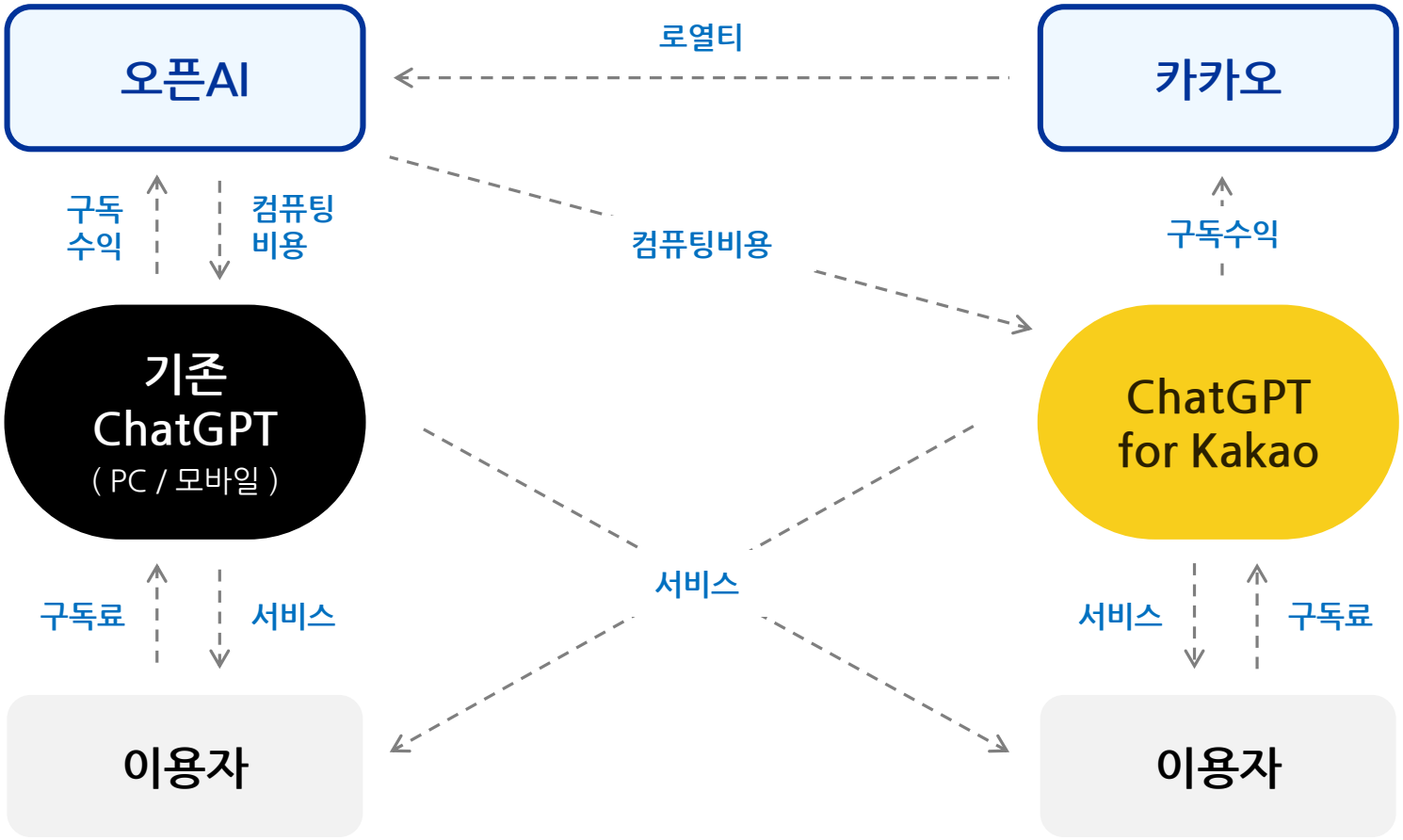
if(kakao)25에서 공개된 ChatGPT 카카오톡 탑재 내용

분류	상세
서비스 시점	2025년 10월 중
서비스 내용	▪ **카카오톡 안의 ChatGPT** ▪ 별도앱 접속 없이 카카오톡 채팅 탭 내에서 ChatGPT 이용 가능 ▪ 카카오맵, 카카오톡 선물하기, 카카오톡 캘린더, 멜론 등 카카오 서비스가 ChatGPT 통해 연동. 추후 카카오 외부 서비스 연동 지원 예정 ▪ 사용자 편의성 중심, 개인정보보호를 최우선으로 서비스 제공 ▪ ChatGPT와 주고받은 대화/콘텐츠는 채팅방에 공유, 프로필 이미지로 연계 등 카카오톡 내 여러 서비스로 확장 ▪ 출시 시점에 GPT-5 모델 탑재, 검색 및 이미지·파일 업로드 등 주요 기능 모두 지원. 향후에도 최신 GPT 모델 및 기능 즉시 반영

자료: 카카오, 유진투자증권

ChatGPT for Kakao

ChatGPT for Kakao 서비스 구조



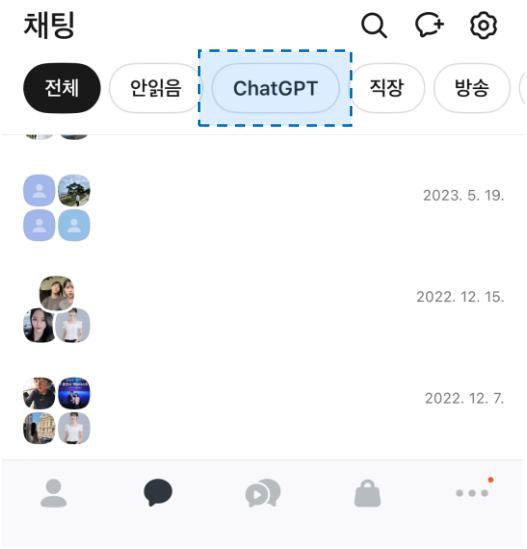
자료: 카카오, 유진투자증권

ChatGPT for Kakao 서비스 형태 및 접근성 분석

높은 서비스 접근성

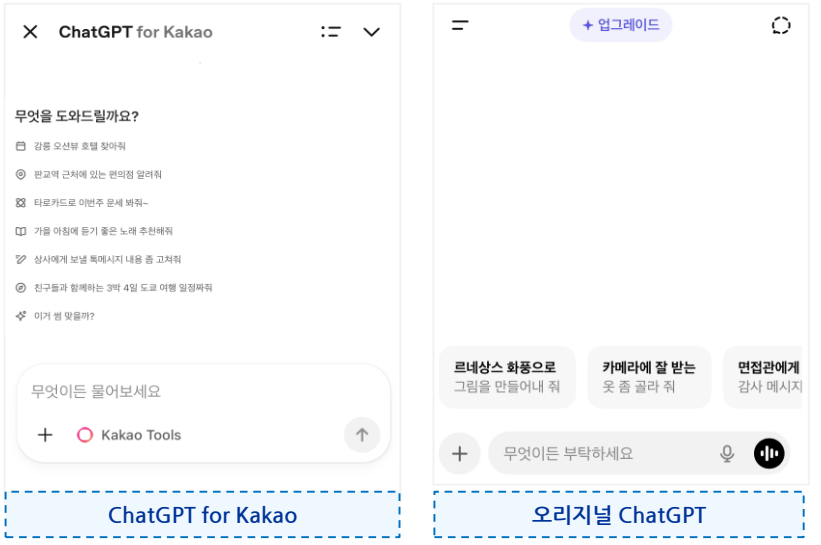
- ChatGPT for Kakao는 카카오톡 두번째 채팅탭 상단 목록에서 'ChatGPT'를 클릭하면 서비스 이용 가능하며, 카카오톡 대화방 형태가 아닌 기존 ChatGPT와 거의 유사한 인터페이스의 화면이 새로 뜨는 형태
- ChatGPT for Kakao 내에서 주고 받은 답변도 기존 단톡방에 공유하기 용이한데, 차이점은 ChatGPT for Kakao에서는 기존 오리지널과 달리 'Kakao Tools'가 포함돼 있음
- 카카오톡 내 트래픽이 가장 높은 채팅탭에 신설됐기 때문에 높은 서비스 접근성이라 평가함

채팅 탭 상단에 위치한 ChatGPT



자료: 유진투자증권

카카오 ChatGPT vs. 오리지널 ChatGPT



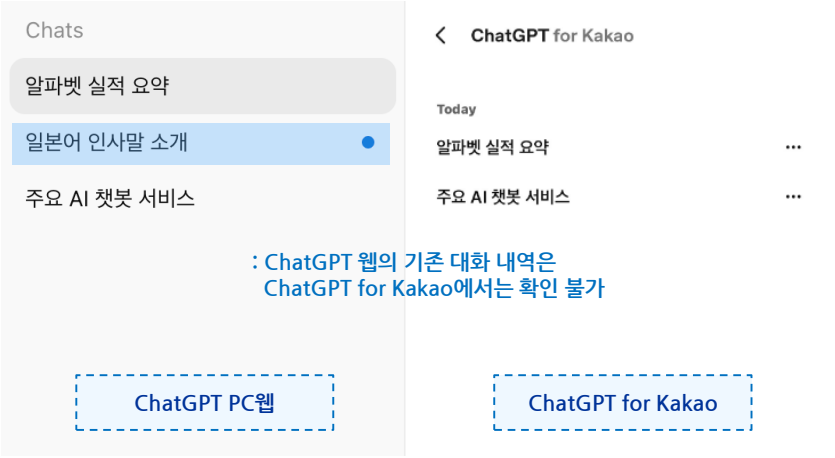
자료: 유진투자증권

ChatGPT for Kakao 호환성 분석

호환성도 높음

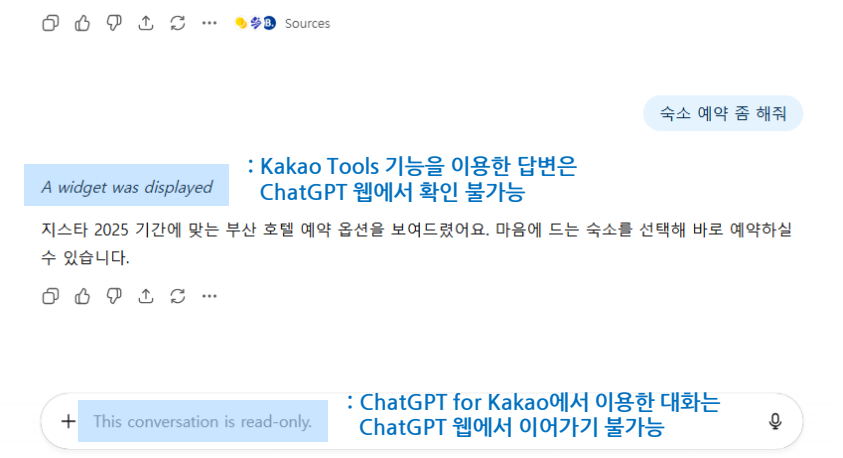
- ChatGPT for Kakao는 기존 ChatGPT 계정으로도 접속이 가능하며, 기존 ChatGPT 유료 이용자들 또한 동일하게 유료 서비스 이용 가능함. 다만 무료 이용자의 경우 ChatGPT와 마찬가지로 사용 한도가 존재함
- 카카오톡에서 주고 받은 채팅은 같은 계정으로 ChatGPT PC웹에 접속해도 채팅 기록이 남으나, PC로 카카오톡에서의 채팅을 이어갈 순 없음(읽기 전용). 또한 아직까지 PC에서 진행된 채팅은 카카오톡 채팅 기록에 보이지 않음
- ChatGPT의 부가 기능(심층 리서치, 에이전트 모드, 캔버스, Study and learn 등)은 현재까진 ChatGPT for Kakao에서 사용할 수 없음. 반대로 ChatGPT for Kakao의 'Kakao Tools' 또한 기존 ChatGPT에서 사용할 수 없음
- 부가 기능들의 접근이 제한되긴 하나 기존 ChatGPT 유저들(특히 유료 이용자)은 그대로 ChatGPT for Kakao 서비스 이용이 가능하기 때문에 호환성도 높다고 평가함

ChatGPT for Kakao와 ChatGPT PC웹 간 연동은 아직 불완전



자료: 유진투자증권

ChatGPT for Kakao와 ChatGPT PC웹 간 연동은 아직 불완전



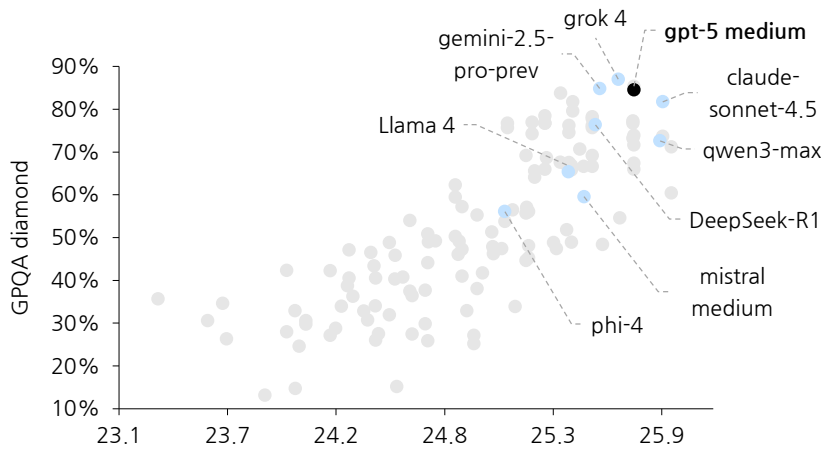
자료: 유진투자증권

ChatGPT for Kakao 성능 분석

ChatGPT와 거의 동일한 성능

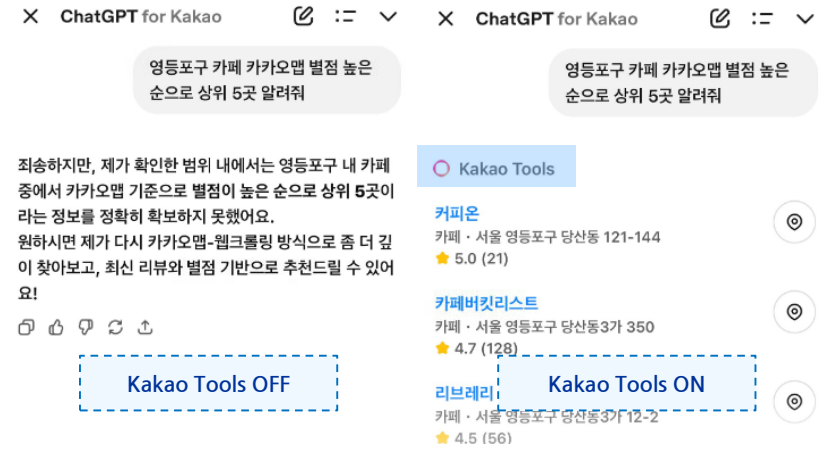
- ChatGPT for Kakao는 GPT-5가 적용된 ChatGPT 서비스가 거의 그대로 카카오톡에 들어왔음. 실제로 유료 구독 중인 오리지널 ChatGPT와 ChatGPT for Kakao에 다양한 질문들을 던진 결과 거의 유사한 퀄리티의 답변을 받았음. 일반적인 질문에 대한 답변 뿐만 아니라 이미지 변환까지 동일하게 수행함
- 차이점이 있다면 ChatGPT for Kakao는 'Kakao Tools'가 사용 가능하다는 것. Kakao Tools란 ChatGPT for Kakao와 연동하는 카카오의 AI 에이전트로 카카오맵, 예약하기, 선물하기, 멜론 등이 포함돼 이용자 요청에 따라 관련 서비스를 자동 연결하여 적절한 답변을 제시함

주요 LLM 추론 벤치마크 비교



자료: EpochAI, 유진투자증권

ChatGPT for Kakao - Kakao Tools 활용예



자료: 유진투자증권

ChatGPT for Kakao 성능 분석

ChatGPT for Kakao vs. 오리지널 ChatGPT 답변 비교: 동일한 질문(6·27 부동산 정책 내용 정리)에 유사한 답변을 제시함

이재명 정부의 6•27 부동산 정책을 정리해줘

21s 동안 생각함 ›

다음은 이재명 정부가 2025년 6월 27일 발표·6월 28일 시행한 '6·27 부동산(가계부채) 대책' 핵심 정리입니다.

