

2025년 7월 9일 | Earnings Preview

Overweight

Top Picks 및 관심종목

*CP 2025년 7월 9일

NAVER (035420)

BUY | TP 320,000원 | CP 258,000원

카카오 (035720)

BUY | TP 70,000원(상향) | CP 60,800원

인터넷

뜨거웠던 초여름, 이제부터는 옥석 가리기

2분기, 평이한 실적

2분기 광고 업황은 1분기와 유사한 수준으로 예상한다. 관세 등 불확실성 속에 상반기까지 광고 경기의 반등은 확인되지 않았다. 커머스 업황도 지난 1분기와 크게 다르지 않다. 4~5월 국내 온라인 커머스 거래액(GMV)은 전년 대비 +2% 성장에 그쳤다. NAVER/카카오 모두 이를 상회하는 +4%/+4% 성장 예상한다. 광고/커머스 모두 하반기 개선을 전망한다. 정치적 불확실성 해소, 내수 부양책의 영향이다. NAVER는 6월 2일 스마트 스토어 수수료 인상을 진행했다. 증개 및 판매 매출은 4,394억원(+12.2%YoY, +3.6%QoQ)으로 추정한다. Take rate 증가가 1개월분 반영된 영향이며 하반기 이익 성장의 주요 요인으로 작용할 전망이다.

NAVER/카카오 컨센서스 부합 예상

2분기 영업이익은 NAVER/카카오 5,297억원/1,277억원으로 양 사 모두 컨센서스에 부합할 전망이다. 2분기 NAVER의 광고 매출(SA, DA, 커머스 광고) 성장은 +8.9%, 카카오의 광고 매출(특비즈 광고형, 호텔비즈) 성장은 -0.2%로 추정한다. 카카오톡 개편 이전까지는 광고 부문 성장을 격차 지속될 전망이다. 웹툰은 일본 골든 위크 영향으로 상대적 성수기에 속하나 국내 웹툰 시장의 둔화로 유의미한 성장을 기대하기 힘들다. 카카오는 자회사 에스엠이 PPA 상각을 제외하고 약 200억원의 이익 기여를 할 것으로 예상되어 긍정적이다. 다만 그 외 게임, 엔터, 미디어 제작사의 반전은 여전히 확인되지 않고 있으며 단기간에 기대하긴 어렵다. 2025년 영업이익은 NAVER 2조 3,149억원(+17.0%YoY), 카카오 5,201억원(+13.0%YoY)으로 전망한다.

내수 확장 가능성에 따른 멀티플 아웃퍼폼 구간

네이버/카카오는 6월 동안 최고점 기준 +54.9%/+64.9% 상승을 시현하며 뜨거운 한 달을 보냈다. 이들을 제외하고도 중소형 소프트웨어, PC 기업의 주가 상승도 컸다. 새 정부의 AI 정책, 스테이블 코인 제도화 기대감이 반영되었기 때문이라고 해석한다. 아직까지 AI 에이전트 시대에 걸맞은 서비스를 내놓지 못하고 있지만 연내 출시를 목표로 하고 있기에 시장은 잠시 눈감아 주는 모습이다. 글로벌 빅테크 대비 높은 밸류에이션(12MF PER 기준 알파벳 18배, 메타 26배, 알리바바 11배)에서의 주가 형성 여전히 부담으로 작용한다. 분명히 현 시기는 분명 콘텐츠, 커머스 중심의 확장성을 인정받았던 2021년~2022년과 다르다. 다만 AI, 스테이블 코인 정책의 방향성에서 전 국민 대상으로 검색/메신저를 포함한 B2C 서비스를 제공하고 있는 양 사를 배제하기는 어렵다는 사실은 분명하다. 따라서 글로벌 Peer 대비 높은 멀티플을 받을 수 있는 환경은 충분히 조성되었다고 판단한다. 정책이 구체화되면서 국내 빅테크를 중심으로 옥석이 가려질 시기가 다가오고 있다. 플랫폼 법에 대한 우려도 나타날 수 있으나 관세 카드를 쥐고 있는 미국이 되려 국가별 플랫폼 규제 완화를 요구하고 있어 실제 영향은 제한적일 것으로 전망한다. 1) AI 정책(소버린 AI, 데이터센터), 2) 스테이블 코인에 강점을 가지고 있고 3) 실적 안정성까지 갖춘 NAVER를 TOP PICK으로 유지한다.



Analyst 이준호 junholee95@hanafn.com

하나증권 리서치센터

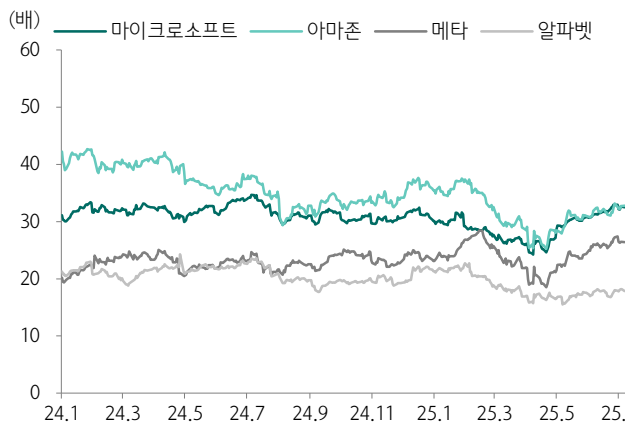
1. NAVER, 카카오 2Q25 Preview

(단위: 십억원, %)

종목	항목	2Q25F	2Q24	1Q25	YoY(%)	QoQ(%)	컨센서스	차이(%)
NAVER	영업수익	2,873.5	2,610.5	2,786.8	10.1	3.1	2,898.0	(0.8)
	영업이익	529.7	472.7	505.3	12.1	4.8	531.2	(0.3)
	당기순이익	424.2	332.1	423.7	27.8	0.1	419.6	1.1
	영업이익률(%)	18.4	18.1	18.1			18.3	
	당기순이익률(%)	14.8	12.7	15.2			14.5	
카카오	영업수익	1,922.7	2,004.9	1,863.7	(4.1)	3.2	1,947.9	(1.3)
	영업이익	127.7	134.0	105.4	(4.7)	21.2	126.1	1.3
	당기순이익	126.8	87.1	191.3	45.5	(33.7)	119.7	5.9
	영업이익률(%)	6.6	6.7	5.7			6.5	
	당기순이익률(%)	6.6	4.3	10.3			6.1	

