

2025. 5. 8



▲ 인터넷/게임

Analyst 이효진

02. 6454-4864

hyojinlee@meritz.co.kr

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) 51,000 원

현재주가 (5.8) 37,000 원

상승여력 37.8%

KOSPI 2,579.48pt

시가총액 164,233억원

발행주식수 44,171만주

유동주식비율 74.75%

외국인비중 29.00%

52주 최고/최저가 49,800원/32,800원

평균거래대금 1,199.9억원

주요주주(%)

김범수 외 92 인 24.20

MAXIMO PTE 6.31

국민연금공단 5.35

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -5.2 5.7 -25.7

상대주가 -14.3 5.0 -20.9

주가그래프



카카오 035720

선택의 하반기

- ✓ 1분기 연결 영업이익은 예상 수준
- ✓ 콘텐츠는 게임/미디어 반등 어려우나 스토리 계절성/뮤직은 분기 반등 예상
- ✓ 하반기 동사의 이익 개선의 key는 역시 특비즈
- ✓ AI 검색 시대에 동사가 택한 길은 chat GPT 1위 AI 검색 업자를 들어오는 것
- ✓ 특비즈 신규 상품 도입 통해 현재 10억인 일매출 20억까지 확대될 전망

1분기 연결 영업이익은 인라인

1분기 카카오의 연결 매출 및 이익은 각각 1조 8,637억원(-6% YoY)과 1,054억원(-12% YoY)으로 기대치에 부합했다. 상장 자회사 중 카카오게임즈를 제외한 банк, 페이, 에스엠 모두 양호한 실적을 기록했다. 특히 에스엠은 1분기 일회성 이익 여부에도 2분기 QoQ 이익 성장이 가능할 것으로 전망한다. 스토리 부문에서는 엔화 강세가 더해지며 픽코마 이익률이 재차 10% 중반에 안착한 것으로 추정된다. 2분기 골든위크가 포함되어 있어 이익 기여는 확대된다. 영업외손익에서는 에스엠의 디어유 연결 편입 결정에 따라 1) 평가손익이 약 500억원 반영되었고, 2) 지배구조 변화에 따라 기존 인식되었던 이연법인세가 환입되며 양호한 순이익을 기록했다.

AI 검색 시대: General 1위를 받아들이 것인가 특화의 길을 선택할 것인가

콘텐츠 내 게임/미디어는 반등이 어렵다. 스토리의 경우 계절성, 뮤직 부문은 멜론 부진 이어지나 팬덤의 성장 사이클이 반영되며 분기 개선세가 포착될 전망이다. 하반기 이익 개선의 핵심은 역시 특비즈다. 동사는 세번째 탭을 발견에 집중, 신규 콘텐츠를 통해 체류시간을 기존 대비 20% 증가시킬 목표를 제시했다. 당사는 이에 더해 1) chat GPT 탭 도입, 2) 높은 DAU 대비 죽어있는 친구 탭 지면 활용이 3) 피드형 성과와 더해져 향후 2년간 특비즈 성과를 개선시킬 것이라 기존 추정을 유지한다. 전일 애플 실적발표에서 언급된 바와 같이 기존 서치 플랫폼의 트래픽 감소세는 chat GPT와 같은 강력한 경쟁자 등장에 불가피한 흐름이다. 1) 커머스 등 세분화된 분야의 검색으로 특화하거나 2) chat GPT와 같은 1위 AI 검색업자를 들어오는 방식이 생존에 유의미하다. 동사는 오픈 AI와 공동 프로젝트를 진행 중이며 후자에 해당하는 신규 상품을 통해 하반기 반등을 도모할 전망이다. 현재 일매출 10억 수준인 카카오톡 DA 매출은 20억까지 확대될 것으로 예상된다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	7,557.0	460.9	-1,012.6	-2,277	적전	21,948	-23.9	2.5	20.2	-10.3	81.7
2024	7,871.7	460.2	55.3	125	적지	22,858	306.8	1.7	12.6	0.6	84.8
2025E	7,794.9	519.0	473.6	1,071	흑전	23,965	34.6	1.5	11.5	4.6	79.5
2026E	8,565.0	870.2	863.0	1,945	68.8	25,715	19.0	1.4	8.4	7.8	79.8
2027E	8,974.3	1,006.6	1,009.9	2,276	20.4	27,914	16.3	1.3	8.2	8.5	77.9