핵심 내용 (무엇이 바뀌었나)

- 수도권·규제지역 주택구입 목적 **주담대 한도 '최대 6억원'으로 상한** 신설
  → 이주비·잔금대출·경락잔금대출에도 동일 취지로 적용. 다주택자의 추가 매입 목적 주담대는 금지.
  매일경제 +2
- **생애최초 주담대 LTV 80% → 70%로 강화**(수도권·규제지역) + **전입의무 6개월 부과**
  → 전입의무는 일반 주담대에도 적용. 다음
- **소유권 이전 전 전세대출(일명 '갭투자용' 전세대출) 전면 금지**
  → 시행 이후 체결 계약부터 적용. 세입자 보증금 대출은 **최대 1억원** 한도 공지. 서울경제
- **정책대출(보금자리론·디딤돌·버팀목) 취급 방식**
  → 6억원 상한은 '자체 한도' 체계로 별도 운용(보금자리론 본체는 6억 상한 직접 적용 대상 아님). 다만 **전입의무(6개월)·LTV 70% 강화 등은 정책대출에도 연동**. 디딤돌·버팀목은 **대출 한도 축소** 공지.
  다음 +1
- **시행일**: 2025년 6월 28일(발표 다음 날)부터 즉시 적용. 다음

ChatGPT for Kakao

이재명 정부의 6•27 부동산 정책을 정리해줘

📌 주요 내용

1. 주택담보대출 한도 제한
- 수도권 및 규제지역 내 주택 구입 목적의 주택담보대출 한도가 최대 6억 원으로 제한되었습니다.

2. 다주택자 대출 전면 금지
- 수도권 및 규제지역 내 2주택 이상 보유자의 추가 주택 구입 목적 주담대가 전면 금지되었으며, 1주택자도 기존 주택을 6개월 이내 처분하는 조건 하에서만 신규 주담대를 받을 수 있습니다.

3. 실거주 의무 부과
- 주담대 실행 후 6개월 이내 전입 의무가 부과되며, 이를 위반할 경우 대출금이 회수되고 향후 3년간 주택 관련 대출이 제한됩니다.

4. 생애최초 주택구입자 규제 강화
- 생애최초 주택구입자에 대한 LTV(주택담보인정비율)가 기존 80%에서 70%로 하향 조정되며, 주담대 한도 6억 원 제한 및 6개월 내 전입 의무가 부과됩니다.

5. 생활안정자금 목적 주담대 제한
- 수도권 및 규제지역에서 생활안정자금 목적 주담대 한도가 최대 1억 원으로 축소되며, 2주택 이상 보유 시 해당 대출이 불가합니다.

6. 전세대출 및 신용대출 규제 도입
- '소유권 이전 조건부 전세대출'이 금지되고, 신용대출 한도가 연소득 이내로 제한되며, 전세대출 보증비율도 기존 90%에서 80%로 축소됩니다.

7. 가계대출 총량 관리 강화
- 금융권 자체 대출(시중은행 주택담보대출)은 2025년 7월부터 당초 계획 대비 50% 절반 감축되며, 디딤돌대출, 버팀목전세자금대출, 보금자리론 등 정책대출은 연간 공급 계획 대비 25% 감축됩니다.

오리지널 ChatGPT

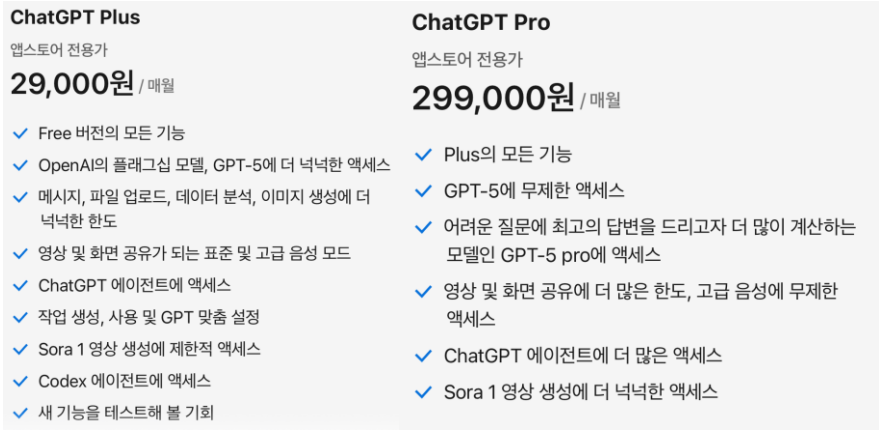
자료: 카카오, 유진투자증권

ChatGPT for Kakao

ChatGPT for Kakao BM

- ChatGPT for Kakao는 기존 오리지널 ChatGPT 서비스와 거의 동일한 인터페이스를 갖고 있어 이 자체만으로는 직접적인 광고 수익을 내긴 어려울 것(카카오톡 트래픽 증가에 따른 비즈보드의 간접적인 영향 제외)
- 따라서 주요 BM은 월 구독료이며 카카오는 이를 오리지널 플랜(ChatGPT Plus)과 동일한 월 29,000원으로 설정함(ChatGPT Pro 또한 월 29만원으로 동일함)
- 현재 연말까지 진행 중인 할인 이벤트(3개월 구독 시 한 달 요금 100%를 페이백)를 제외하면 오리지널 ChatGPT와 요금 및 서비스상 차이는 없음
- 아직 회계적인 수익 인식 방식이 확정된 바는 없지만 ChatGPT for Kakao 유료 이용료를 카카오에서 영업수익으로 인식하고 오픈AI에 일정 수준의 로열티를 지급하는 방식이 될 것
- 또한 기존 유/무료 이용자들의 트래픽이 크게 늘어나더라도 이에 비례해 카카오에서 오픈AI에 비용을 지급하는 것은 아닌 것으로 파악됨

ChatGPT for Kakao 구독 상품



자료: 카카오, 유진투자증권

주요 생성형 AI 서비스 요금제 비교

기업명	서비스명	주요 플랜	월 요금
OpenAI	ChatGPT	ChatGPT Plus	US$20 / 29,000원
카카오	ChatGPT for Kakao	ChatGPT Plus	29,000원
Google	Gemini	Google AI Pro	29,000원
Microsoft	Copilot	Microsoft 365 Copilot Chat	Microsoft 365 플랜(8,100원~) 보유 시 무료 이용
xAI	Grok	SuperGrok	US$30
Perplexity	Perplexity	Perplexity Pro	US$20
Anthropic	Claude	Claude Pro	US$20

자료: 유진투자증권

ChatGPT for Kakao

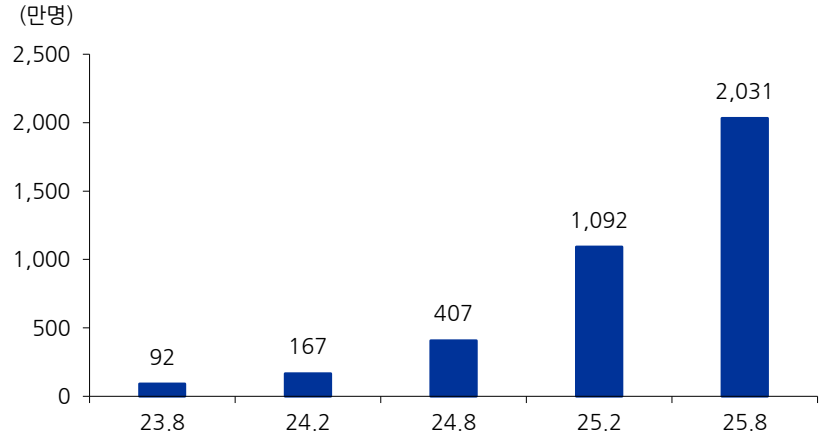
오리지널 이용자 보다 신규 이용자를 타겟할 것

- ChatGPT for Kakao는 카카오톡에 탑재된 ChatGPT라는 점에서 높은 서비스 접근성을 확보함. 우려가 됐던 서비스 퀄리티 또한 GPT-5가 적용된 기존 오리지널 ChatGPT와 거의 흡사하기 때문에 국내에서 유의미한 서비스 수요는 존재할 것
- 다만 ChatGPT for Kakao의 BM은 유료 구독 뿐인데, 현재 시점에서 뛰어난 호환성과 오리지널 ChatGPT와의 동일한 요금 정책으로 인해 기존 ChatGPT 유료 이용자들이 카카오 서비스로 이탈할 유인이 적을 것이라 판단함. Kakao Tools도 현재 시점에선 오리지널 ChatGPT 대비 ChatGPT for Kakao가 유의미한 우위를 점할 수 있는 요인이라 하기엔 유용성이 크진 않음
- 또한 3개월 구독시 1개월 페이백 서비스를 제공하고 있지만, 이것만으로는 기존 국내 이용자들이 카카오톡 서비스로 대거 갈아타진 않을 것. 추후 카카오톡의 기존 구독 서비스(이모티콘 서비스, 톡 클라우드 등)와 ChatGPT for Kakao가 통합된 형태의 구독 모델과 같은 BM 변화는 필요해 보임
- 그럼에도 생성형 AI 서비스 발전으로 이에 대한 수요가 높아질 수록 유료 모델에 대한 수요도 함께 높아질 것. 이에, 국내에서 접근성이 높은 카카오톡을 통해 향후 신규 ChatGPT 서비스 이용자 가입자 수 및 구독 수익은 우상향할 전망

카카오톡 계정으로 신규 3개월 구독 시 1개월 페이백

자료: 카카오, 유진투자증권

ChatGPT MAU



자료: 와이즈앱, 유진투자증권 (주: 한국인 Android+iOS 앱 추정)

03

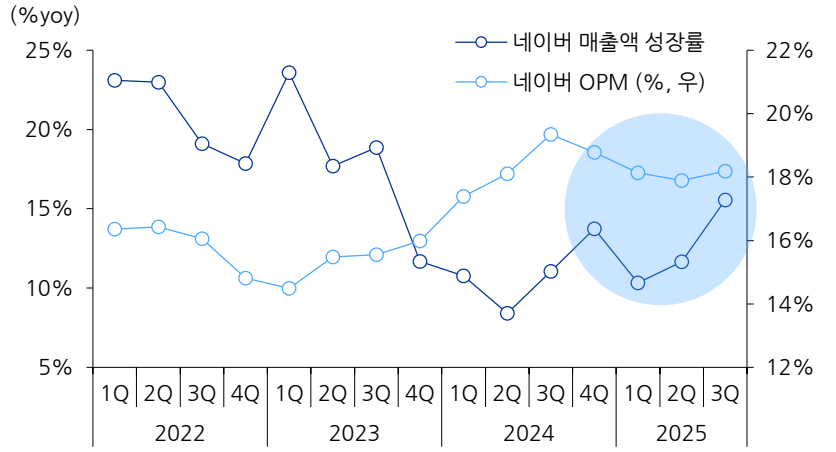
플랫폼 수익성

네카오 실적의 Key Point

올해 네카오 실적은 상저하고

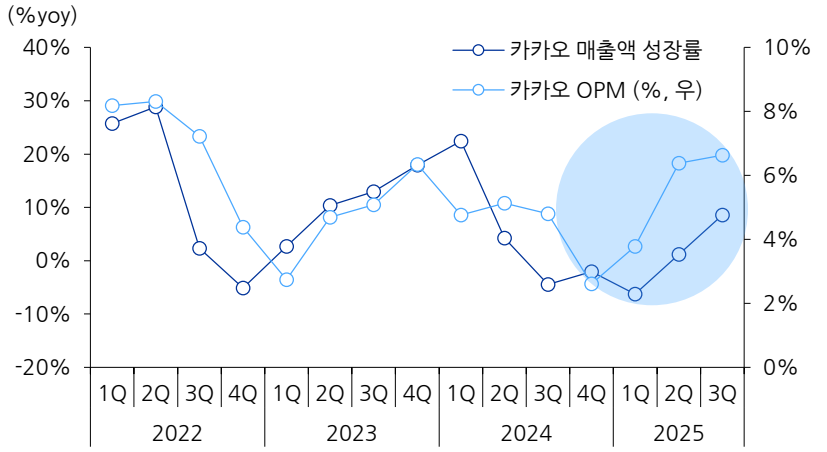
- 올해 네이버의 추정 매출액과 영업이익 성장률은 각각 +12.4%yoy, +10.6%yoy으로 외형성장률과 수익성을 모두 챙김. 반면 카카오는 매출액 성장률은 +2.7%yoy에 그쳤지만, 영업이익 성장률이 +45.8%yoy로 크게 개선됨
- 2026년 실적 추정에 결정적인 요소를 꼽으라면 네이버는 1) 커머스(플러스스토어) 매출 성장률, 2) AI 탭 신설에 따른 광고 매출 영향, 카카오는 1) 카카오톡 개편에 따른 톡비즈 매출 영향, 2) 콘텐츠 수익성 개선 여부

네이버 매출액 성장률, 영업이익률 추이



자료: NAVER, 유진투자증권

카카오 매출액 성장률, 영업이익률 추이



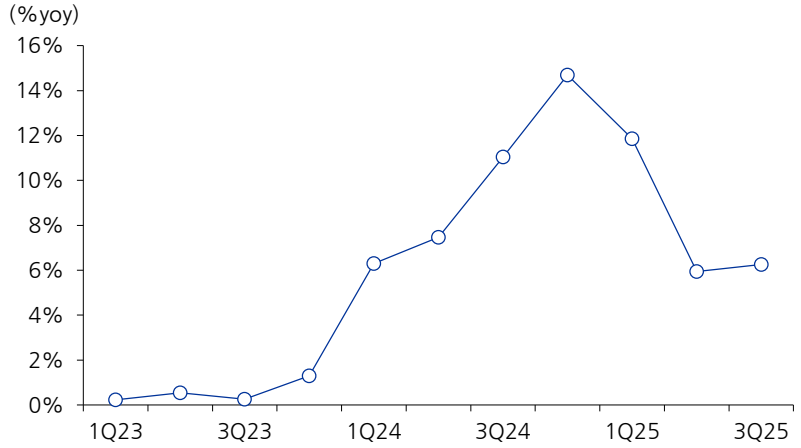
자료: 카카오, 유진투자증권

네이버 실적 분석

앱개편으로 선방한 2024년

- 23년말 네이버 앱 홈화면을 대대적으로 개편함. 이는 유저 관심사를 반영한 다양한 개인화 콘텐츠를 홈 하단 피드 형태로 제공하는 UX로 변경한 것
- 이를 통해 홈 하단 피드의 유저 트래픽이 증가했을 뿐만 아니라 광고 지면까지 확보할 수 있었고, 지난해 서치플랫폼 매출 성장률은 +10%yoy로 반등했으며, 특히 4분기에는 +15%yoy까지 기록하면서 2021년 이후 가장 높은 분기 성장률을 달성함
- 올해로 접어들면서 서치플랫폼 매출 성장률은 2, 3분기 +6%yoy까지 줄어들면서 얼핏 네이버의 광고 매출 성장이 둔화된 것으로 보임. 하지만 커머스 광고를 같이 고려할 시 얘기가 달라짐