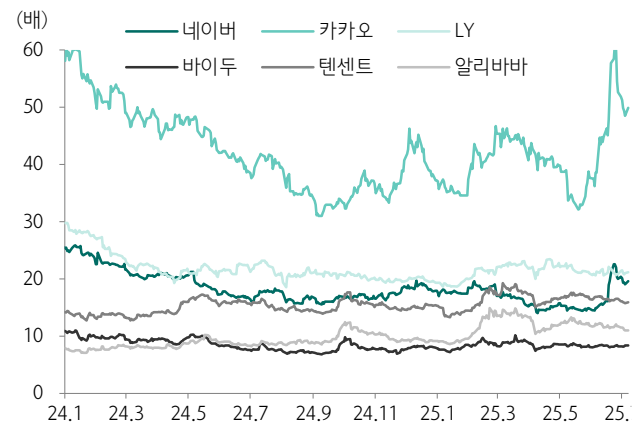
자료: 하나증권

도표 2. 2024년 이후 미국 빅테크 12MF PER 추이



자료: Fnguide, 하나증권

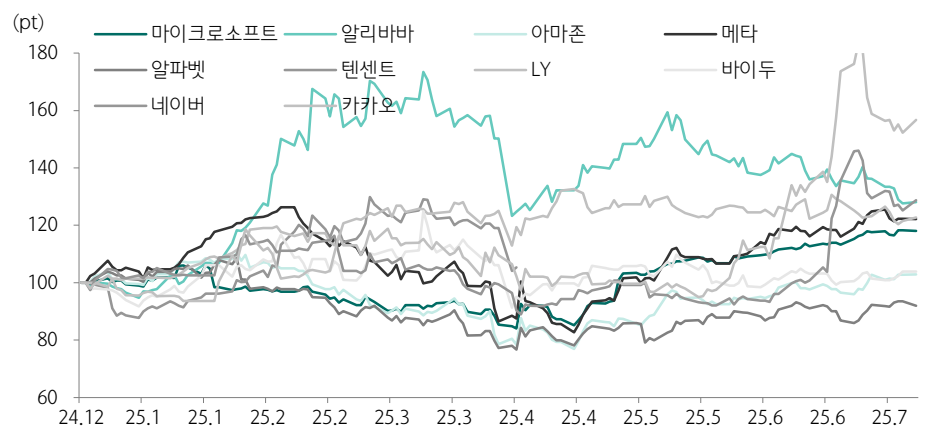
도표 3. 2024년 이후 아시아 빅테크 12MF PER 추이



자료: Fnguide, 하나증권

도표 4. 글로벌 빅테크 YTD

네이버 +28.7%,
카카오 +56.7%

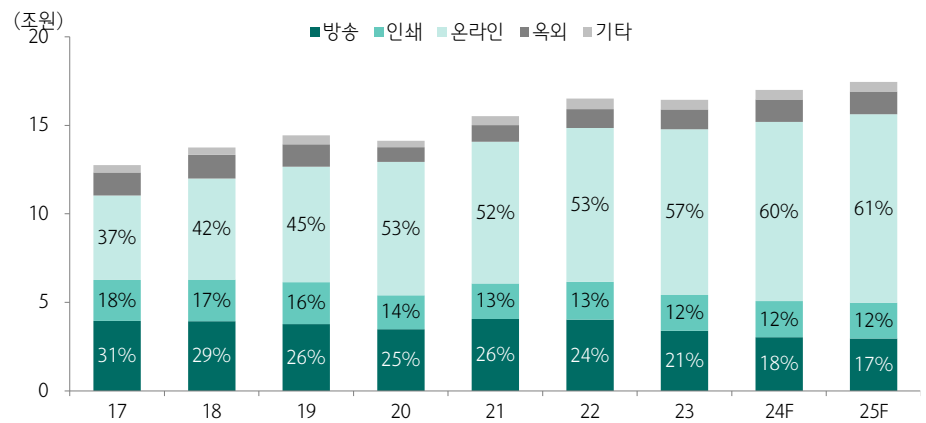


주: 12/30 100pt 기준

자료: Fnguide, 하나증권

도표 5. 국내 주요 매체별 광고비 변화 추이

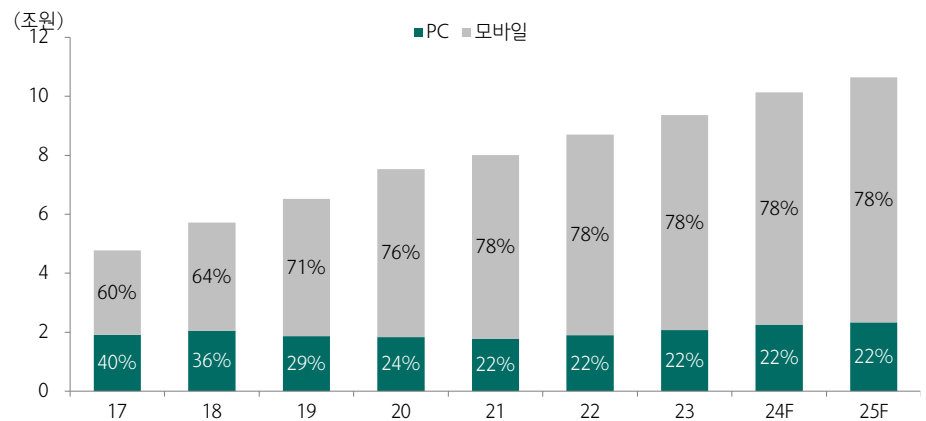
온라인 광고 비중 증가



자료: KOBACO, 하나증권

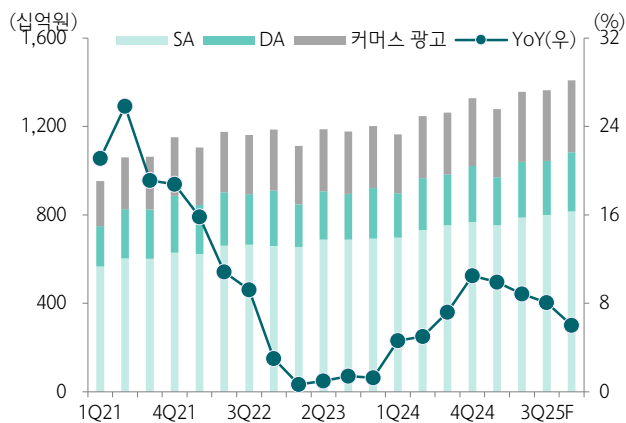
도표 6. 국내 온라인 광고비 변화 추이

온라인 내에서도 모바일
광고 중심 성장



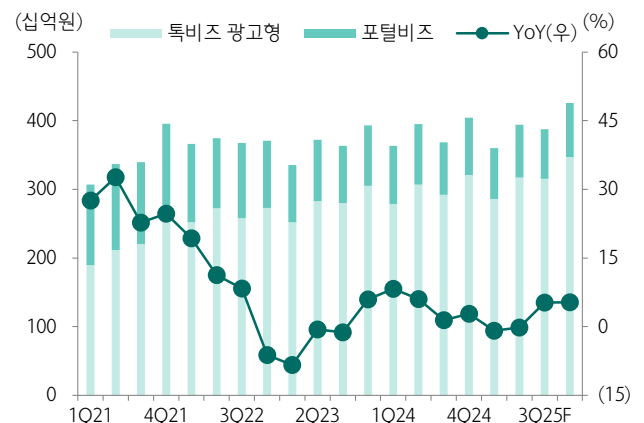
자료: KOBACO, 하나증권

도표 7. NAVER 광고 매출 추이



자료: 하나증권

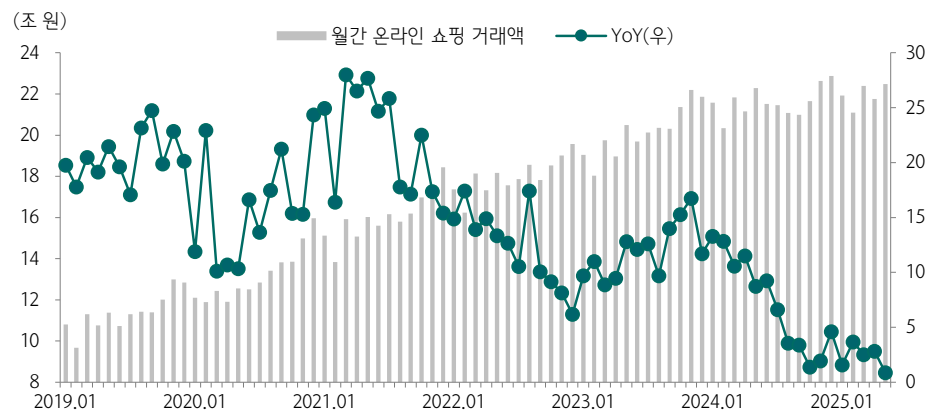
도표 8. 카카오 광고 매출 추이



자료: 하나증권

도표 9. 월간 국내 온라인 쇼핑 거래액 추이

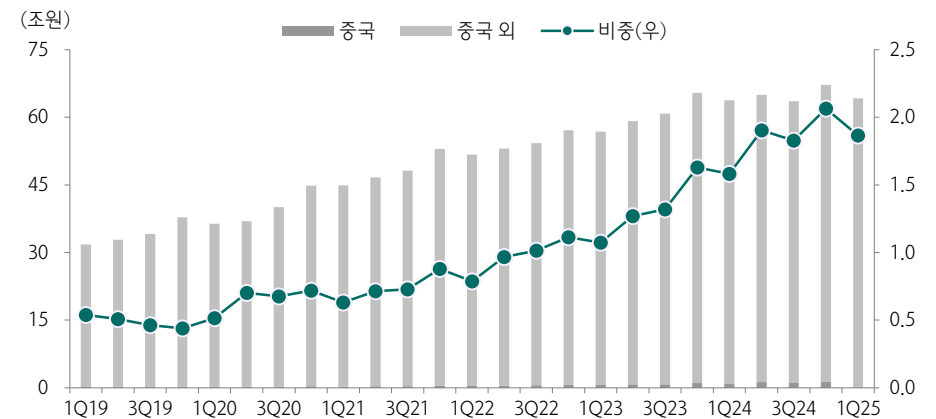
2025년 4~5월 누적
+1.8%YoY



자료: 통계청, 하나증권

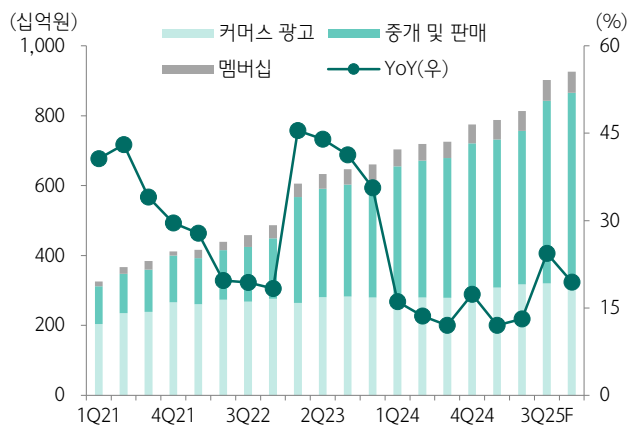
도표 10. 분기별 국내 온라인 쇼핑 중국 직구액 비중 추이

2025년 1분기 기준 1.9%