표1 1Q25P Review 테이블

(십억원)	1Q25P	1Q24	(% YoY)	4Q24	(% QoQ)	기존 추정치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	1,863.7	1,988.4	-6.3	1,957.0	-4.8	1,924.2	-3.1	1,935.1	-3.7
영업이익	105.4	120.3	-12.4	75.4	39.7	112.2	-6.1	105.7	-0.3
세전이익	183.0	140.6	30.2	-444.0	흑전	146.1	25.3	130.6	40.2
순이익	168.9	73.7	129.0	-225.5	흑전	145.0	16.4	86.2	95.9
영업이익률(%)	5.7	6.0		3.9		5.8		5.5	
세전이익률(%)	9.8	7.1		-22.7		7.6		6.7	
순이익률(%)	9.1	3.7		-11.5		7.5		4.5	

자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터

표2 2025E 연간 실적 테이블

(십억원)	2025E	2024	(% YoY)	기존 추정치	(%diff)	컨센서스	(% diff.)
매출액	7,794.9	7,871.7	-1.0	7,886.3	-1.2	8,171.2	-4.6
영업이익	519.0	460.2	12.8	521.7	-0.5	540.7	-4.0
세전이익	583.5	-2.8	흑전	542.4	7.6	514.1	13.5
지배주주 순이익	473.6	55.3	756.7	448.0	5.7	384.7	23.1
영업이익률(%)	6.7	5.8		6.6		6.6	
세전이익률(%)	7.5	0.0		6.9		6.3	
순이익률(%)	6.1	0.7		5.7		4.7	

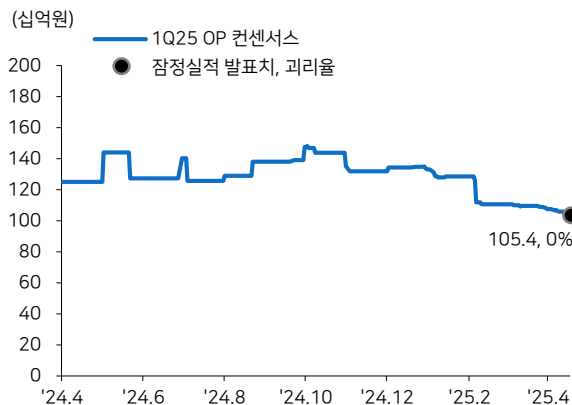
자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터

표3 실적변동표

	New		Old		% diff.	
(십억원)	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액	7,794.9	8,565.0	7,886.3	8,672.1	-1.2%	-1.2%
영업이익	519.0	870.2	521.7	832.5	-0.5%	4.5%
세전이익	583.5	997.9	542.4	912.9	7.6%	9.3%
지배주주순이익	473.6	863.0	448.0	798.0	5.7%	8.1%