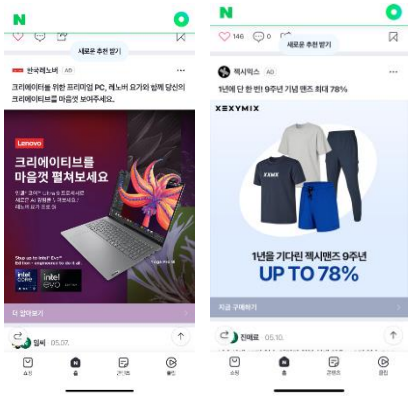
네이버 광고 매출 성장률 추이



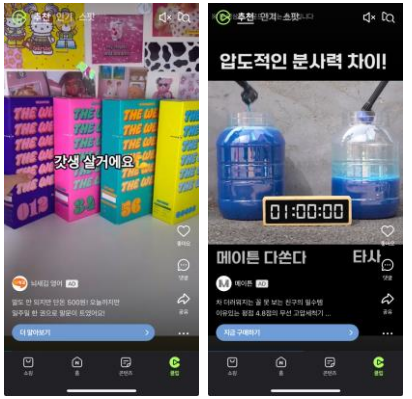
자료: NAVER, 유진투자증권

네이버 홈피드 및 클립의 DA 광고

네이버 홈피드 광고



네이버 클립 광고



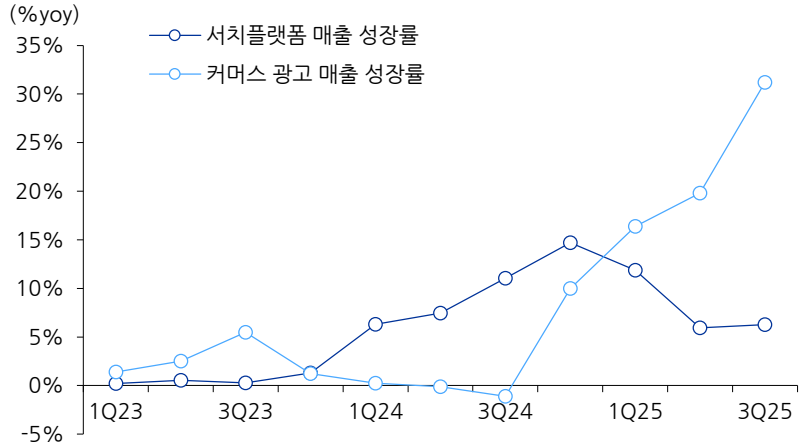
자료: NAVER, 유진투자증권

네이버 실적 전망

광고도 커머스가 해줘

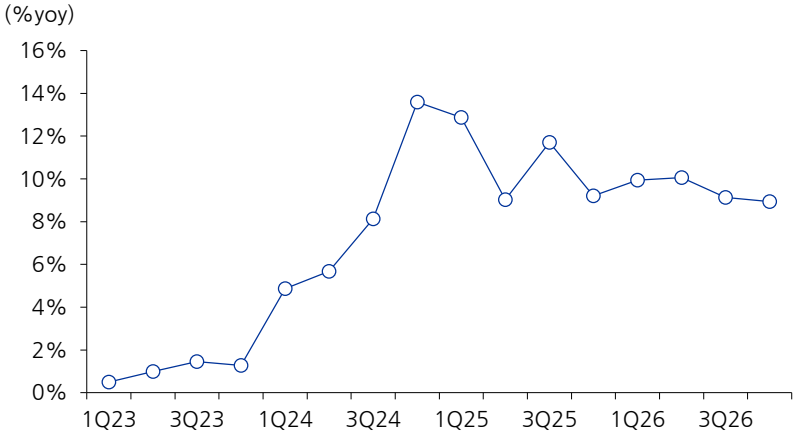
- 24년 10월, 네이버는 기존 네이버쇼핑을 플러스스토어로 개편함(베타 서비스). 플러스스토어 탭 신설로 커머스 광고 지면 확대 뿐만 아니라 이용자 트래픽 또한 증가하며 4분기 커머스 광고 매출이 유의미한 반등을 기록
- 이후 3월 플러스스토어 별도앱 출시로 인해 커머스 광고 매출 성장률은 크게 반등해 각각 +16%yoy(1분기), +20%yoy(2분기), +31%yoy(3분기)를 달성함
- 서치플랫폼과 커머스 광고 매출을 합산한 성장률 추이를 보면 2024년 이후 꾸준히 우상향했으며, 내년도에도 두자릿 수 성장률이 전망됨

네이버 서치플랫폼, 커머스 광고 성장률 추이



자료: NAVER, 유진투자증권

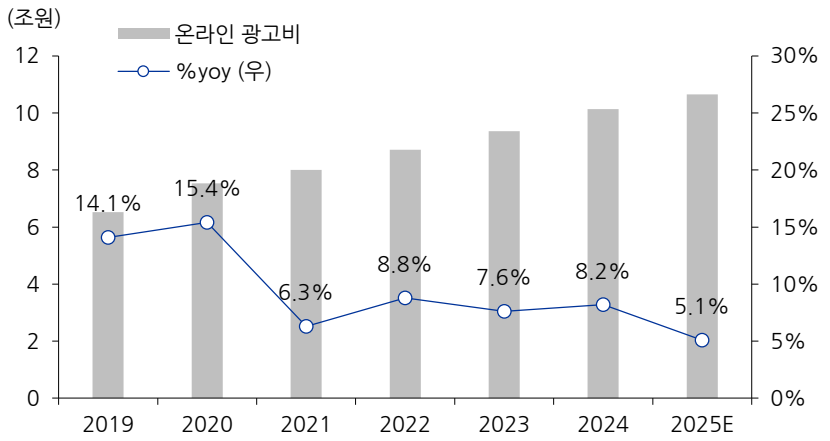
서치플랫폼+커머스광고 합산 성장률 추이



자료: NAVER, 유진투자증권

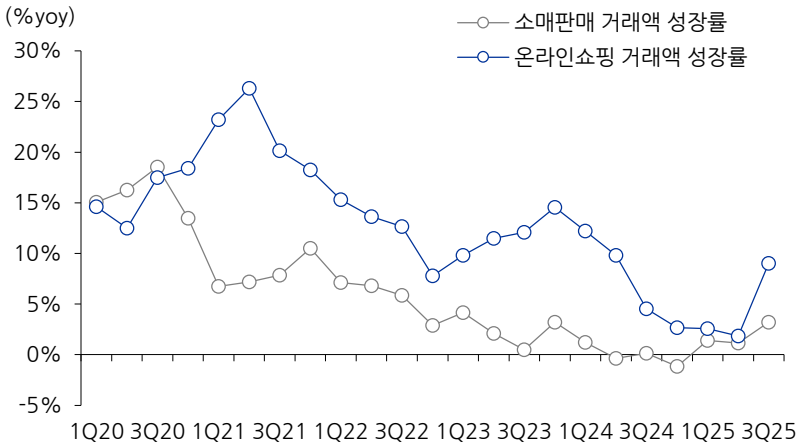
국내 광고 시장

국내 온라인(=PC+모바일)광고 시장 규모 및 성장률



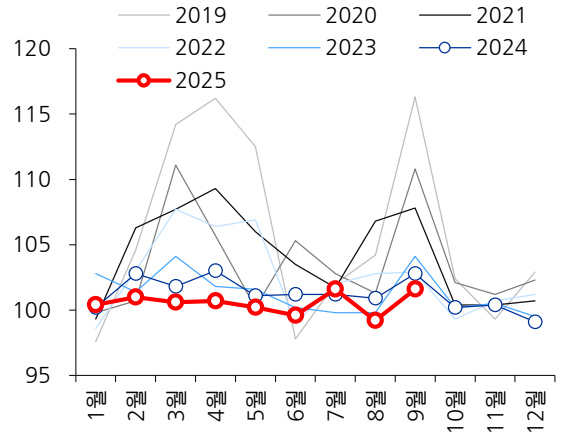
자료: KOBACO, 유진투자증권

소매판매 및 온라인 거래액 성장률 추이



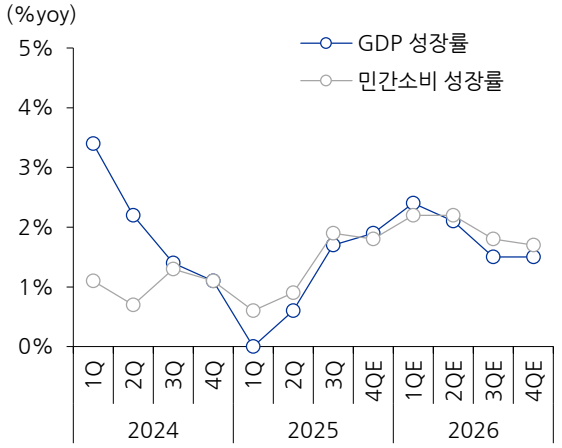
자료: KOSIS, 유진투자증권

온라인-모바일 광고경기전망지수



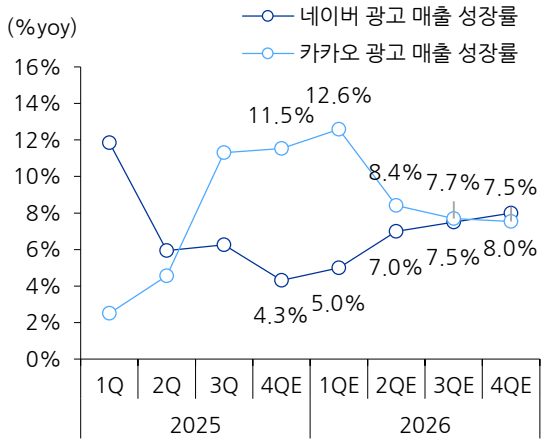
자료: KOSIS, 유진투자증권
주: 지수가 기준치인 100 인 경우 광고비 증가 응답업체수와 광고비 감소 응답업체수가 같음을 의미하며 , 100 초과인 경우에는 광고비 증가 응답업체수가 광고비 감소 응답 업체 수보다 많음을 , 100 미만인 경우에는 그 반대임을 나타냄

분기별 국내 GDP 및 민간소비 성장률 전망



자료: Bloomberg, 유진투자증권

네이버, 카카오 광고 매출 성장률 전망



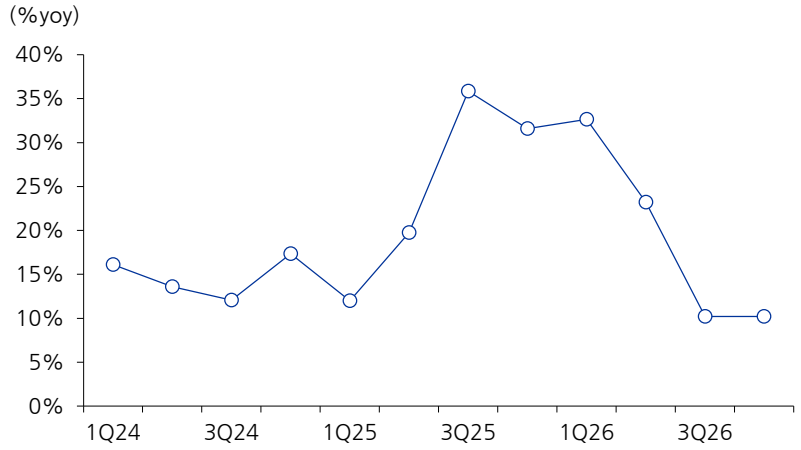
자료: NAVER, 카카오, 유진투자증권

네이버 커머스 전망

플러스스토어 앱 수수료 인상 효과

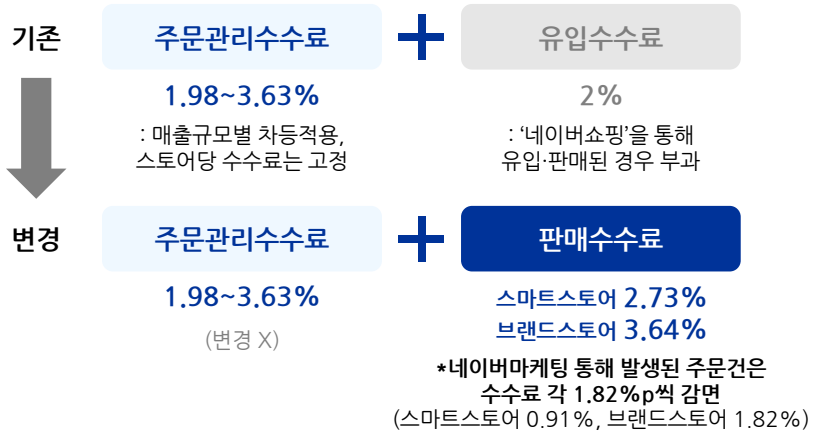
- 네이버는 플러스스토어 앱 출시 이후 6월부터 판매자에 대해 변경된 take rate 정책을 적용함. 기존 주문관리수수료(1.98~3.63%)는 유지하되, 네이버쇼핑을 통해 유입되어 판매될 경우 발생했던 유입수수료(2%)를 제거하고 네이버 커머스 플랫폼에서 발생되는 모든 판매에 대해 수수료(스마트스토어 2.73%, 브랜드스토어 3.64%)를 부과하게 됨(단, 네이버의 마케팅 링크를 통해 유입된 경우 할인이 적용됨)
- 이로 인해 거래액의 약 1% 수준의 매출 성장 효과가 반영된 것으로 추정됨. 3분기 커머스 중개 및 판매 매출은 5,589억원으로 전분기 대비 약 900억원 성장함
- 플러스스토어 앱 출시로 인한 거래액 성장률과 수수료 인상 효과를 반영한 2026년 커머스 추정 매출액은 약 4,300억원(+18%yoy)