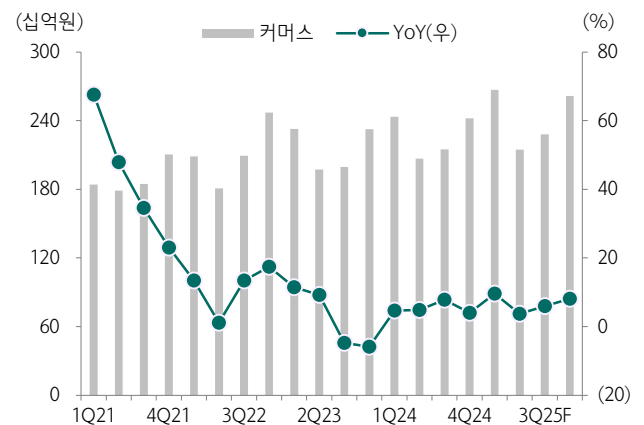
자료: 통계청, 하나증권

도표 11. NAVER 커머스 매출 추이



자료: 하나증권

도표 12. 카카오 커머스 매출 추이



자료: 하나증권

NAVER: 2분기 영업이익 5,297억원 예상. TOP PICK 유지

컨센서스 부합 전망

2분기 연결 기준 영업수익 2조 8,735억원(+10.1%YoY, +3.1%QoQ) 영업이익 5,297억원(+12.1%YoY, +4.8%QoQ, OPM 18.4%)으로 컨센서스 부합할 전망이다. 2분기 서치플랫폼 매출액은 1조 648억원(+18.8%YoY, +5.2%QoQ), 커머스 매출액은 8,135억원(+13.1%YoY, +3.3%QoQ)으로 추정한다. 2분기 광고 매출(SA, DA, 커머스 광고)은 1조 3,567억원(+8.9%YoY)로 시장 대비 높은 성장을 전망한다. AdVoost의 도입으로 최적화가 진행, 기존 광고의 경계가 허물어지고 있어 광고 매출로 묶어서 봐야 성장 추이를 정확하게 판단할 수 있다. 네이버는 6월 2일 스마트 스토어 수수료 인상을 진행했다. 중개 및 판매 매출은 4,394억원(+12.2%YoY, +3.6%QoQ)으로 추정한다. Take rate 증가가 1개월분 반영된 영향이며 하반기 이익 성장의 주요 요인으로 작용할 전망이다.

2025년 연결 기준 영업 수익 11조 7,978억원(+9.9%YoY), 영업이익 2조 3,149억원(+17.0%YoY) 전망한다. 별도 앱 출시에 따른 인력 채용, 마케팅 비용 집행을 선제적으로 반영했으며, 실제 거래액 반등이 동반될 경우 인상된 Take rate을 바탕으로 추정치 상향 가능하다. 2026년에는 수수료 인상 효과가 온기 반영되기에 실적 안정성이 높다.