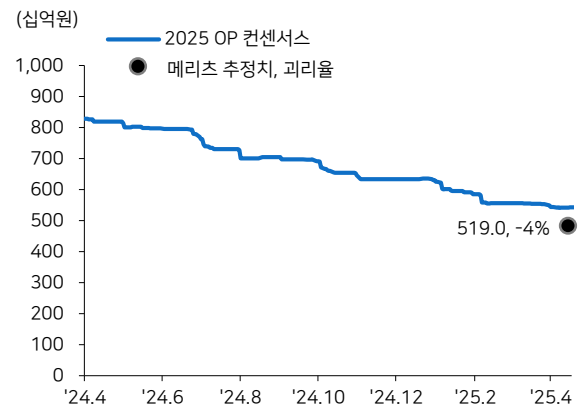
자료: 메리츠증권 리서치센터 추정

그림1 1Q25P 영업이익, 컨센서스 부합



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2025E 영업이익, 컨센서스 4% 하회 전망



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표4 카카오 실적 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출	1,988	2,005	1,921	1,957	1,864	1,935	1,952	2,044	7,872	7,795	8,565
플랫폼부문	955	955	943	1,047	993	1,021	1,023	1,129	3,901	4,166	4,604
특비즈	522	514	507	563	553	541	553	616	2,106	2,263	2,567
포털비즈	85	88	76	83	74	78	75	82	332	308	312
플랫폼 기타	348	354	360	401	366	402	396	431	1,462	1,595	1,725
콘텐츠부문	1,034	1,050	978	910	871	914	929	916	3,971	3,629	3,961
게임	243	233	234	163	145	129	155	128	873	557	729
뮤직	468	511	471	470	438	497	495	514	1,920	1,943	2,132
에스엠	220	254	242	274	231	272	300	309	737	1,112	1,285
스토리	227	216	219	203	213	212	218	192	864	835	799
미디어	95	90	55	74	75	77	60	82	313	294	302
% YoY											
매출	22.5	4.2	-4.5	-2.1	-6.3	-3.5	1.6	4.5	4.2	-1.0	9.9
플랫폼부문	12.6	9.9	7.2	9.4	4.0	6.9	8.5	7.8	9.7	6.8	10.5
특비즈	7.7	7.0	5.8	4.7	6.0	5.2	9.0	9.5	6.2	7.4	13.4
포털비즈	1.4	-1.8	-8.2	-5.5	-12.5	-11.4	-2.0	-2.0	-3.5	-7.2	1.2
플랫폼 기타	24.3	18.0	13.4	21.2	5.1	13.8	9.9	7.5	19.1	9.0	8.1
콘텐츠부문	33.3	-0.4	-13.6	-12.7	-15.8	-12.9	-5.0	0.7	-0.8	-8.6	9.2
게임	-1.7	-13.1	-10.8	-29.6	-40.3	-44.9	-33.5	-21.6	-13.5	-36.2	30.8
뮤직	101.8	6.3	-8.3	-5.6	-6.5	-2.8	5.1	9.3	11.4	1.2	9.7
에스엠	-0.7	-6.6	-12.2	-4.9	-6.3	-1.7	-0.2	-5.2	-6.3	-3.4	-4.4
스토리	40.6	21.9	-48.9	-25.2	-21.2	-14.5	9.9	10.8	-9.7	-6.3	3.0
영업비용	1,868	1,871	1,791	1,882	1,758	1,803	1,811	1,903	7,411	7,276	7,695
% to sales	94.0	93.3	93.2	96.1	94.3	93.2	92.8	93.1	94.2	93.3	89.8
% YoY	19.7	3.4	-5.1	2.4	-5.9	-3.6	1.1	1.1	4.4	-1.8	5.8
인건비	479	481	459	498	479	485	486	499	1,917	1,949	2,001
매출연동비	820	797	748	654	701	684	677	689	3,018	2,751	2,863
외주/인프라비	202	196	194	288	206	240	261	269	880	977	1,148
마케팅비	89	108	105	103	87	104	97	117	406	405	442
상각비	198	207	211	246	206	208	211	235	862	859	886
금융영업비용	17	17	15	28	20	19	19	26	77	84	78
영업이익	120	134	131	75	105	131	141	141	460	519	870
% YoY	92.2	18.5	5.0	-53.1	-12.4	-2.0	8.1	87.3	-0.1	12.8	67.7
영업이익률(%)	6.0	6.7	6.8	3.9	5.7	6.8	7.2	6.9	5.8	6.7	10.2
별도	138	130	102	123	104	121	114	152	492	491	645
% YoY	13.8	11.1	-15.0	-30.1	-24.5	-6.9	12.6	23.8	-7.7	-0.2	31.4
영업이익률(%)	21.5	20.2	16.4	17.7	15.7	18.3	17.3	20.4	19.0	18.0	21.3
자회사	-17	4	29	-47	1	10	27	-11	-32	28	225
% YoY	적지	흑전	510.0	적지	흑전	156.1	-7.6	적지	적지	흑전	708.0
영업이익률(%)	-1.3	0.3	2.2	-3.7	0.1	0.8	2.1	-0.8	-0.6	0.5	4.1
상장 자회사 제외 OP	125	140	140	101	101	126	129	143	507	510	758
% YoY	86.2	51.7	76.7	-44.1	-19.4	-10.2	-7.7	40.8	20.6	0.6	48.7
영업이익률(%)	8.9	9.9	10.5	7.6	7.8	9.4	9.9	10.3	8.8	9.6	13.3

주: 상장 자회사 제외 영업이익은 카카오킴즈와 카카오페이가 상장한 시점부터 적용

자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터

카카오 (035720)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	7,557.0	7,871.7	7,794.9	8,565.0	8,974.3
매출액증가율(%)	11.2	4.2	-1.0	9.9	4.8
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	7,557.0	7,871.7	7,794.9	8,565.0	8,974.3
판매관리비	7,096.1	7,411.5	7,275.8	7,694.8	7,967.7
영업이익	460.9	460.2	519.0	870.2	1,006.6
영업이익률(%)	6.1	5.8	6.7	10.2	11.2
금융손익	9.0	24.3	58.7	63.0	67.4
총속/관계기업손익	4.0	53.7	83.1	97.4	111.9
기타영업외손익	-2,122.1	-541.0	-77.3	-32.8	6.1
세전계속사업이익	-1,648.2	-2.8	583.5	997.9	1,192.0
법인세비용	168.4	159.1	133.8	236.1	274.9
당기순이익	-1,816.7	-161.9	449.8	761.8	917.1
지배주주지분 순이익	-1,012.6	55.3	473.6	863.0	1,009.9