네이버 커머스 매출액 성장률 추이



자료: NAVER, 유진투자증권

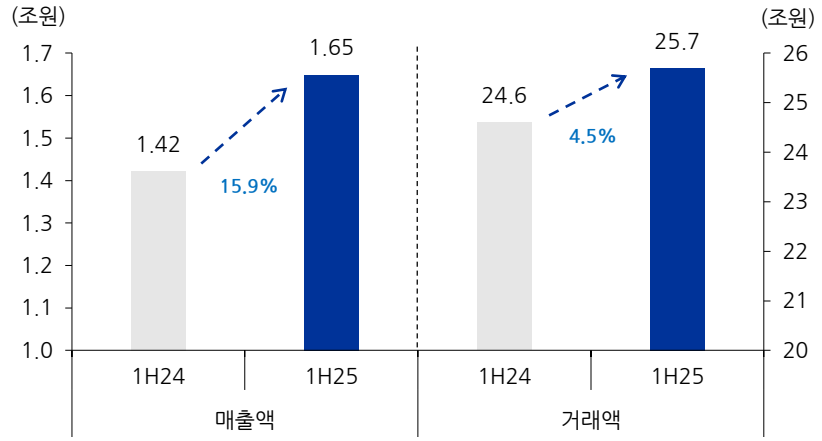
네이버 스마트스토어 수수료 정책 변경(25.6.2~) 전후 비교



자료: NAVER, 유진투자증권

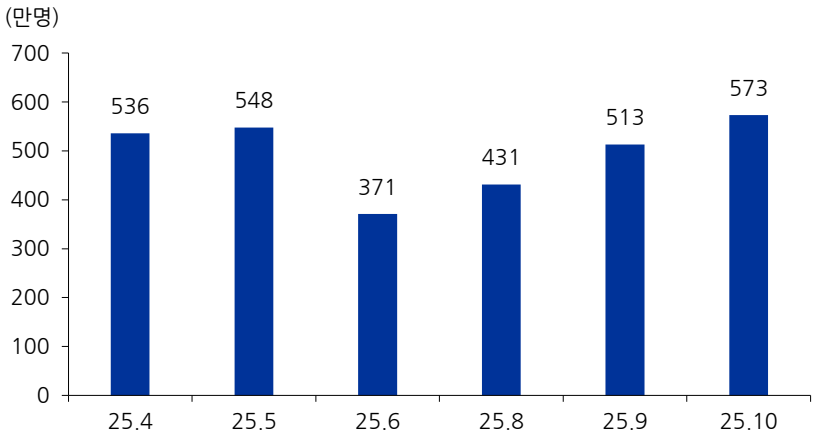
네이버 커머스 분석

네이버 커머스 매출액, 거래액 성장



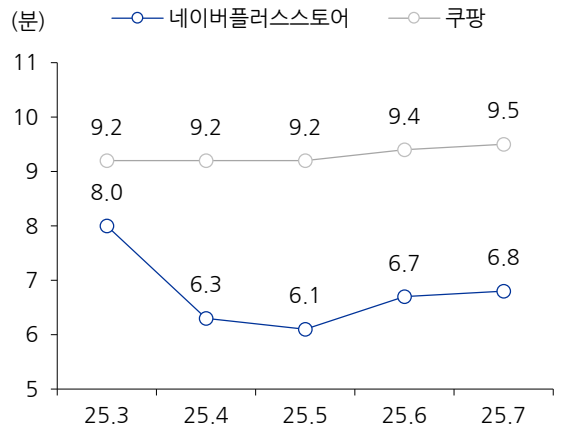
자료: NAVER, 유진투자증권

네이버플러스스토어 MAU



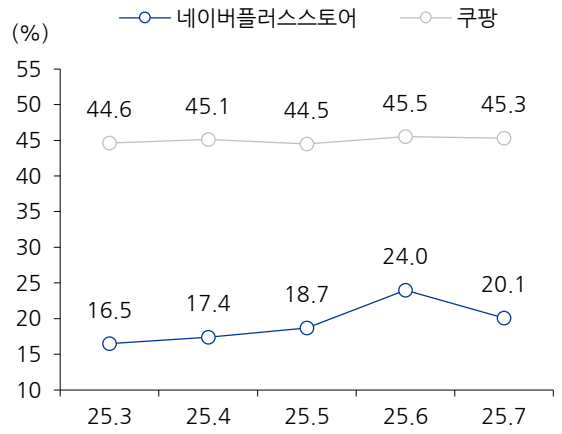
자료: 와이즈앱리테일, 유진투자증권

1인당 일평균 사용시간



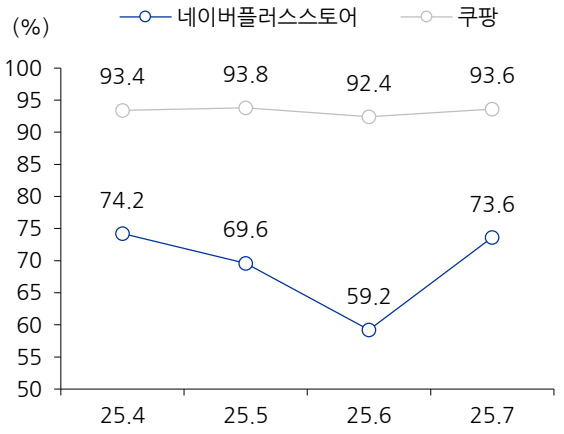
자료: 모바일인덱스, 유진투자증권

월별 고착도



자료: 모바일인덱스, 유진투자증권

전월 앱사용자 재방문율



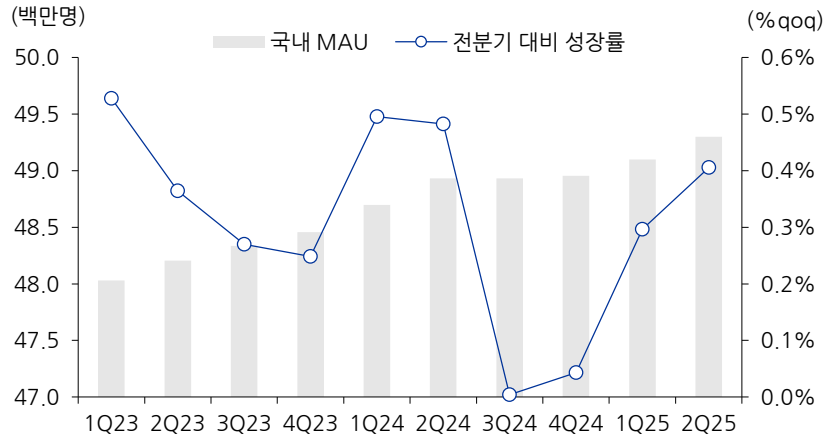
자료: 모바일인덱스, 유진투자증권

카카오톡 개편

카카오톡 개편 배경

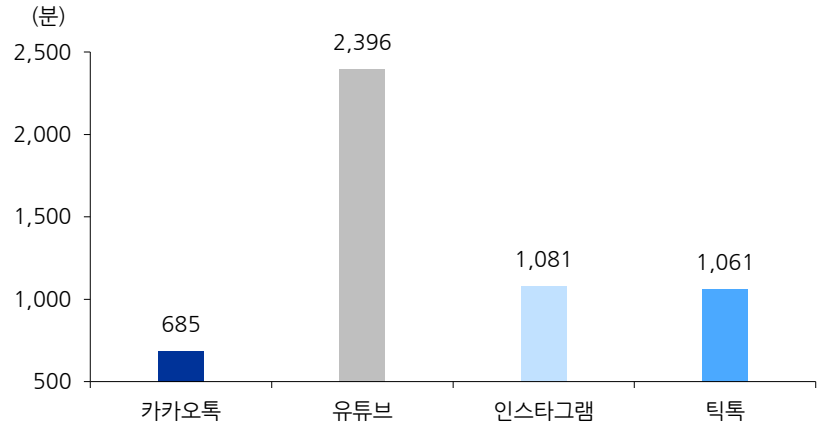
- 9/23일, 카카오는 카카오톡의 대대적인 개편을 진행함. 하지만 개편 이후 불편함을 호소하는 이용자들이 많아졌고, 이내 카카오는 일부 개편안을 이전으로 철회하겠다고 발표함. 결과적으로 이번 카카오톡 개편의 성과는 미미할 것으로 전망됨. 그럼에도 개편 필요성까지 무의미한 것은 아님
- 국내에서 카카오톡은 메신저로서 여전히 높은 MAU를 확보하고 있지만, 일평균 체류시간은 감소하는 추세에 있었음. 또한 트래픽 대부분이 친구탭과 채팅탭에 집중된다는 문제가 있었고, 이는 톡비즈 매출에도 부정적인 영향을 미침. 이에 2023년에도 이미 카카오는 오픈채팅탭 신설(5월), 펑 기능 도입(9월) 등의 개편 작업을 진행함
- 이는 광고 지면 확대 등의 일부 효과는 있었지만 구조적인 문제를 해결하기엔 부족했음. 향후 톡비즈의 성장률 반등을 위해서는 생성형 AI 서비스 도입과 함께 카카오톡 자체의 네트워크 서비스를 강화할 필요성은 분명 있음

카카오톡 MAU



자료: 카카오, 유진투자증권

주요 SNS 1인당 월평균 체류시간



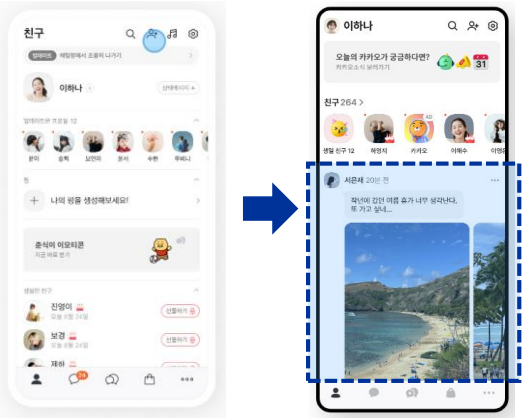
자료: 와이즈앱, 유진투자증권 (주: 한국인 Android+iOS 앱 추정)

카카오톡 개편

카카오톡 개편 정리

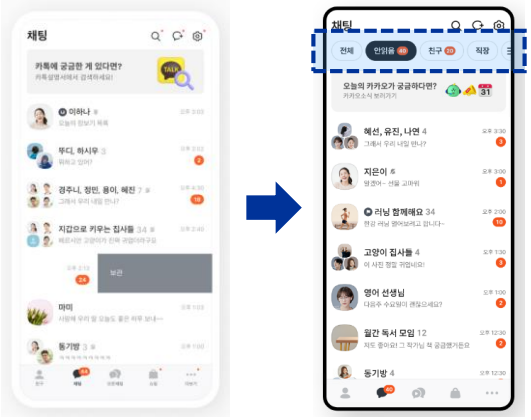
- 9월말 진행된 카카오톡의 대대적인 개편은 크게 친구탭, 채팅탭, 오픈채팅탭(지금탭) 개편으로 정리할 수 이음
- 채팅탭은 기존 채팅탭 상단에 채팅방 폴더 기능이 추가됐고 메시지 수정, 몰래 읽기, 보이스톡 녹음, AI 요약 등의 기능이 포함됨
- 지금탭은 기존 오픈채팅탭에서 쇼폼 콘텐츠가 추가로 전면에 배치됨
- 가장 큰 비판을 받은 건 친구탭 개편인데, 기존의 친구 목록 대신 인스타그램 피드처럼 친구들의 프로필 변경 이력이나 게시물이 타임라인 형태로 바뀜. 이는 기존 인스타그램, 페이스북 등과 같은 SNS처럼 이용자 본인이 원하는 계정을 직접 팔로우했던 강결합된 형태가 아닌, 저장된 연락처에 있는 모든 사람의 게시글이 전면에 배치되면서 유저들의 반발이 있었음

카카오톡 '친구' 탭 개편



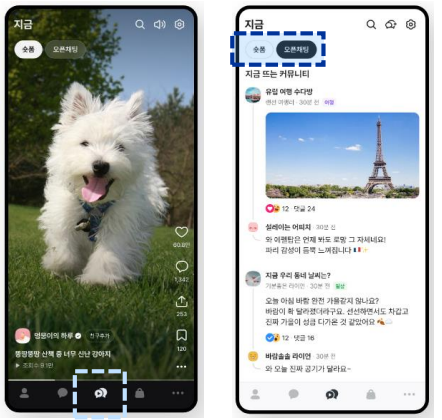
자료: 카카오, 유진투자증권

카카오톡 '채팅' 탭 개편



자료: 카카오, 유진투자증권

카카오톡 '지금' 탭(기존 오픈채팅 탭) 개편



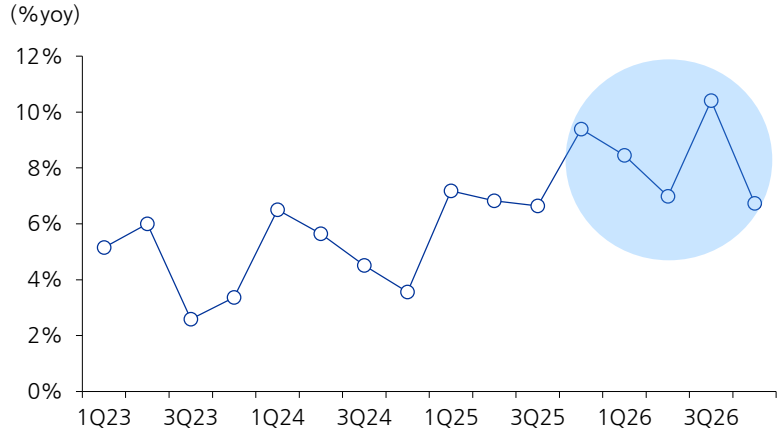
자료: 카카오, 유진투자증권

카카오 실적 분석

논란에도 불구하고 효과는 있다

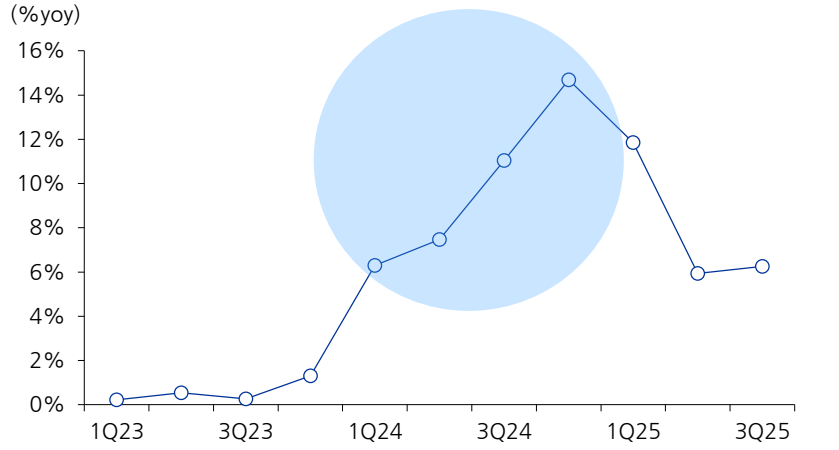
- 카카오는 논란이 됐던 친구탭에 한해서 기존과 같은 친구목록 UI와 현재 SNS UI를 선택할 수 있게끔 하는 업데이트를 연내 진행할 것이라 발표함
- 이는 일부 이용자 반발에도 불구하고 실제 카카오톡 개편 이후 앱 체류시간이 증가 효과가 있었기 때문에 앞서 언급했던 개편 필요성을 어느정도 충족할 수 있었음
- 개편된 숏폼, SNS UI 등은 체류시간 증가 뿐만 아니라 유의미한 광고지면 확대 효과까지 기대할 수 있음. 네이버 또한 2023년말 네이버앱 피드형 개편 이후 광고지면 확대에 따른 광고 매출 성장 효과가 있었음

카카오 톡비즈 매출 성장률



자료: 카카오, 유진투자증권

23년 말 앱개편 이후 네이버 서치플랫폼 매출 성장률



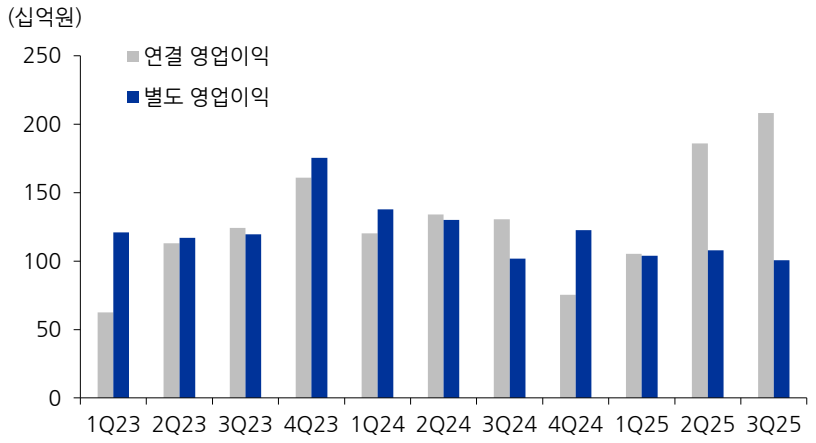
자료: NAVER, 유진투자증권

카카오 실적 분석

콘텐츠 자회사 수익성 향상

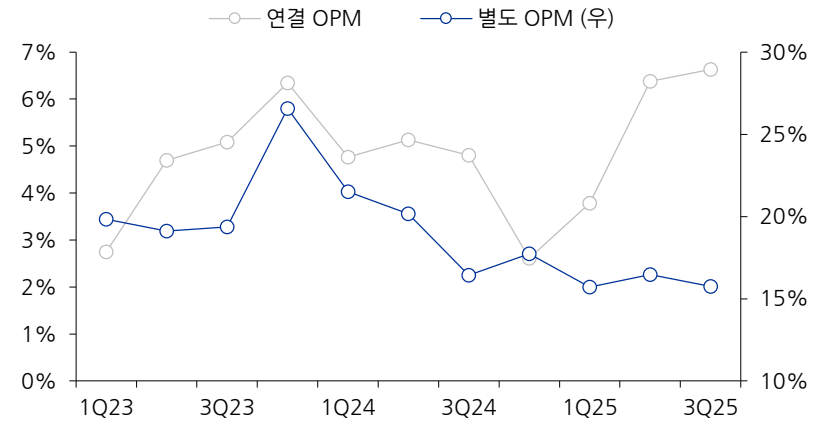
- 지난해까지 카카오의 플랫폼 부문 성장률 둔화 뿐만 아니라 높은 매출 비중을 차지하는 콘텐츠 부문의 부진이 연결 실적의 발목을 잡음
- 올해 2, 3분기 연결 영업이익의 시장의 기대치를 크게 상회한 배경에는 톡비즈 매출 반등보다 콘텐츠 자회사의 비용 통제에 따른 수익성 강화 기조가 더 크게 영향을 미침
- 내년에도 카카오는 플랫폼 부문의 성장률 극대화와 함께 콘텐츠 자회사의 비용 통제 기조를 이어갈 것이기 때문에 이익레벨 눈높이가 올라갈 것