하반기도 긍정적

6월 AI 정책(소버린 AI, 데이터센터), 2) 스테이블 코인 제도화로 빅테크, 중소형 소프트웨어, PG 기업이 모두 높은 주가 상승을 시현했다. 향후 정책이 구체화되면서 국내 빅테크를 중심으로 옥석이 가려질 시기가 다가올 것이다. 네이버의 경쟁력이 부각될 수 있다. 또한 국내 AI 에이전트 시장에서 네이버가 압도적인 개인화 데이터를 바탕으로 우위를 점할 가능성이 높다. B2C AI 에이전트의 대중화는 B2B 대비 시간이 필요하고, 그 사이 AI 모델은 유의미한 서비스가 가능한 수준까지 상향 평준화될 전망이다. 결국 사용자에게 맞춤형 서비스를 능동적으로 제공하는 서비스가 경쟁력을 가질 수 있으며 개인화 데이터의 가치가 부각될 수 밖에 없다. 연내 쇼퓨 AI 에이전트 출시 이후 2026년부터 검색, 금융을 시작으로 버티컬 AI 에이전트 출시 예상한다. 향후 통합 에이전트로 구축할 예정으로 국내에서 높은 점유율 가져갈 수 있다고 판단한다.

도표 1. 2Q25 Preview

(단위: 십억원, %)

항목	2Q25F	2Q24	1Q25	YoY(%)	QoQ(%)	컨센서스	차이(%)
영업수익	2,873.5	2,610.5	2,786.8	10.1	3.1	2,898.0	(0.8)
영업이익	529.7	472.7	505.3	12.1	4.8	531.2	(0.3)
당기순이익	424.2	332.1	423.7	27.8	0.1	419.6	1.1
영업이익률(%)	18.4	18.1	18.1			18.3	
당기순이익률(%)	14.8	12.7	15.2			14.5	

자료: 하나증권

도표 2. NAVER 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
영업수익	2,526.1	2,610.5	2,715.6	2,885.6	2,786.8	2,873.5	3,018.9	3,118.6	10,737.7	11,797.8	12,682.2
YoY(%)	10.8	8.4	11.1	13.7	10.3	10.1	11.2	8.1	11.0	9.9	7.5
서치플랫폼	905.4	978.4	997.7	1,064.7	1,012.7	1,064.8	1,068.1	1,106.6	3,946.2	4,252.1	4,466.9
YoY(%)	6.3	7.5	11.0	14.7	11.9	8.8	7.1	3.9	9.9	7.8	5.1
검색	696.4	731.4	753.3	768.4	753.7	788.5	799.8	815.8	2,949.5	3,157.8	3,352.5
디스플레이	202.4	235.0	229.5	252.0	217.2	251.2	243.7	267.5	918.9	979.6	1,048.2
기타 서비스	6.5	12.1	14.8	44.3	41.8	25.1	24.6	23.3	77.7	114.8	66.3
커머스	703.4	719.0	725.4	775.1	787.9	813.5	902.1	925.9	2,923.0	3,429.4	3,808.2
YoY(%)	16.1	13.6	12.0	17.4	12.0	13.1	24.4	19.5	14.8	17.3	11.0
커머스 광고	264.9	280.2	279.2	307.8	308.3	317.1	320.5	324.8	1,132.0	1,270.6	1,359.6
중개 및 판매	390.5	391.5	400.0	413.8	424.2	439.4	522.8	541.1	1,595.7	1,927.4	2,196.3
멤버십	48.0	47.4	46.2	53.6	55.5	57.1	58.8	60.0	195.2	231.4	252.3
핀테크	353.9	368.5	385.1	400.9	392.7	410.0	417.8	434.9	1,508.4	1,655.4	1,795.8
YoY(%)	11.2	8.5	13.0	12.6	11.0	11.3	8.5	8.5	11.3	9.7	8.5
콘텐츠	446.3	420.0	462.8	467.3	459.3	441.6	481.1	488.9	1,796.4	1,870.8	1,948.8
YoY(%)	8.5	(0.1)	6.4	0.2	2.9	5.1	4.0	4.6	3.7	4.1	4.2
웹툰	394.6	382.9	424.0	427.9	422.7	406.6	444.8	448.9	1,629.3	1,722.9	1,803.0
스노우	35.5	22.3	21.1	25.8	23.5	22.9	22.2	26.8	104.7	95.4	94.9
기타(뮤직 등)	16.2	14.8	17.6	13.7	13.1	12.0	14.1	13.3	62.4	52.5	50.9
엔터프라이즈	117.0	124.6	144.6	177.6	134.2	143.6	150.0	162.2	563.7	590.0	662.5
YoY(%)	25.5	19.2	17.0	41.1	14.7	15.3	3.7	(8.6)	26.1	4.7	12.3
B2B(NCP/웍스)	111.3	118.2	123.1	126.9	119.7	127.2	130.6	141.2	479.5	518.6	576.8
기타(클로바/랩스 등)	5.7	6.4	21.5	50.6	14.5	16.5	19.4	21.0	84.3	71.4	85.7
영업비용	2,086.8	2,137.8	2,190.3	2,343.6	2,281.5	2,343.8	2,405.9	2,451.8	8,758.5	9,482.9	10,071.2
YoY(%)	7.0	5.0	6.1	10.0	9.3	9.6	9.8	4.6	7.0	8.3	6.2
개발/운영비용	636.0	682.7	656.9	688.9	687.7	701.4	711.5	701.6	2,664.4	2,802.3	2,973.3
파트너	913.5	916.6	938.0	1,021.9	974.2	1,009.0	1,042.8	1,077.2	3,789.9	4,103.1	4,351.6
인프라	169.9	171.7	178.1	185.1	189.3	193.2	205.1	211.8	704.8	799.4	861.4
마케팅	367.5	366.8	417.3	447.7	430.2	440.2	446.6	461.1	1,599.4	1,778.1	1,884.8
영업이익	439.3	472.7	525.3	542.0	505.3	529.7	613.0	666.8	1,979.3	2,314.9	2,611.0
YoY(%)	32.9	26.8	38.2	33.7	15.0	12.1	16.7	23.0	32.9	17.0	12.8
영업이익률(%)	17.4	18.1	19.3	18.8	18.1	18.4	20.3	21.4	18.4	19.6	20.6
당기순이익	555.8	332.1	530.1	514.0	423.7	424.2	490.1	589.1	1,932.0	1,927.0	2,065.3
YoY(%)	1,173.2	0.2	48.8	72.2	(23.8)	0.3	(7.5)	14.6	96.1	(0.3)	7.2
당기순이익률(%)	22.0	12.7	19.5	17.8	15.2	14.8	16.2	18.9	18.0	16.3	16.3
지배주주지분 순이익	510.6	338.4	520.4	553.9	424.8	425.4	481.1	604.3	1,923.2	1,935.6	2,056.6
비지배주주지분 순이익	45.2	(6.3)	9.7	(39.9)	(1.2)	(1.2)	9.0	(15.2)	8.7	(8.6)	8.7