Balance Sheet

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	9,988.2	10,958.8	11,196.0	12,475.0	13,651.2
현금및현금성자산	5,389.2	6,145.1	6,553.8	7,774.2	8,775.9
매출채권	622.0	537.7	532.5	585.1	613.1
재고자산	138.6	64.9	64.3	70.6	74.0
비유동자산	15,191.8	14,814.2	14,575.0	14,654.7	14,765.0
유형자산	1,336.9	1,286.1	1,253.5	1,231.6	1,220.2
무형자산	5,768.9	5,136.8	4,864.2	4,578.0	4,526.3
투자자산	5,365.0	5,726.3	5,792.3	6,180.1	6,353.5
자산총계	25,180.0	25,773.0	25,771.0	27,129.7	28,416.1
유동부채	7,564.1	8,632.7	8,371.6	9,033.3	9,384.9
매입채무	241.9	227.3	225.1	247.4	259.2
단기차입금	1,052.6	1,458.0	1,258.0	1,258.0	1,258.0
유동성장기부채	99.9	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	3,757.2	3,197.5	3,040.6	3,009.8	3,061.5
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	845.6	327.9	327.9	327.9	327.9
부채총계	11,321.4	11,830.1	11,412.2	12,043.1	12,446.4
자본금	44.5	44.4	44.6	44.6	44.6
자본잉여금	8,839.9	8,911.0	8,911.0	8,911.0	8,911.0
기타포괄이익누계액	-1,050.4	-723.6	-723.6	-723.6	-723.6
이익잉여금	1,922.1	1,943.5	2,383.0	3,212.1	4,187.9
비지배주주지분	4,094.9	3,801.6	3,777.8	3,676.5	3,583.7
자본총계	13,858.6	13,942.9	14,358.8	15,086.6	15,969.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	1,341.1	1,250.5	1,158.7	1,947.3	1,748.9
당기순이익(손실)	-1,816.7	-161.9	449.8	761.8	917.1
유형자산상각비	489.2	575.7	532.6	521.9	511.5
무형자산상각비	271.4	259.6	272.6	286.2	51.7
운전자본의 증감	248.0	-4.4	-96.2	377.4	268.6
투자활동 현금흐름	-1,779.9	10.4	-400.4	-738.8	-737.5
유형자산의증가(CAPEX)	-575.2	-379.6	-500.0	-500.0	-500.0
투자자산의감소(증가)	-504.2	-307.6	-66.0	-387.8	-173.4
재무활동 현금흐름	1,019.6	-521.3	-349.6	11.9	-9.7
차입금의 증감	306.8	-121.9	-320.0	45.9	24.4
자본의 증가	723.5	71.0	0.2	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	553.3	755.9	408.7	1,220.4	1,001.7
기초현금	4,835.9	5,389.2	6,145.1	6,553.8	7,774.2
기말현금	5,389.2	6,145.1	6,553.8	7,774.2	8,775.9

Key Financial Data

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당데이터(원)					
SPS	16,990	17,728	17,626	19,303	20,225
EPS(지배주주)	-2,277	125	1,071	1,945	2,276
CFPS	2,662	2,928	2,980	3,861	3,691
EBITDAPS	2,746	2,918	2,994	3,783	3,538
BPS	21,948	22,858	23,965	25,715	27,914
DPS	61	68	77	77	77
배당수익률(%)	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
Valuation(Multiple)					
PER	-23.9	306.8	34.6	19.0	16.3
PCR	20.4	13.0	12.4	9.6	10.0
PSR	3.2	2.2	2.1	1.9	1.8
PBR	2.5	1.7	1.5	1.4	1.3
EBITDA	1,221.5	1,295.5	1,324.2	1,678.4	1,569.7
EV/EBITDA	20.2	12.6	11.5	8.4	8.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-10.3	0.6	4.6	7.8	8.5
EBITDA 이익률	16.2	16.5	17.0	19.6	17.5
부채비율	81.7	84.8	79.5	79.8	77.9
금융비용부담률	2.2	2.6	2.5	2.2	2.1
이자보상배율(x)	2.8	2.3	2.7	4.6	5.3
매출채권회전율(x)	14.2	13.6	14.6	15.3	15.0
재고자산회전율(x)	50.6	77.3	120.7	127.0	124.1

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	85.7%
중립	13.7%
매도	0.6%

2025년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

카카오 (035720) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2023.05.08	기업브리프	Buy	72,000	이효진	-24.6	-19.4	
2023.07.11	기업브리프	Buy	63,000	이효진	-25.2	-12.9	
2023.11.02	산업분석	Buy	55,000	이효진	-15.8	-8.2	
2023.11.27	기업브리프	Buy	65,000	이효진	-17.3	-6.5	
2024.01.15	기업브리프	Buy	77,000	이효진	-27.2	-20.6	
2024.02.16	기업브리프	Buy	83,000	이효진	-34.8	-29.3	
2024.04.09	기업브리프	Buy	73,000	이효진	-33.8	-31.8	
2024.05.09	기업브리프	Buy	61,000	이효진	-24.4	-20.3	
2024.05.30	산업분석	Buy	56,000	이효진	-24.0	-20.4	
2024.07.04	기업브리프	Buy	51,000	이효진	-	-	