카카오 연결, 별도 영업이익 추이



자료: 카카오, 유진투자증권

카카오 연결, 별도 영업이익률 추이



자료: 카카오, 유진투자증권

04

스테이블코인

GENIUS Act in US

GENIUS Act로 미국 제도권에 편입된 스테이블코인

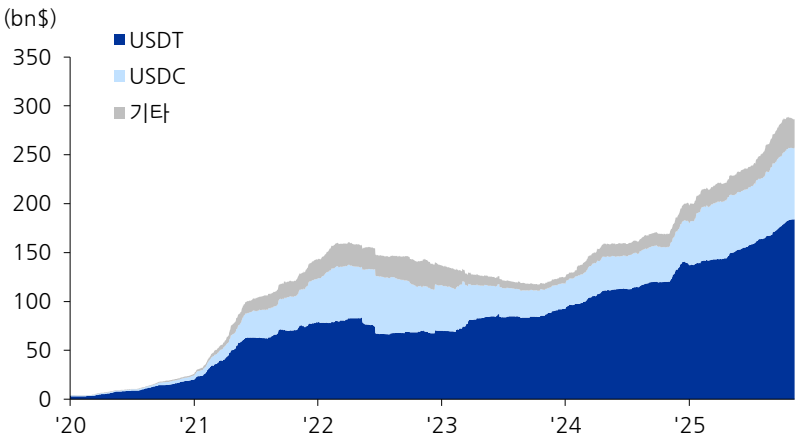
- 올해 7월, 트럼프 대통령은 미국의 스테이블코인 규제 법안인 GENIUS Act(Guiding and Establishing National Innovation for U.S Stablecoins Act)에 서명하여 법률로 제정됨
- 핵심 내용은 미국 내 결제용 스테이블코인(Payment Stablecoins)을 제도권 안으로 정식 편입시키는 것을 골자로 하며, 발행 주체 기준, 준비금 의무화, 공시 의무, 소비자 보호 장치 등의 내용이 담김
- 스테이블코인에 대한 규제 불확실성이 제거되자 대형 금융기관 등이 시장에 진입했고 이에 대규모 기관 자금이 스테이블코인 시장으로 유입됨

GENIUS Act of 2025 정리

타임라인		▪ 2025. 2. 4. 상원 법안제출 (2025. 5. 1. 상원 수정법안 제출) ▪ 2025. 6. 17. 상원 통과 ▪ 2025. 7. 17. 하원 통과 ▪ 2025. 7. 18. 트럼프 대통령 서명, 법률 제정
주요 내용	결제용 스테이블코인	지급이나 결제를 위해 발행되며, 미리 정해진 고정 가격(예: 1달러)으로 상환 가능한 디지털 자산
	발행자 (허가제)	▪ 부보금융기관(은행 등)의 자회사 ▪ 연방 적격 스테이블코인 발행자(예: Circle) ▪ 주 적격 스테이블코인 발행자(총 발행잔액 100억달러 이하)
	규모별 규제 이원화	▪ 시가총액 $100억 이상은 연방 감독 ▪ 그 이하 규모는 연준 기준 충족 시 주정부 감독 가능
	담보 유지 의무	▪ 유통 중인 스테이블 코인의 100% 이상 ▪ 미 달러·단기국채(만기 93일내)·MMF 등 유동성 높은 자산
	기타	▪ 상환정책, 준비금 구성, 외부회계감사 등 정기적 공시 의무화

자료: 유진투자증권

주요 스테이블코인 시가총액 추이



자료: rwa.xyz, 유진투자증권

원화 스테이블코인?

국내는 아직 입법화 단계

- 국내에서는 '가상자산이용자보호법'이 지난해부터 시행되고 있지만, 발행이나 산업 육성보다는 이용자 보호와 시장 질서에 초점을 맞췄음. 따라서 스테이블코인과 관련된 발행, 공시 규제 등의 후속 입법이 필요한 상황
- 올해 6월 디지털자산기본법안(민병덕 의원) 발의를 시작으로 여야를 가리지 않고 많은 원화 스테이블코인 관련 법안이 국회에 계류 중이며, 금융위원회의 정부안이 연내 관련 법안을 국회에 제출하기로 예고함
- 정부안을 바탕으로 여야간 입법 과정에서 발행주체 범위, 이자 지급 허용 여부, 규제 및 총괄 기관 등과 관련된 논의가 있을 것

디지털자산기본법안(25.6.10. 민병덕 의원안)

목적	이용자 보호에 초점을 맞춘 현행「가상자산이용자보호법」의 한계를 극복, 발행·유통·공시 등 디지털자산 생태계 전반을 포괄하는 규율 체계 구축		
디지털자산 정의	**디지털자산**: 분산원장에 디지털 형태로 표시되는 경제적 가치를 지닌 자산으로서 거래 또는 이전될 수 있는 것		
	자산연동형 디지털자산	원화 또는 외국 통화의 가치와 연동되면서 환불이 보장되는 것	
	일반 디지털자산	자산연동형 디지털자산에 해당하지 않는 디지털자산	
디지털자산업 업권 구분	인가	자기자본 5억원 이상	디지털자산매매/중개/보관업
	등록	자기자본 1억원 이상	디지털자산집합관리/지갑관리/일임/자문업
	신고	-	디지털자산주문전송/유사자문업
스테이블코인 규정	▪ 자산연동형 디지털자산 ▪ '단일 법정화폐'에 연동되며 '상환 의무'가 명확한, 지급결제수단으로서의 성격이 강한 스테이블코인으로 한정하여 규정		

자료: 유진투자증권

원화 스테이블코인 관련 법안 비교

	가치안정형 디지털자산의 발행 및 유통에 관한 법률안 (더불어민주당 안도걸 의원안)	**가치고정형 디지털자산을 활용한 지급혁신에 관한 법률안** (국민의힘 김은혜 의원안)
스테이블코인 정의	**가치안정형 디지털자산** : 단일 종류의 법정통화 가치에 연동되어 발행되는 디지털자산	**가치고정형 디지털자산** : 법정통화 또는 안정적인 자산 가치에 연동하여 발행, 연동자산으로 상환이 보장되는 디지털자산
발행주체 요건	▪ 금융기관, 상법상 주식회사, 국내 영업소 설치 외국법인 ▪ 자기자본 50억원 이상 ▪ 금융위 인가제	
준비자산 규정	▪ 발행잔액의 100% 이상 확보 ▪ 고유재산과 분리 보관 ▪ 현금·예금 및 1년내 국채·지방채	▪ 발행잔액의 100% 이상 확보 ▪ 고유재산과 분리 보관 ▪ 현금·예금 및 채권(민간채권 허용)
이자 지급 여부	이자 지급 전면 금지	이자 지급 관련 규정 X
상환 의무	▪ 청구일로부터 3영업일 이내 상환대금 지급 의무	▪ 청구일로부터 10일 이내 상환대금 지급 의무

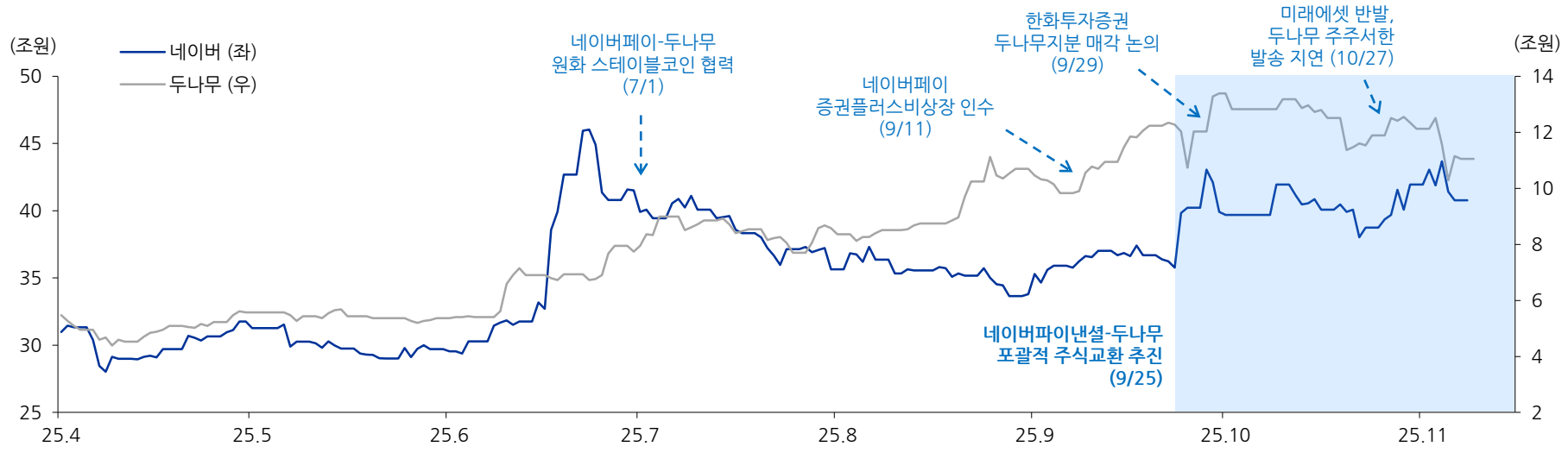
자료: 유진투자증권

네이버파이낸셜-두나무 합병

돌고 돌겠지만 합병은 될 것

- 9/25일, 네이버파이낸셜과 두나무간의 포괄적 주식 교환 방식으로 합병을 추진한다는 언론 보도 이후 양사 모두 합병 과정을 인정함
- 다만 구체적인 합병 방식까지 언급됐던 초기에 10월 중순까지 합병과정이 마무리될 것이라는 관측과 달리 11월이 넘는 지금까지도 지연되고 있어 일각에서는 합병이 무산될 것이라는 예상도 나옴
- 합병이 지연되는 가장 큰 원인은 네이버파이낸셜과 두나무의 재무적투자자들의 이해관계를 조정하는 것에 시간이 소요되고 있는 것으로 추정됨
- 현재 유력하게 거론되는 합병비율은 1:3(네이버파이낸셜:두나무)인데, 현재 양측 투자자들 모두 각각의 기업가치를 놓고 이견을 보인다는 것
- 그럼에도 합병 자체는 변함 없을 것. 네이버파이낸셜의 경우 이미 포괄적 주식교환 주총 승인에 필요한 지분을 확보했으며, 두나무 투자자들 또한 현재 두나무의 IPO 가능성이 낮기 때문에 이번 합병 과정에서 수익 실현을 하고자 할 것이기 때문

네이버, 두나무 시가총액 추이



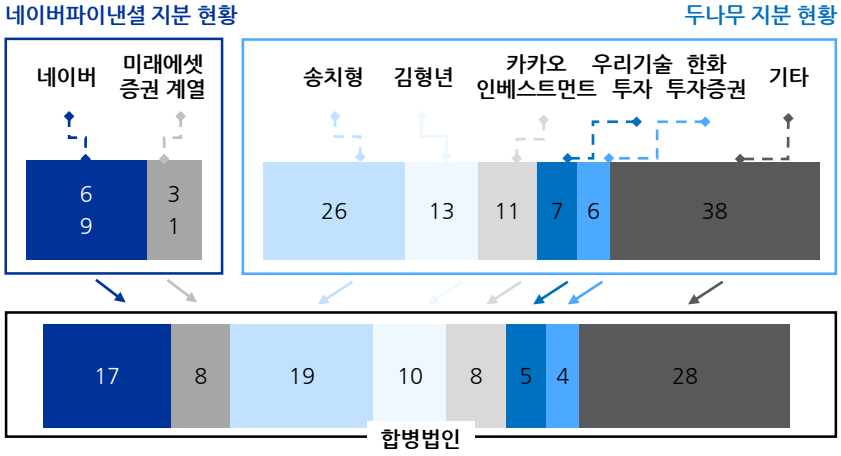
자료: Quantiwise, 증권플러스비상장, 유진투자증권

네이버파이낸셜-두나무 합병

합병이 된다면?

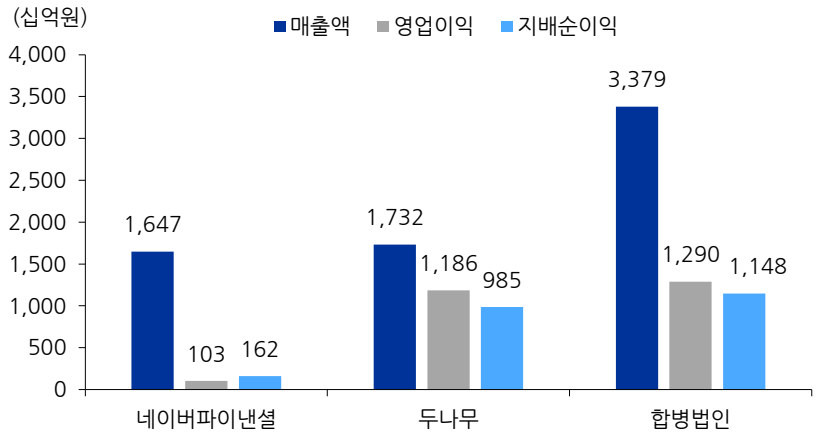
- 네이버파이낸셜-두나무 합병법인의 최대주주는 네이버가 될 가능성이 높음. 네이버 입장에서는 네이버파이낸셜-두나무 합병법인의 연결 자회사 편입이 아니라면 합병 이후 네이버와 합병법인 간 사업 추진에 있어 시너지 효과가 제한적이기 때문에 연결 자회사 편입으로 가닥을 잡을 것
- 합병법인의 1, 3대 주주(송치형, 김형년)가 의결권을 포기한다고 하더라도 네이버의 낮은 지분율로 인해 네이버와 합병법인은 약결합된 형태임. 따라서 네이버는 합병법인의 연결 편입을 위한 유의미한 지분율(약 30%로 추정) 확보를 위해 1,3대 주주의 지분 중 상당부분을 매입할 것으로 추정
- 위 시나리오를 가정(네이버가 합병법인의 지분율 30% 확보해 이를 연결 자회사로 편입)할 때, 네이버에 연간으로 기여되는 실적 효과는 영업이익 +1.22조원, 지배이익 +2,300억원

네이버파이낸셜-두나무 주식교환 후 예상 지분율



자료: 유진투자증권
주: 네이버파이낸셜:두나무 합병비율 1:3, 네이버의 추가 지분매입이 없는 경우를 가정

네이버파이낸셜-두나무 합병법인 실적 추정



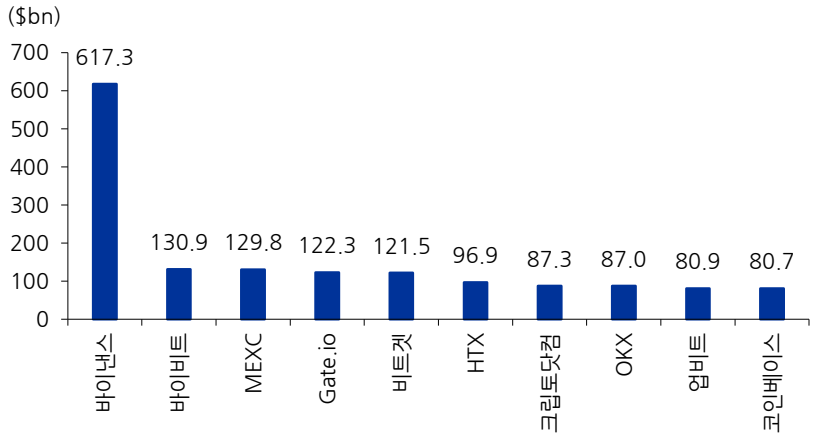
자료: 각 사, 유진투자증권

네이버파이낸셜-두나무 합병

스테이블코인이라는 합병 시너지까지

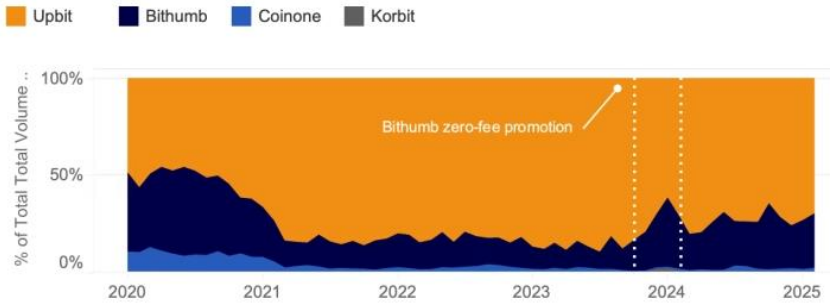
- 네이버파이낸셜과 두나무의 합병으로 인한 네이버의 이익 기여 외에도 두나무는 네이버라는 거대 플랫폼을 등에 업고 가상자산 거래소 업비트의 국내 1위 거래소 지위를 더욱 공고히 할 수 있음
- 하지만 역시 기대할 수 있는 가장 큰 시너지는 '스테이블 코인'. 네이버는 커머스, 치지직, 웹툰 등 다양한 플랫폼 생태계를 갖추고 있으며 네이버페이라는 간편결제 시스템도 보유하고 있음. 두나무는 국내 1위, 글로벌 Top 10 가상자산 거래소를 보유하고 있기 때문에 이번 합병이 성공적으로 진행될 경우 네이버는 국내 원화 스테이블코인 시장에서 주도적인 역할을 할 것으로 기대됨