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

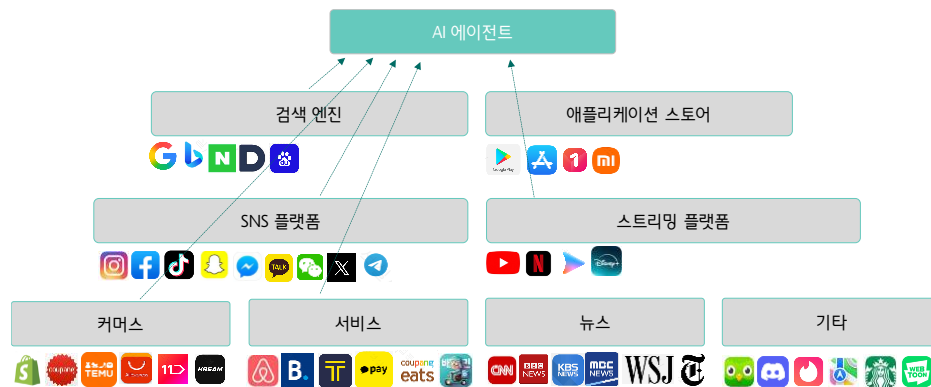
도표 5. API 제공 사업자 수익 구조 예상

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

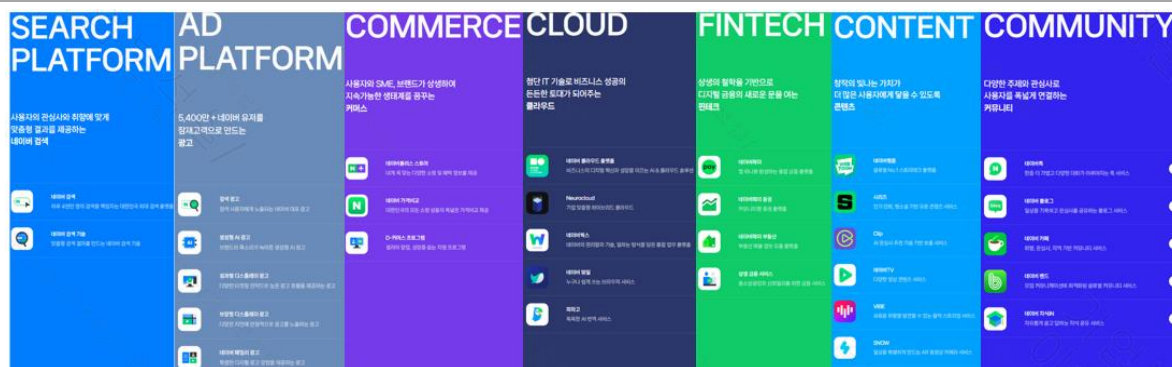
도표 6. AI 에이전트 내재화 시도

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	11,797.8	12,682.2	13,540.5
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	9,670.6	10,737.7	11,797.8	12,682.2	13,540.5
판매비	8,181.8	8,758.5	9,482.9	10,071.2	10,718.6
영업이익	1,488.8	1,979.3	2,314.9	2,611.0	2,821.9
금융손익	(79.5)	54.3	141.0	(94.1)	(64.4)
종속/관계기업손익	266.5	144.5	233.6	294.4	294.4
기타영업외손익	(194.5)	144.1	(182.0)	(163.5)	(124.6)
세전이익	1,481.4	2,322.2	2,507.5	2,647.8	2,927.3
법인세	496.4	390.2	580.5	582.5	644.0
계속사업이익	985.0	1,932.0	1,927.0	2,065.3	2,283.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	985.0	1,932.0	1,927.0	2,065.3	2,283.3
비지배주주지분 손이익	(27.3)	8.7	(8.6)	8.7	9.9
지배주주순이익	1,012.3	1,923.2	1,935.6	2,056.6	2,273.4
지배주주지분포괄이익	748.8	2,561.2	2,621.6	2,047.4	2,263.6
NOPAT	990.0	1,646.7	1,779.0	2,036.6	2,201.1
EBITDA	2,071.2	2,652.8	2,314.9	2,611.0	2,821.9
성장성(%)					
매출액증가율	17.65	11.03	9.87	7.50	6.77
NOPAT증가율	22.16	66.33	8.03	14.48	8.08
EBITDA증가율	11.02	28.08	(12.74)	12.79	8.08
영업이익증가율	14.11	32.95	16.96	12.79	8.08
(지배주주)순이익증가율	33.14	89.98	0.64	6.25	10.54
EPS증가율	33.36	92.77	2.55	6.25	10.55
수익성(%)					
매출총이익률	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
EBITDA이익률	21.42	24.71	19.62	20.59	20.84
영업이익률	15.40	18.43	19.62	20.59	20.84
계속사업이익률	10.19	17.99	16.33	16.29	16.86

투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	6,180	11,913	12,217	12,980	14,349
BPS	148,137	166,221	182,086	194,002	207,286
CFPS	14,111	18,180	14,437	15,244	16,820
EBITDAPS	12,644	16,432	14,611	16,480	17,811
SPS	59,039	66,511	74,464	80,046	85,463
DPS	1,205	1,130	1,130	1,130	1,130
주가지표(배)					

대차대조표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	7,028.1	9,374.9	10,961.9	12,088.8	13,416.7
금융자산	5,100.7	7,535.1	8,972.5	9,971.1	11,167.9
현금성자산	3,576.5	4,195.5	5,432.8	6,225.7	7,212.1
매출채권	491.4	478.0	516.6	550.2	584.6
재고자산	14.8	21.7	23.5	25.0	26.6
기타유동자산	1,421.2	1,340.1	1,449.3	1,542.5	1,637.6
비유동자산	28,709.8	28,793.0	30,401.9	31,636.9	32,899.3
투자자산	21,231.1	20,910.2	22,494.4	23,729.4	24,991.8
금융자산	3,642.3	3,504.0	3,683.0	3,694.3	3,705.8
유형자산	2,741.6	2,909.6	2,919.9	2,919.9	2,919.9
무형자산	3,445.6	3,657.2	3,673.4	3,673.4	3,673.4
기타비유동자산	1,291.5	1,316.0	1,314.2	1,314.2	1,314.2
자산총계	35,737.8	38,167.9	41,363.8	43,725.8	46,316.1
유동부채	6,305.6	6,092.2	8,210.6	8,549.3	8,895.6
금융부채	1,465.5	1,104.9	2,760.5	2,775.2	2,790.2
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동부채	4,840.1	4,987.3	5,450.1	5,774.1	6,105.4
비유동부채	5,194.3	5,074.8	3,620.2	3,746.9	3,876.3
금융부채	3,417.5	3,273.4	1,673.3	1,673.3	1,673.3
기타비유동부채	1,776.8	1,801.4	1,946.9	2,073.6	2,203.0
부채총계	11,499.8	11,167.0	11,830.8	12,296.2	12,771.9
지배주주지분	23,206.0	25,459.9	27,973.6	29,861.5	31,966.2
자본금	16.5	16.5	16.5	16.5	16.5
자본잉여금	1,242.6	1,422.7	1,459.5	1,459.5	1,459.5
자본조정	(607.3)	(638.5)	(634.3)	(634.3)	(634.3)
기타포괄이익누계액	(1,990.2)	(1,305.7)	(586.1)	(586.1)	(586.1)
이익잉여금	24,544.4	25,965.0	27,718.0	29,605.9	31,710.6
비지배주주지분	1,032.0	1,541.0	1,559.4	1,568.1	1,578.0
자본총계	24,238.0	27,000.9	29,533.0	31,429.6	33,544.2
순금융부채	(217.8)	(3,156.8)	(4,538.6)	(5,522.6)	(6,704.4)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	2,002.2	2,589.9	2,905.5	2,453.2	2,679.1
당기순이익	985.0	1,932.0	1,927.0	2,065.3	2,283.3
조정	656.4	505.6	97.8	31.8	31.8
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	245.0	326.2	326.2
영업활동 자산부채변동	360.8	152.3	880.7	356.1	364.0