글로벌 암호화폐 거래소 Top 10 ('25.9월 기준)



자료: CoinGecko, 유진투자증권 (주: 월간 현물거래량 기준)

국내 암호화폐 거래소 시장 점유율 추이



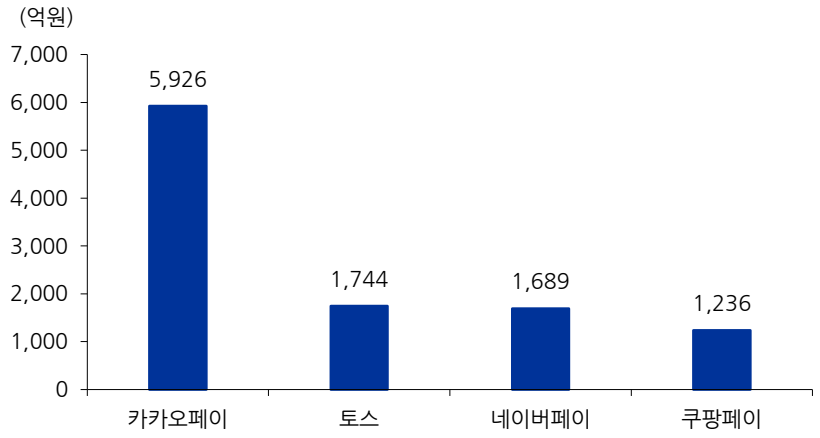
자료: Kaiko Market Metrics, 유진투자증권

카카오의 스테이블코인 TF

카카오-카카오페이-카카오뱅크 TF 구축

- 카카오는 국내 원화 스테이블코인 시장을 선점하기 위해 그룹 차원의 스테이블코인 TF를 조직해 정신아 카카오 대표, 신원근 카카오페이 대표, 윤호영 카카오뱅크 대표 등이 직접 참여함
- 특히 금융 계열사인 카카오페이와 카카오뱅크를 중심으로 사업이 전개되고 있음. 간편결제사업자인 카카오페이는 약 5,900억원 규모의 선불충전금을 보유하고 있으며, 이미 스테이블코인 티커로 추정되는 상표권을 다수 등록함
- 카카오뱅크는 카카오의 자본시장법 위반 재판으로 인한 사법 리스크가 존재했지만 지난 10월 1심에서 무죄를 받으며 리스크의 상당부분을 해소함

주요 간편결제 4사 선불충전금 현황 (3Q25말 기준)



자료: 각 사, 유진투자증권

카카오페이가 등록한 스테이블코인 관련 상표권

자료: 지식재산정보 검색서비스, 유진투자증권

05

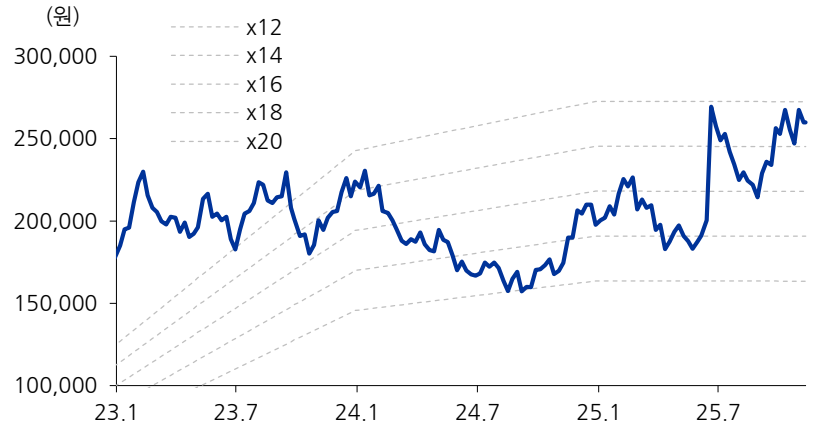
기업분석

2026년 인터넷 플랫폼 전망

네이버와 카카오 모두에게 긍정적

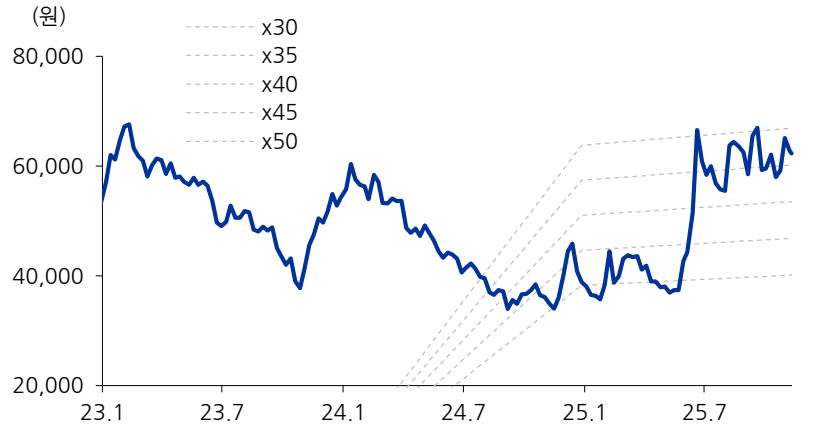
- 2026년 네이버와 카카오 주가는 결국 AI 모멘텀과 실적을 기반으로 향방이 결정될 것
- 먼저 네이버와 카카오는 각각 플러스스토어 성장과 톡비즈(플랫폼) 매출 성장으로 실적 개선세가 내년까지 이어지면서 이익 레벨이 높아질 전망
- AI 사업에서도 네이버는 온서비스 AI에서 내년도 AI 에이전트 서비스 출시, 카카오는 ChatGPT for Kakao 수익화 및 온디바이스 AI 카나나 서비스 출시까지 AI 모멘텀이 공존하는 상황
- 또한 현재 국내 입법화 단계에 머물러 있는 원화 스테이블코인이 가시화될 경우 간편결제 플랫폼 사업자인 네이버와 카카오에 긍정적일 것이라 판단함. 특히 네이버는 두나무 자회사 편입에 따른 시너지 효과가, 카카오는 플랫폼-페이-뱅크로 이어지는 사업 연계 효과가 부각될 것

네이버 12m fwd PER 밴드



자료: 유진투자증권

카카오 12m fwd PER 밴드



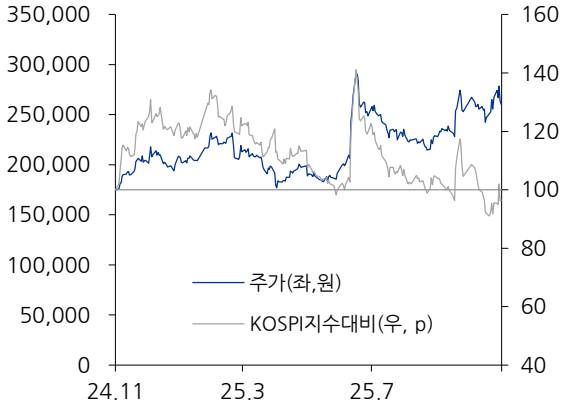
자료: 유진투자증권

NAVER(035420.KS) 투자의견 BUY / TP 340,000원

AI, 실적, 스테이블코인 모두 파란불

- 2026년 매출액 13.4조원(+10.8%yoy), 영업이익 2.5조원(+12.7%yoy, OPM +18.4%)을 전망함
- 커머스, 플러스스토어 출시 및 수수료 인상 효과로 유의미한 실적 기여가 예상됨. 또한 상반기 출시되는 쇼핑에이전트는 사용자 구매 경험 향상으로 이어지면서 거래액 성장에 긍정적으로 기여할 전망
- 광고 또한 플러스스토어 출시로 확대된 지면에 MAU 증가에 따른 광고 단가 상승이 전체 광고 매출 성장을 견인할 것
- 최근 엔비디아의 협업으로 국내 AI 인프라에서 유리한 입지를 점했으며, 내년도 AI 별도탭 신설 등 신규 AI 서비스 출시도 본격화 될 예정
- 두나무 합병 과정이 지연되곤 있으나, 여전히 합병 가능성이 더 높다고 판단되기 때문에 이 또한 추후 주가에 긍정적으로 작용할 전망

네이버 주가



자료: 유진투자증권

네이버 연간 실적 추정 및 밸류에이션

(십억원)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	8,220	9,671	10,738	12,072	13,377
영업이익	1,305	1,489	1,979	2,189	2,468
세전손익	1,084	1,481	2,322	2,811	2,960
당기순이익	673	985	1,932	2,160	2,161
EPS(원)	4,634	6,233	12,139	13,499	13,488
증감률(%)	-95.4	34.5	94.7	11.2	-0.1
PER(배)	38.3	35.9	16.4	19.3	19.3
ROE(%)	3.3	4.4	7.9	8.1	7.5
PBR(배)	1.3	1.6	1.2	1.5	1.4
EV/EBITDA(배)	16.1	17.8	10.8	15.3	11.9

자료: 유진투자증권

네이버 실적 전망

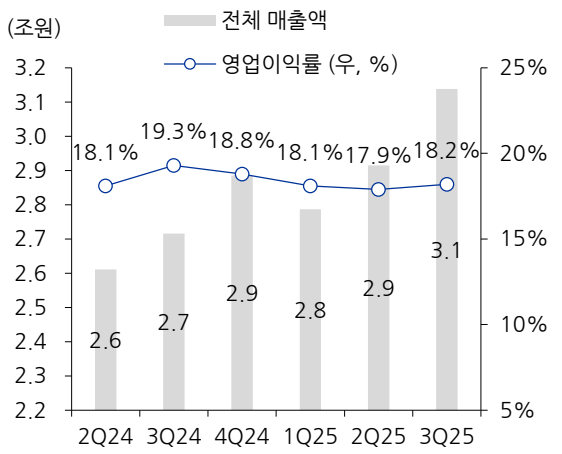
네이버 실적 추이

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025E	2026E
매출액	**2,786.8**	**2,915.1**	**3,138.1**	**3,232.5**	**3,179.1**	**3,288.2**	**3,404.0**	**3,505.8**	**12,072.5**	**13,377.2**
(%yoy)	10.3%	11.7%	15.6%	12.0%	14.1%	12.8%	8.5%	8.5%	12.4%	10.8%
서치플랫폼	1,012.7	1,036.5	1,060.2	1,110.7	1,063.3	1,109.1	1,139.7	1,199.6	4,220.1	4,511.7
커머스	787.9	861.1	985.5	1,020.1	1,045.0	1,061.0	1,086.0	1,124.1	3,654.5	4,316.1
핀테크	392.7	411.7	433.1	445.0	432.0	450.9	476.5	476.2	1,682.6	1,835.5
콘텐츠	459.3	474.0	509.3	503.1	490.8	516.5	549.7	548.0	1,945.6	2,105.0
엔터프라이즈	134.2	131.7	150.0	153.6	148.0	150.7	152.2	158.0	569.6	608.9
영업비용	2,281.5	2,393.5	2,567.4	2,640.8	2,614.0	2,692.2	2,762.6	2,840.5	9,883.3	10,909.2
(%yoy)	9.3%	12.0%	17.2%	12.7%	14.6%	12.5%	7.6%	7.6%	12.8%	10.4%
영업이익	**505.3**	**521.6**	**570.6**	**591.7**	**565.2**	**596.0**	**641.5**	**665.4**	**2,189.2**	**2,468.0**
(%yoy)	15.0%	10.3%	8.6%	9.2%	11.8%	14.3%	12.4%	12.5%	10.6%	12.7%
OPM(%)	18.1%	17.9%	18.2%	18.3%	17.8%	18.1%	18.8%	19.0%	18.1%	18.4%
세전이익	580.1	683.6	856.9	690.7	693.2	709.0	755.5	802.4	2,811.3	2,960.0
당기순이익	**423.7**	**497.4**	**734.7**	**504.2**	**506.0**	**517.6**	**551.5**	**585.8**	**2,160.0**	**2,160.8**
(%yoy)	-23.8%	49.8%	38.6%	-1.9%	19.4%	4.1%	-24.9%	16.2%	11.8%	0.0%
NPM(%)	15.2%	17.1%	23.4%	15.6%	15.9%	15.7%	16.2%	16.7%	17.9%	16.2%

자료: 유진투자증권

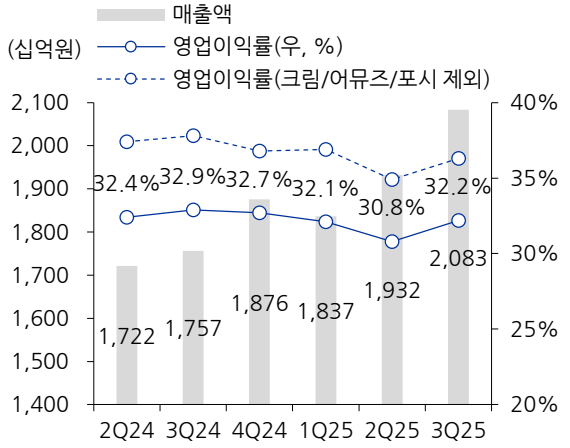
네이버 실적 도표

네이버 매출, 영업이익률 추이



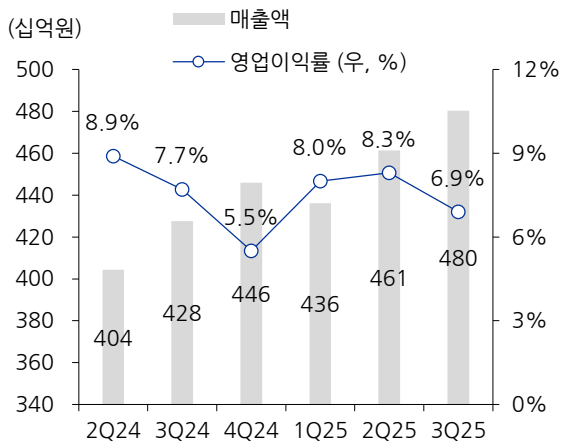
자료: NAVER, 유진투자증권

서치플랫폼 및 커머스 매출, 영업이익률 추이



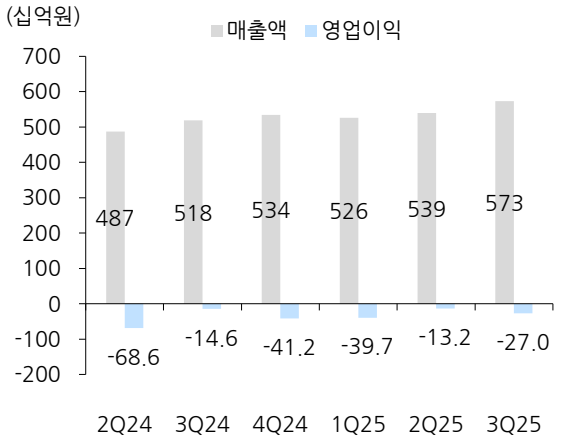
자료: NAVER, 유진투자증권

핀테크 매출, 영업이익률 추이



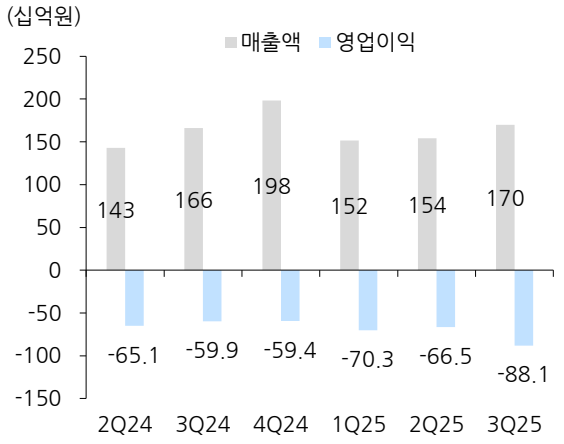
자료: NAVER, 유진투자증권

콘텐츠 매출, 영업이익 추이



자료: NAVER, 유진투자증권

클라우드 매출, 영업이익 추이



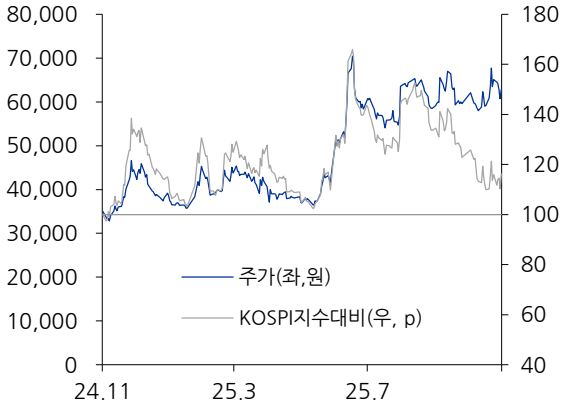
자료: NAVER, 유진투자증권

카카오(035720.KS) 투자의견 BUY / TP 74,000원

KaPT가 보여줄 차례

- 2026년 카카오의 매출액 8.5조원(+4.8%yoy), 영업이익 7,792조원(+16.2%yoy, OPM +9.2%) 전망함
- 일부 이용자 반발에도 불구하고 실제 카카오톡 개편 이후 앱 체류시간이 증가 효과가 있었기 때문에 앞서 언급했던 개편 필요성을 어느정도 충족할 수 있었음. 개편된 숏폼, SNS UI 등은 체류시간 증가 뿐만 아니라 유의미한 광고지면 확대 효과까지 기대할 수 있음
- 또한 내년에도 카카오는 플랫폼 부문의 성장률 극대화와 함께 콘텐츠 자회사의 비용 통제 기조를 이어갈 것이기 때문에 전체 이익률 개선이 예상됨
- 내년도 카카오의 사업성과는 올해 출시된 AI 서비스인 'ChatGPT for Kakao'와 'Kanana in Kakao'에 따라 판가름 날 것. 현재 출시 초기 지표는 나쁘지 않으나(서비스 이용자 200만명 돌파), 카카오톡의 MAU를 감안하면 더 많은 서비스 이용자 및 유료 구독자 지표가 필요

카카오 주가



자료: 유진투자증권

카카오 연간 실적 추정 및 밸류에이션

(십억원)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	6,799	7,557	7,872	8,087	8,477
영업이익	569	461	460	671	779
세전손익	1,269	-1,648	-3	830	915
당기순이익	1,067	-1,817	-162	707	740
EPS(원)	3,049	-2,276	125	1,277	1,340
증감률(%)	-2.0	적전	흑전	925.0	4.9
PER(배)	17.4	na	306.6	48.8	46.5
ROE(%)	13.6	-10.3	0.6	5.4	5.3
PBR(배)	2.4	2.5	1.7	2.5	2.4
EV/EBITDA(배)	19.0	17.5	10.4	16.1	15.1

자료: 유진투자증권

카카오 실적 전망

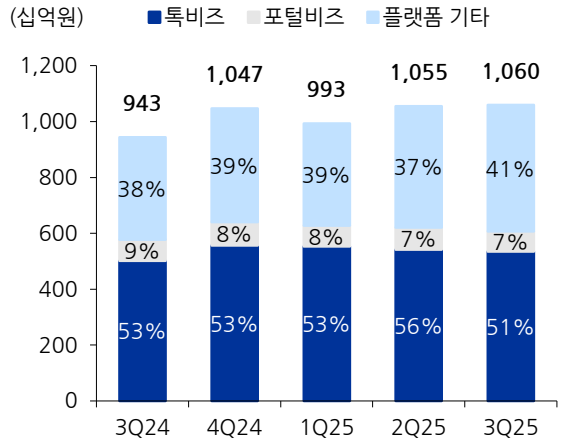
카카오 실적 추이

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025E	2026E
매출액	**1,863.7**	**2,028.3**	**2,086.6**	**2,108.2**	**1,959.7**	**2,114.9**	**2,180.2**	**2,222.0**	**8,086.8**	**8,476.9**
(%yoy)	-6.3%	1.2%	8.6%	7.7%	5.1%	4.3%	4.5%	5.4%	2.7%	4.8%
플랫폼	993.0	1,055.2	1,059.8	1,151.5	1,109.0	1,120.0	1,145.0	1,236.0	4,259.5	4,610.0
톡비즈	553.3	542.1	534.4	609.0	600.0	580.0	590.0	650.0	2,238.8	2,420.0
포털비즈	74.1	78.3	72.7	74.5	71.0	72.0	70.0	69.0	299.7	282.0
플랫폼 기타	365.6	434.8	452.7	468.0	438.0	468.0	485.0	517.0	1,721.1	1,908.0
콘텐츠	870.7	973.1	1,026.7	956.7	850.7	994.9	1,035.2	986.0	3,827.2	3,866.9
게임	145.2	142.6	154.3	120.8	124.0	152.8	165.0	148.0	562.9	589.8
뮤직	437.9	517.5	565.2	542.9	435.6	525.5	555.2	544.0	2,063.5	2,060.4
스토리	212.6	218.7	211.4	203.0	209.1	221.0	219.0	202.0	845.7	851.1
미디어	75.1	94.2	95.8	90.0	82.0	95.6	96.0	92.0	355.1	365.6
영업비용	1,758.3	1,842.4	1,878.5	1,936.7	1,813.6	1,922.3	1,955.0	2,006.8	7,416.0	7,697.7
(%yoy)	-5.9%	-1.5%	4.9%	2.9%	3.1%	4.3%	4.1%	3.6%	0.1%	3.8%
인건비	478.9	488.6	477.4	498.0	490.5	491.5	495.0	510.0	1,943.0	1,987.0
매출연동비	700.6	717.3	747.7	754.7	701.6	763.5	787.1	802.2	2,920.3	3,054.3
외주/인프라비	206.1	233.4	260.7	260.0	235.0	252.0	258.0	262.0	960.3	1,007.0
마케팅비	87.0	88.0	101.8	120.0	98.0	116.3	119.9	126.7	396.8	460.9
상각비	205.5	221.8	208.3	209.0	208.0	209.0	210.0	211.0	844.6	838.0
기타	80.2	93.2	82.6	95.0	80.5	90.0	85.0	95.0	351.0	350.5
영업이익	**105.4**	**185.9**	**208.0**	**171.4**	**146.1**	**192.6**	**225.3**	**215.2**	**670.8**	**779.2**
(%yoy)	-12.4%	38.8%	59.4%	127.3%	38.6%	3.6%	8.3%	25.5%	45.8%	16.2%
OPM(%)	5.7%	9.2%	10.0%	8.1%	7.5%	9.1%	10.3%	9.7%	8.3%	9.2%
세전이익	192.9	195.0	254.7	187.4	180.1	218.6	262.3	254.2	829.9	915.2
당기순이익	**200.3**	**171.8**	**192.9**	**142.0**	**158.5**	**181.5**	**207.2**	**193.2**	**707.0**	**740.4**
(%yoy)	196.0%	97.2%	145.6%	흑자전환	-20.9%	5.6%	7.4%	36.1%	흑자전환	4.7%
NPM(%)	10.7%	8.5%	9.2%	6.7%	8.1%	8.6%	9.5%	8.7%	8.7%	8.7%

자료: 유진투자증권

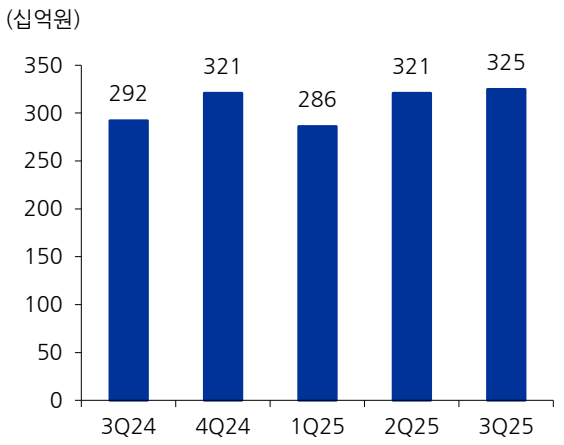
카카오 실적 도표

플랫폼 매출 추이



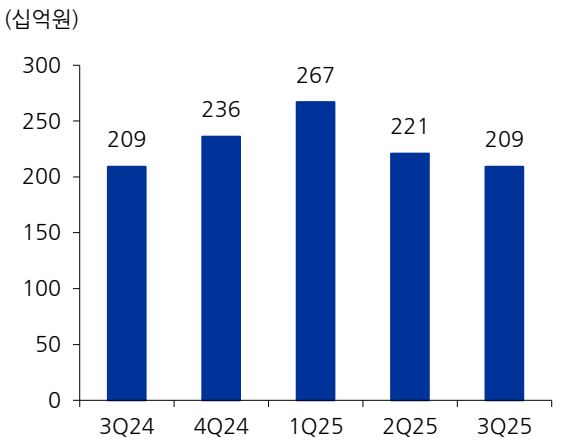
자료: 카카오, 유진투자증권

톡비즈 광고 매출 추이



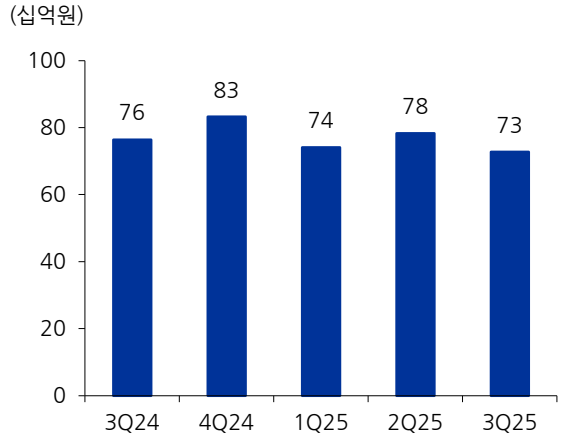
자료: 카카오, 유진투자증권

톡비즈 커머스 매출 추이



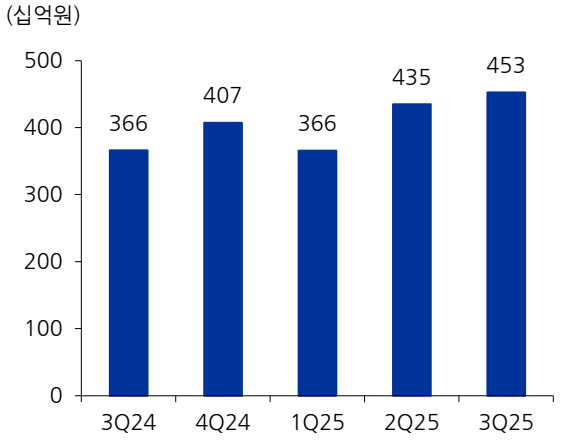
자료: 카카오, 유진투자증권

포털비즈 매출 추이



자료: 카카오, 유진투자증권

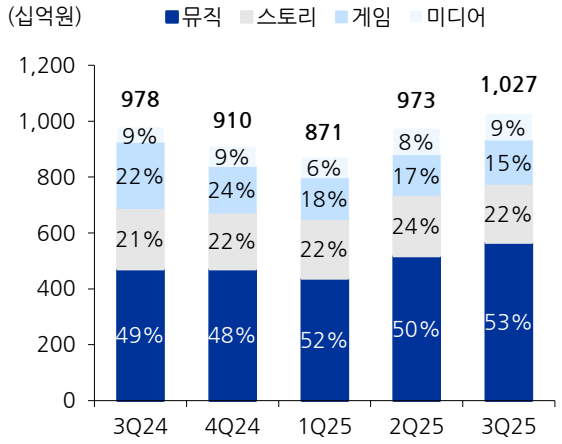
플랫폼 기타 매출 추이



자료: 카카오, 유진투자증권

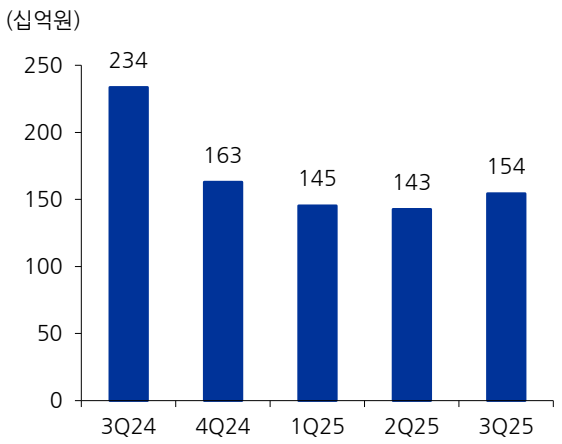
카카오 실적 도표

콘텐츠 매출 추이



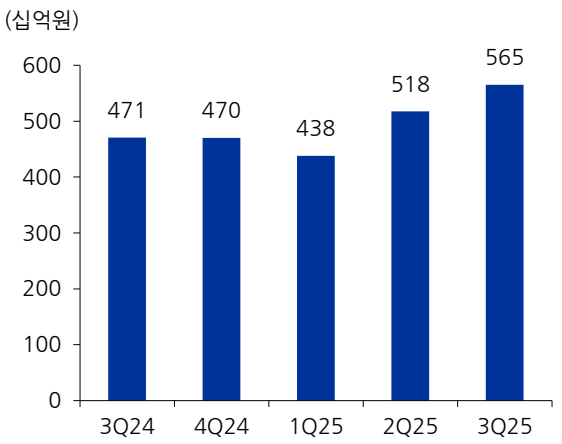
자료: 카카오, 유진투자증권

게임 매출 추이



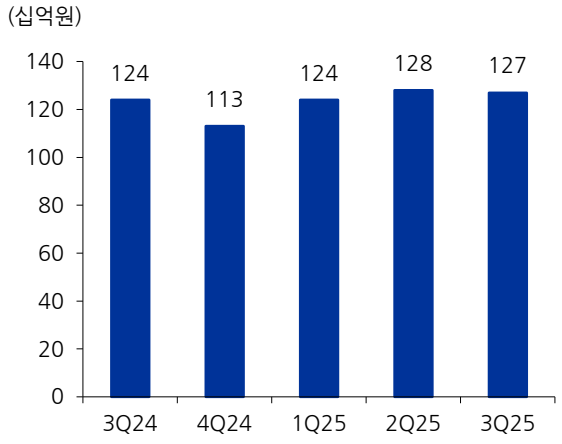
자료: 카카오, 유진투자증권

뮤직 매출 추이



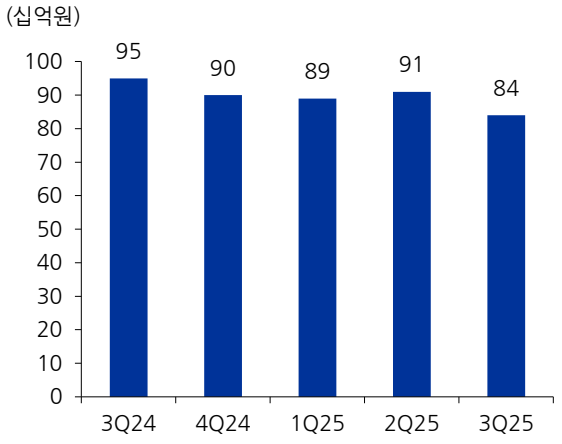
자료: 카카오, 유진투자증권

스토리-픽코마 매출 추이



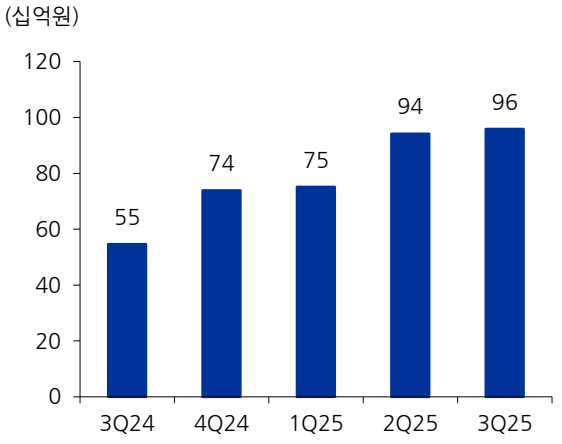
자료: 카카오, 유진투자증권

스토리-엔터테인먼트 매출 추이



자료: 카카오, 유진투자증권

미디어 매출 추이



자료: 카카오, 유진투자증권

NAVER(035420.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
자산총계	33,899	35,738	38,168	38,269	40,444
유동자산	6,440	7,028	9,375	8,427	9,689
현금성자산	3,967	4,403	7,122	5,957	7,059
매출채권	1,515	1,706	1,588	1,795	1,947
재고자산	9	15	22	26	28
비유동자산	27,459	28,710	28,793	29,842	30,754
투자자산	23,520	22,523	22,226	23,348	24,296
유형자산	2,458	2,742	2,910	3,036	3,036
기타	1,481	3,446	3,657	3,458	3,422
부채총계	10,449	11,500	11,167	9,108	9,325
유동부채	5,481	6,306	6,092	5,300	5,441
매입채무	2,935	3,873	3,866	1,533	1,663
유동성이자부채	1,647	1,465	1,105	2,634	2,634
기타	899	967	1,121	1,132	1,144
비유동부채	4,968	5,194	5,075	3,808	3,884
비유동이자부채	3,306	3,417	3,273	1,851	1,851
기타	1,662	1,777	1,801	1,957	2,033
자본총계	23,450	24,238	27,001	29,161	31,119
지배지분	22,744	23,206	25,460	27,627	29,585
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	1,556	1,243	1,423	1,467	1,467
이익잉여금	23,646	24,544	25,965	27,860	29,818
기타	(2,475)	(2,597)	(1,944)	(1,716)	(1,716)
비지배지분	706	1,032	1,541	1,534	1,534
자본총계	23,450	24,238	27,001	29,161	31,119
총차입금	4,953	4,883	4,378	4,485	4,485
순차입금	986	480	(2,744)	(1,471)	(2,573)