카카오: 2분기 영업이익 1,277억원 예상. 높아진 카톡 개편 기대감

컨센서스 부합 전망

2분기 연결 기준 영업수익 1조 9,227억원(-4.1%YoY, +3.2%QoQ), 영업이익 1,277억원(-4.7%YoY, +21.2%QoQ)으로 컨센서스에 부합할 전망이다. 카카오톡 개편은 하반기 예정이고 콘텐츠 부문의 부진은 지속되기에 실적 부진이 이어지는 모습이다. 2분기 플랫폼 부문 매출액은 1조 34억원(+5.0%YoY, +1.0%QoQ), 특비즈 매출액은 5,319억원(+3.5%YoY, -3.9%QoQ)으로 추정한다. 비즈니스 메시지는 여전히 두 자릿 수 성장 기록할 전망이다. DA는 전년 수준을 전망한다. 자회사에서는 모빌리티가 1분기 부진을 딛고 성장세 회복이 예상되며 자회사 에스엠이 PPA 상각을 제외하고 약 200억원의 이익 기여를 할 것으로 추정되어 긍정적이다

1) 피드형 발견 지면,

2) 구독형 AI 서비스

3) AI 에이전트

출시 예정

카카오는 카카오톡, 시라는 핵심 사업에 집중하고 있다. 마케팅 비용을 효율화하고 있는 현 상황에서 콘텐츠 부문의 반등을 단기간에 기대하기 어렵기에 하반기 예정된 카카오톡 개편의 중요성은 시점이 가까워질수록 높아지고 있다. 하나증권은 5월 28일자 「카카오: 하반기 카카오톡 개편, 통합 에이전트 성과가 중요」 리포트를 통해 카카오가 AI 에이전트 시장에서 경쟁력을 갖추기 위한 조건으로 1) 카나나 활성화, 2) 발견형 지면 트래픽 확보하고 3) AI 에이전트 시장을 선점을 제시했다. 연내 AI 에이전트 출시가 계획대로 진행된다면 우선 시장 선점은 가능하다. 다만 5월 8일 CBT를 시작한 카나나가 2개월이 지난 현재까지는 유의미한 사용자를 확보하지 못한 것으로 파악된다. 개인화 데이터 확보를 위해 피드형 발견 지면의 활성화가 더욱 중요해졌다.

2025년 연결 기준 영업 수익 7조 8,507억원(-0.5%YoY), 영업이익 5,201억원(+13.0%YoY)으로 추정한다. 하반기 피드형 발견 지면 도입에 광고 지면 증가를 선제적으로 반영했다. 과거 ‘평’, ‘카카오 스토리’ 등 SNS 기능에서 유의미한 성장을 확인하지 못한 만큼, 기존 서비스와 완전히 차별점을 갖춰야 트래픽 활성화, 광고 실적 기여 가능하다.

목표주가 70,000원으로 상향

투자이건 Buy를 유지하고 목표주가를 70,000원으로 상향한다. 상장 자회사들의 주가 상승 반영하고 할인율 조정한 영향이다. 카카오는 최근 자회사들과 동시에 정책 기대감을 받으며 높은 상승을 시현했다. 현재 기업 가치에서 본업 외 가치의 비중이 높아져 있기에 변동성 확대를 감안한 투자가 필요한 시점이다. 새 정부의 AI 정책, 스테이블 코인 제도화 향후 정책이 구체화되면서 국내 빅테크를 중심으로 실제 수혜가 확인될 것이다. 카카오는 전 국민 대상으로 메신저를 포함한 B2C 서비스를 제공하고 있어 충분히 경쟁력이 있다.

도표 1. 2Q25 Preview

(단위: 십억원, %)

항목	2Q25F	2Q24	1Q25	YoY(%)	QoQ(%)	컨센서스	차이(%)
영업수익	1,922.7	2,004.9	1,863.7	(4.1)	3.2	1,947.9	(1.3)
영업이익	127.7	134.0	105.4	(4.7)	21.2	126.1	1.3
당기순이익	126.8	87.1	191.3	45.5	(33.7)	119.7	5.9
영업이익률(%)	6.6	6.7	5.7			6.5	
당기순이익률(%)	6.6	4.3	10.3			6.1	

자료: 하나증권

도표 2. 카카오 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
영업수익	1,988.4	2,004.9	1,921.4	1,957.0	1,863.7	1,922.7	1,980.2	2,084.1	7,871.7	7,850.7	8,461.5
YoY(%)	22.5	4.2	(4.5)	(2.1)	(6.3)	(4.1)	3.1	6.5	4.2	(0.3)	7.8
플랫폼부문	954.8	955.3	943.5	1,047.2	993.0	1,003.4	1,020.0	1,115.0	3,900.7	4,131.4	4,440.3
YoY(%)	12.6	9.9	7.2	9.4	4.0	5.0	8.1	6.5	9.7	5.9	7.5
특비즈	522.1	513.9	507.3	562.7	553.3	531.9	543.5	608.9	2,106.1	2,237.6	2,396.2
포털비즈	84.7	87.9	76.4	83.2	74.1	76.9	72.2	78.6	332.2	301.8	285.2
플랫폼기타	348.0	353.5	359.8	401.2	365.6	394.5	404.4	427.5	1,462.5	1,592.0	1,758.8
콘텐츠부문	1,033.6	1,049.6	977.9	909.9	870.7	919.3	960.1	969.1	3,971.0	3,719.3	4,021.3
YoY(%)	33.3	(0.4)	(13.6)	(12.7)	(15.8)	(12.4)	(1.8)	6.5	(0.8)	(6.3)	8.1
뮤직	468.2	510.9	470.9	470.0	437.9	492.5	522.5	530.4	1,920.0	1,983.2	2,091.7
스토리	227.0	215.7	218.7	203.0	212.6	209.2	220.9	207.0	864.3	849.7	846.3
게임	243.1	233.5	233.6	163.0	145.2	139.4	140.2	146.7	873.2	571.5	743.3
미디어	95.2	89.6	54.7	73.9	75.1	78.2	76.5	85.0	313.4	314.8	340.0
영업비용	1,868.1	1,870.9	1,790.9	1,881.6	1,758.3	1,795.0	1,835.0	1,942.3	7,411.5	7,330.6	7,774.4
YoY(%)	19.7	3.4	(5.1)	2.4	(5.9)	(4.1)	2.5	3.2	4.4	(1.1)	6.1
인건비	479.0	480.6	459.0	498.0	478.9	482.1	482.0	488.0	1,916.6	1,930.9	1,967.5
매출연동비	819.9	796.8	747.7	653.9	700.6	704.7	744.4	731.2	3,018.4	2,880.9	3,180.8
외주/인프라비	202.4	195.6	194.1	287.6	206.1	205.3	203.8	304.7	879.6	919.9	965.7
마케팅비	89.3	108.2	105.5	103.5	87.0	100.6	102.3	104.5	406.4	394.4	396.0
상각비	197.8	207.3	210.7	246.0	205.5	217.6	221.2	225.5	861.8	869.9	913.4
금융영업비용	17.3	16.8	15.1	27.9	19.9	21.0	19.6	23.7	77.1	84.2	93.2
기타	62.4	65.6	58.9	64.8	60.4	63.5	61.8	64.6	251.6	250.4	257.9
영업이익	120.3	134.0	130.5	75.4	105.4	127.7	145.1	141.8	460.2	520.1	687.1
YoY(%)	92.2	18.5	5.0	(53.1)	(12.4)	(4.7)	11.2	88.0	(0.1)	13.0	32.1
영업이익률(%)	6.0	6.7	6.8	3.9	5.7	6.6	7.3	6.8	5.8	6.6	8.1
당기순이익	67.7	87.1	78.5	(395.2)	191.3	126.8	120.4	(77.6)	(161.9)	360.9	535.6
YoY(%)	19.2	58.8	112.0	적지	182.7	45.5	53.4	적지	적지	(323.0)	48.4
당기순이익률(%)	3.4	4.3	4.1	(20.2)	10.3	6.6	6.1	(3.7)	(2.1)	4.6	6.3

자료: 하나증권

도표 3. 카카오 SOTP Valuation

(단위: 십억원, 원, %)

구분		매출액	영업이익	NOPLAT	Value	NAV 비중	비고
사업 가치(26E)	특 비즈 광고형	1,336.7	334.2	260.7	5,471.3	18.8%	OPM 25% 가정. Peer 기업 PER multiple 21배 적용
	특 비즈 거래형	1,059.5	243.7	190.1	3,750.5	12.9%	OPM 23% 가정. Peer 업체 PER multiple 20배 적용
	포털 비즈	285.2	42.8	34.2	282.4	1.0%	OPM 15% 가정. Peer 업체 PER multiple 50% 할인 8배 적용
	소계	2,681.5	620.7	485.0	9,504.1	32.6%	
구분		계열사명	지분율	시가총액	Value	NAV 비중	비고
지분 가치	상장자회사	카카오게임즈	40.9%	1,531.0	626.2	2.1%	1개월 평균 시가총액 적용
		카카오뱅크	27.2%	14,318.8	3,890.4	13.3%	1개월 평균 시가총액 적용
		카카오페이	46.9%	9,791.1	4,590.1	15.7%	1개월 평균 시가총액 적용
		에스엠	20.8%	3,125.9	648.9	2.2%	1개월 평균 시가총액 적용
		소계			9,755.6	33.5%	
	비상장자회사	상장 자회사 50% 할인			5,853.4	20.1%	
		카카오엔터테인먼트	66.0%	11,300.0	7,461.4	25.6%	투자유치 시 기업가치에 할인 적용(23/1/12)
		카카오픽코마	72.9%	1,729.7	1,260.9	4.3%	26년 예상 매출에 PSR multiple 3.4배 적용
		카카오모빌리티	57.3%	5,000.0	2,865.0	9.8%	투자유치 기업가치 적용(22/04/25)
		카카오엔터프라이즈	85.1%	2,600.0	2,212.6	7.6%	투자유치 기업가치 할인 적용(22/06/13)
		카카오인베스트먼트	100.0%	1,195.8	1,195.8	4.1%	장부가액(1Q25 기준)
		카카오헬스케어	100.0%	150.9	150.9	0.5%	장부가액(1Q25 기준)
	소계				15,146.7	52.0%	
순차입금					1,355	(4.6%)	별도기준(1Q25 기준)
실질 NAV					33,051.8		
목표 NAV(상장사 50% 할인)					29,149.6		
발행주식수(천주, 주 제외)					441,766		
목표주가						70,000	목표 시가총액 30.9조원
현재주가						60,800	현재 시가총액 26.9조원
상승여력						15.1%	

자료: 하나증권

추정 재무제표(카카오)

손익계산서	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	7,557.0	7,871.7	7,850.7	8,461.5	8,936.9
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	7,557.0	7,871.7	7,850.7	8,461.5	8,936.9
판매비	7,096.1	7,411.5	7,330.6	7,774.4	8,108.9
영업이익	460.9	460.2	520.1	687.1	828.0
금융손익	9.0	24.3	(40.5)	(16.3)	123.9
종속/관계기업손익	4.0	53.7	71.6	71.6	71.6
기타영업외손익	(2,122.1)	(541.0)	(150.2)	(55.8)	(24.7)
세전이익	(1,648.2)	(2.8)	400.9	686.6	998.8
법인세	168.4	159.1	40.0	151.1	219.7
계속사업이익	(1,816.7)	(161.9)	360.9	535.6	779.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(1,816.7)	(161.9)	360.9	535.6	779.0
비지배주주지분 순이익	(804.1)	(217.1)	41.6	80.3	116.9
지배주주순이익	(1,012.6)	55.3	319.3	455.2	662.2
지배주주지분포괄이익	(883.8)	387.3	23.7	35.1	51.1
NOPAT	508.0	26,465.4	468.2	536.0	645.8
EBITDA	1,221.5	1,295.5	1,193.4	1,182.9	1,197.5
성장성(%)					
매출액증가율	11.15	4.16	(0.27)	7.78	5.62
NOPAT증가율	6.10	5,109.72	(98.23)	14.48	20.49
EBITDA증가율	6.14	6.06	(7.88)	(0.88)	1.23
영업이익증가율	(19.06)	(0.15)	13.02	32.11	20.51
(지배주주)순이익증가율	적전	흑전	477.40	42.56	45.47
EPS증가율	적전	흑전	482.26	42.80	45.49
수익성(%)					
매출총이익률	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
EBITDA이익률	16.16	16.46	15.20	13.98	13.40
영업이익률	6.10	5.85	6.62	8.12	9.26
계속사업이익률	(24.04)	(2.06)	4.60	6.33	8.72