현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
영업현금	1,453	2,002	2,590	(151)	2,478
당기순이익	673	985	1,932	2,160	2,161
자산상각비	561	582	674	377	751
기타비현금성손익	757	744	329	(945)	(1,672)
운전자본증감	307	361	152	(2,482)	(19)
매출채권감소(증가)	(56)	43	(3)	(144)	(152)
재고자산감소(증가)	17	(2)	(13)	(1)	(2)
매입채무증가(감소)	133	347	(251)	78	130
기타	215	(27)	420	(2,416)	5
투자현금	(1,216)	(950)	(1,340)	(521)	(1,310)
단기투자자산감소	(920)	482	(1,678)	216	92
장기투자증권감소	445	534	893	98	(625)
설비투자	701	641	554	680	690
유형자산처분	12	7	32	13	0
무형자산처분	(55)	(51)	(24)	(28)	(25)
재무현금	(339)	(110)	(770)	(272)	(179)
차입금증가	(392)	(180)	(636)	(112)	0
자본증가	(152)	(34)	(512)	(161)	(179)
배당금지급	213	62	119	168	179
현금 증감	(57)	852	619	(1,024)	989
기초현금	2,781	2,724	3,576	4,196	3,172
기말현금	2,724	3,576	4,196	3,172	4,160
Gross Cash flow	1,991	2,311	2,935	2,620	2,497
Gross Investment	(11)	1,071	(490)	3,219	1,422
Free Cash Flow	2,003	1,241	3,425	(599)	1,076

손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	8,220	9,671	10,738	12,072	13,377
증가율(%)	0.0	17.6	11.0	12.4	10.8
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	8,220	9,671	10,738	12,072	13,377
판매 및 일반관리비	6,915	8,182	8,758	9,883	10,909
기타영업손익	0	18	7	13	10
영업이익	1,305	1,489	1,979	2,189	2,468
증가율(%)	0.0	14.1	32.9	10.6	12.7
EBITDA	1,866	2,071	2,653	2,566	3,219
증가율(%)	0.0	11.0	28.1	(3.3)	25.4
영업외손익	(221)	(7)	343	622	492
이자수익	107	137	194	136	48
이자비용	72	127	105	26	52
지분법손익	10	244	565	450	261
기타영업손익	(266)	(261)	(311)	63	235
세전순이익	1,084	1,481	2,322	2,811	2,960
증가율(%)	0.0	36.7	56.8	21.1	5.3
법인세비용	411	496	390	651	799
당기순이익	673	985	1,932	2,160	2,161
증가율(%)	0.0	46.3	96.1	11.8	0.0
지배주주지분	760	1,012	1,923	2,139	2,137
증가율(%)	0.0	33.2	90.0	11.2	(0.1)
비지배지분	(87)	(27)	9	21	24
EPS(원)	4,634	6,233	12,139	13,499	13,488
증가율(%)	0.0	34.5	94.7	11.2	(0.1)
수정EPS(원)	4,634	6,233	12,139	13,499	13,488
증가율(%)	0.0	34.5	94.7	11.2	(0.1)

주요투자지표

	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	4,634	6,233	12,139	13,499	13,488
BPS	138,642	142,887	160,694	174,370	186,728
DPS	914	1,205	1,130	1,130	1,130
밸류에이션(배,%)					
PER	38.3	35.9	21.4	19.3	19.3
PBR	1.3	1.6	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	16.1	17.8	14.3	15.3	11.9
배당수익율	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
PCR	14.6	15.7	14.0	15.7	16.5
수익성(%)					
영업이익율	15.9	15.4	18.4	18.1	18.4
EBITDA이익율	22.7	21.4	24.7	21.3	24.1
순이익율	8.2	10.2	18.0	17.9	16.2
ROE	3.3	4.4	7.9	8.1	7.5
ROIC	66.7	35.1	46.8	35.8	30.7
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	4.2	2.0	(10.2)	(5.0)	(8.3)
유동비율	117.5	111.5	153.9	159.0	178.1
이자보상배율	18.2	11.7	18.9	83.9	47.1
활동성 (회)					
총자산회전율	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
매출채권회전율	5.8	6.0	6.5	7.1	7.1
재고자산회전율	1,111.4	824.3	587.5	505.8	493.9
매입채무회전율	3.1	2.8	2.8	4.5	8.4

자료: 유진투자증권

카카오(035720.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
자산총계	22,964	25,180	25,773	26,761	27,561
유동자산	7,756	9,988	10,959	11,594	12,383
현금성자산	6,022	7,228	7,801	8,296	8,989
매출채권	772	1,205	1,243	1,354	1,427
재고자산	160	139	65	76	80
비유동자산	14,451	15,192	14,814	15,167	15,177
투자자산	7,464	7,998	8,309	8,434	8,776
유형자산	885	1,337	1,286	1,290	1,120
기타	6,102	5,857	5,219	5,443	5,281
부채총계	9,448	11,321	11,830	11,940	12,177
유동부채	4,768	7,564	8,633	6,180	6,299
매입채무	1,642	4,934	5,296	2,000	2,108
유동성이자부채	1,376	1,928	2,338	3,172	3,172
기타	1,750	702	999	1,009	1,019
비유동부채	3,798	3,757	3,197	3,803	3,843
비유동이자부채	2,825	2,579	2,047	2,816	2,816
기타	973	1,178	1,150	987	1,026
자본총계	13,516	13,859	13,943	14,821	15,383
지배지분	9,984	9,764	10,141	10,806	11,369
자본금	45	45	44	44	44
자본잉여금	8,116	8,840	8,911	8,825	8,825
이익잉여금	3,031	1,922	1,943	2,493	3,055
기타	(1,209)	(1,043)	(758)	(556)	(556)
비지배지분	3,532	4,095	3,802	4,015	4,015
자본총계	13,516	13,859	13,943	14,821	15,383
총차입금	4,200	4,507	4,385	5,988	5,988
순차입금	(1,821)	(2,720)	(3,416)	(2,308)	(3,001)

현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
영업현금	678	1,341	1,250	1,639	1,533
당기순이익	1,067	(1,817)	(162)	707	740
자산상각비	581	761	835	893	852
기타비현금성손익	(455)	2,240	627	(417)	(188)
운전자본증감	(460)	248	(4)	93	22
매출채권감소(증가)	(69)	(108)	(20)	(69)	(73)
재고자산감소(증가)	(73)	43	0	(3)	(4)
매입채무증가(감소)	64	418	(27)	(33)	108
기타	(382)	(105)	43	198	(9)
투자현금	(1,574)	(1,780)	10	(975)	(889)
단기투자자산감소	(75)	227	415	(308)	(80)
장기투자증권감소	21	(9)	(1)	(110)	(174)
설비투자	453	575	380	381	409
유형자산처분	14	14	32	8	0
무형자산처분	(91)	(135)	(87)	(91)	(111)
재무현금	412	1,020	(521)	(494)	(30)
차입금증가	265	(75)	(390)	(388)	0
자본증가	50	(20)	(21)	(13)	(30)
배당금지급	23	55	43	30	30
현금 증감	(490)	553	756	187	613
기초현금	5,326	4,836	5,389	6,145	6,332
기말현금	4,836	5,389	6,145	6,332	6,946
Gross Cash flow	1,193	1,184	1,300	1,561	1,510
Gross Investment	1,960	1,759	409	575	787
Free Cash Flow	(766)	(575)	892	987	723

손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	6,799	7,557	7,872	8,087	8,477
증가율(%)	0.0	11.2	4.2	2.7	4.8
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	6,799	7,557	7,872	8,087	8,477
판매 및 일반관리비	6,229	7,096	7,411	7,416	7,698
기타영업손익	0	14	4	0	4
영업이익	569	461	460	671	779
증가율(%)	0.0	(19.1)	(0.1)	45.8	16.2
EBITDA	1,151	1,222	1,296	1,564	1,631
증가율(%)	0.0	6.1	6.1	20.7	4.3
영업외손익	700	(2,109)	(463)	159	136
이자수익	179	220	253	195	128
이자비용	110	163	204	107	92
지분법손익	1,603	(135)	13	89	53
기타영업손익	(973)	(2,031)	(524)	(18)	47
세전순이익	1,269	(1,648)	(3)	830	915
증가율(%)	0.0	적전	적지	흑전	10.3
법인세비용	202	168	159	123	175
당기순이익	1,067	(1,817)	(162)	707	740
증가율(%)	0.0	적전	적지	흑전	4.7
지배주주지분	1,358	(1,013)	55	564	592
증가율(%)	0.0	적전	흑전	921.2	4.9
비지배지분	(291)	(804)	(217)	142	148
EPS(원)	3,049	(2,276)	125	1,277	1,340
증가율(%)	0.0	적전	흑전	925.0	4.9
수정EPS(원)	3,049	(2,276)	125	1,277	1,340
증가율(%)	0.0	적전	흑전	925.0	4.9

주요투자지표

	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	3,049	(2,276)	125	1,277	1,340
BPS	22,414	21,948	22,858	24,448	25,720
DPS	60	61	68	70	70
밸류에이션(배,%)					
PER	17.4	n/a	500.0	48.8	46.5
PBR	2.4	2.5	2.7	2.5	2.4
EV/EBITDA	19.0	17.5	18.6	16.1	15.1
배당수익율	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
PCR	19.8	20.4	21.3	17.6	18.2
수익성(%)					
영업이익율	8.4	6.1	5.8	8.3	9.2
EBITDA이익율	16.9	16.2	16.5	19.3	19.2
순이익율	15.7	(24.0)	(2.1)	8.7	8.7
ROE	13.6	(10.3)	0.6	5.4	5.3
ROIC	7.4	5.1	6.1	8.3	7.2
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	(13.5)	(19.6)	(24.5)	(15.6)	(19.5)
유동비율	162.7	132.0	126.9	187.6	196.6
이자보상배율	5.2	2.8	2.3	6.3	8.5
활동성 (회)					
총자산회전율	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
매출채권회전율	9.5	7.6	6.4	6.2	6.1
재고자산회전율	53.9	50.6	77.3	115.2	109.2
매입채무회전율	4.3	2.3	1.5	2.2	4.1

자료: 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다 . 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다. 동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. . 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

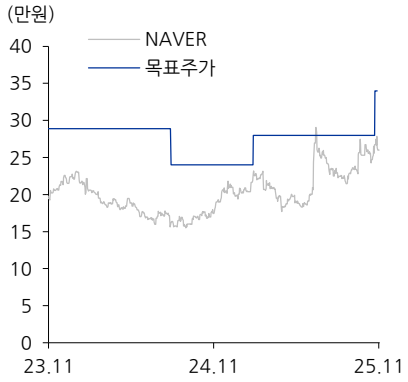
종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)		당사 투자의견 비율 (%)
· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	97%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2025.09.30 기준)

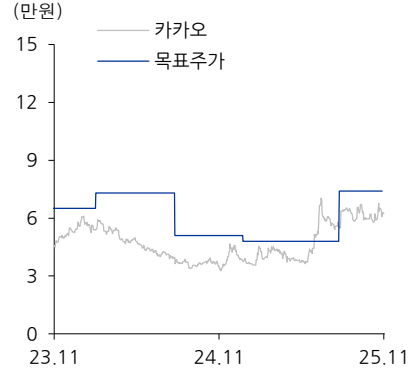
과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균 주가대비	괴리율(%) 최고(최저) 주가 대비
2023-11-22	Buy	289,000	1년	-33.7	-19.9
2024-01-04	Buy	289,000	1년	-35.2	-19.9
2024-01-12	Buy	289,000	1년	-35.8	-20.4
2024-02-05	Buy	289,000	1년	-37.2	-28.7
2024-02-07	Buy	289,000	1년	-37.3	-28.7
2024-04-05	Buy	289,000	1년	-39.3	-32.6
2024-04-11	Buy	289,000	1년	-39.4	-32.6
2024-05-07	Buy	289,000	1년	-40.2	-33.9
2024-05-14	Buy	289,000	1년	-40.6	-34.8
2024-05-30	Buy	289,000	1년	-41.3	-38.4
2024-08-12	Buy	240,000	1년	-22.7	-3.3
2024-10-10	Buy	240,000	1년	-18.5	-3.3
2024-11-11	Buy	240,000	1년	-14.9	-3.3
2024-11-20	Buy	240,000	1년	-14.0	-3.3
2025-01-09	Buy	240,000	1년	-12.0	-3.3
2025-02-10	Buy	280,000	1년	-20.3	3.8
2025-03-19	Buy	280,000	1년	-19.9	3.8
2025-05-12	Buy	280,000	1년	-16.7	3.8
2025-08-11	Buy	280,000	1년	-13.7	-0.5
2025-10-02	Buy	280,000	1년	-7.3	-0.5
2025-11-06	Buy	340,000	1년	-23.5	-23.5
2025-11-11	Buy	340,000	1년		

NAVER(035420.KS) 주가 및 목표주가 추이
담당 애널리스트: 정의훈



과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균 주가대비	괴리율(%) 최고(최저) 주가 대비
2023-11-22	Buy	65,000	1년	-16.1	-6.0
2024-01-12	Buy	65,000	1년	-13.8	-6.0
2024-02-16	Buy	73,000	1년	-35.9	-19.6
2024-03-14	Buy	73,000	1년	-38.0	-24.8
2024-04-04	Buy	73,000	1년	-39.9	-31.8
2024-05-10	Buy	73,000	1년	-42.1	-35.6
2024-05-30	Buy	73,000	1년	-43.3	-38.9
2024-08-09	Buy	51,000	1년	-26.1	-8.6
2024-10-11	Buy	51,000	1년	-24.2	-8.6
2024-11-08	Buy	51,000	1년	-22.7	-8.6
2025-01-07	Buy	48,000	1년	-5.0	46.7
2025-02-14	Buy	48,000	1년	-2.1	46.7
2025-03-19	Buy	48,000	1년	0.1	46.7
2025-05-09	Buy	48,000	1년	9.5	46.7
2025-08-08	Buy	74,000	1년	-16.0	-8.5
2025-09-24	Buy	74,000	1년	-17.2	-8.5
2025-10-29	Buy	74,000	1년	-14.4	-12.0
2025-11-10	Buy	74,000	1년		
2025-11-11	Buy	74,000	1년		

카카오(035720.KS) 주가 및 목표주가 추이
담당 애널리스트: 정의훈