투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	(2,276)	124	722	1,031	1,500
BPS	21,951	22,860	23,627	24,591	26,023
CFPS	2,662	2,928	2,027	2,221	3,912
EBITDAPS	2,746	2,918	2,698	2,679	2,712
SPS	16,990	17,728	17,752	19,165	20,241
DPS	61	68	68	68	68
주가지표(배)					
PER	(23.86)	308.06	84.21	58.97	40.53
PBR	2.47	1.67	2.57	2.47	2.34
PCFR	20.40	13.05	30.00	27.38	15.54
EV/EBITDA	20.16	12.57	13.71	13.04	11.93
PSR	3.20	2.15	3.42	3.17	3.00
재무비율(%)					
ROE	(10.26)	0.56	3.10	4.28	5.93
ROA	(4.21)	0.22	1.22	1.68	2.35
ROIC	8.31	556.61	15.03	29.88	56.40
부채비율	81.69	84.85	86.26	86.12	85.00
순부채비율	(26.10)	(32.03)	(38.63)	(44.26)	(50.17)
이자보상배율(배)	2.83	2.26	2.59	3.38	4.01

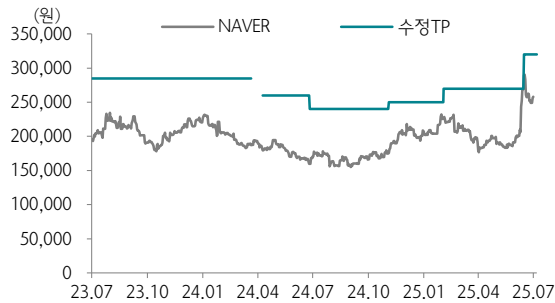
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	9,988.2	10,958.8	12,149.6	13,299.4	14,688.5
금융자산	8,125.0	8,851.2	9,929.6	10,982.6	12,261.8
현금성자산	5,389.2	6,145.1	7,116.0	8,076.3	9,250.4
매출채권	622.0	537.7	572.6	602.7	636.9
재고자산	138.6	64.9	69.1	72.7	76.9
기타유동자산	1,102.6	1,505.0	1,578.3	1,641.4	1,712.9
비유동자산	15,191.8	14,814.2	14,437.1	14,209.0	14,041.1
투자자산	5,365.0	5,726.3	5,932.5	6,110.2	6,311.7
금융자산	2,423.8	2,805.2	2,821.7	2,835.9	2,852.1
유형자산	1,336.9	1,286.1	931.4	717.8	510.0
무형자산	5,768.9	5,136.8	4,908.2	4,716.0	4,554.4
기타비유동자산	2,721.0	2,665.0	2,665.0	2,665.0	2,665.0
자산총계	25,180.0	25,773.0	26,586.7	27,508.5	28,729.6
유동부채	7,564.1	8,632.7	9,040.5	9,392.1	9,790.9
금융부채	1,928.1	2,338.3	2,368.5	2,394.4	2,423.9
매입채무	241.9	227.3	242.1	254.8	269.2
기타유동부채	5,394.1	6,067.1	6,429.9	6,742.9	7,097.8
비유동부채	3,757.2	3,197.5	3,272.2	3,336.5	3,409.6
금융부채	2,579.2	2,047.1	2,047.1	2,047.1	2,047.1
기타비유동부채	1,178.0	1,150.4	1,225.1	1,289.4	1,362.5
부채총계	11,321.4	11,830.1	12,312.7	12,728.6	13,200.4
지배주주지분	9,763.7	10,141.3	10,430.8	10,856.3	11,488.8
자본금	44.5	44.4	44.4	44.4	44.4
자본잉여금	8,839.9	8,911.0	8,911.0	8,911.0	8,911.0
자본조정	7.6	(34.1)	(34.1)	(34.1)	(34.1)
기타포괄이익누계액	(1,050.4)	(723.6)	(723.6)	(723.6)	(723.6)
이익잉여금	1,922.1	1,943.5	2,232.9	2,658.5	3,290.9
비지배주주지분	4,094.9	3,801.6	3,843.2	3,923.6	4,040.4
자본총계	13,858.6	13,942.9	14,274.0	14,779.9	15,529.2
순금융부채	(3,617.8)	(4,465.8)	(5,514.1)	(6,541.1)	(7,790.8)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	1,341.1	1,250.5	1,444.8	1,394.9	2,144.0
당기순이익	(1,816.7)	(161.9)	360.9	535.6	779.0
조정	2,909.8	1,416.7	723.7	548.9	1,012.8
감가상각비	760.7	835.3	673.3	495.8	369.5
외환거래손익	(2.4)	(22.1)	11.4	11.4	(5.2)
지분법손익	135.3	(12.6)	(237.9)	(237.9)	(237.9)
기타	2,016.2	616.1	276.9	279.6	886.4
영업활동 자산부채변동	248.0	(4.3)	360.2	310.4	352.2
투자활동 현금흐름	(1,779.9)	10.4	(240.5)	(197.1)	(63.6)
투자자산감소(증가)	4,691.1	(120.3)	31.7	60.2	36.3
자본증가(감소)	(575.1)	(347.7)	(90.0)	(90.0)	0.0
기타	(5,895.9)	478.4	(182.2)	(167.3)	(99.9)
재무활동 현금흐름	1,026.6	(521.3)	(200.5)	(207.3)	(873.9)
금융부채증가(감소)	306.8	(121.9)	30.1	26.0	29.5
자본증가(감소)	723.5	71.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	50.9	(426.9)	(200.7)	(203.6)	(873.7)
배당지급	(54.6)	(43.5)	(29.9)	(29.7)	(29.7)
현금의 증감	587.7	755.9	936.2	960.3	1,174.1
Unlevered CFO	1,184.2	1,300.2	896.5	980.5	1,727.4
Free Cash Flow	765.9	870.8	1,354.8	1,304.9	2,144.0

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

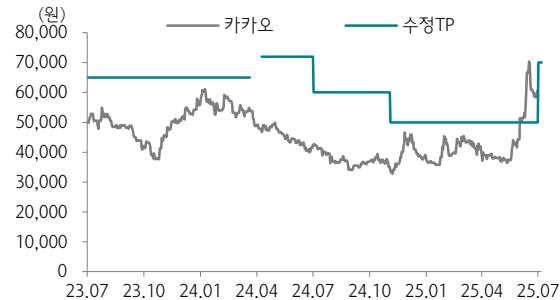
NAVER



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 7월 9일 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
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이준호)는 2025년 7월 9일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 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	95.45%	4.55%	0.00%	100%

* 기준일: 2025년 07월 06일