AI, 새로운 시대로의 진입

이종원
인터넷/게임/엔터
bluesky@bnkfn.co.kr
(02)2071-7657

인터넷 플랫폼: 전통검색에서 생성형 AI 플랫폼으로

글로벌 주요 인터넷/IT 플랫폼 기업들은 생성형 AI를 중심으로 사업을 재편하고 있다. 검색·광고·추천·콘텐츠 제작 등 전통 서비스에 AI를 적극적으로 접목하여 매출 다변화와 효율화를 꾀하고 있는것이다. 구글은 '검색생성경험(SGE)', Gemini/버텍스 AI 등으로 검색과 클라우드를 동시에 강화하고 있고, Microsoft는 OpenAI 투자를 바탕으로 Azure AI·Copilot 등 기업용 AI 서비스로 수익을 확대하고 있다. AI 도입은 인터넷 플랫폼 기업들의 매출 포트폴리오와 비용구조에 큰 변화를 초래할 것으로 판단된다. 소비자 행동이 전통검색에서 생성형 AI 플랫폼으로 적극적으로 이동하고 있다. 트렌드 전환으로, 기존 검색광고 트래픽은 20~40% 감소하고 구매 결정 과정 역시 AI 어시스턴트를 통해 이뤄지는 비중이 높아질 것으로 예상된다.

국내 인터넷 플랫폼, 각자 최선의 전략으로 AI 적용 확대

NAVER는 '온서비스 AI' 전략 아래 검색·쇼핑·지도 등 핵심 서비스 전반에 AI를 통합하고 있다. 25년 9월 말 기준 AI 브리핑은 통합검색 쿼리의 15%까지 커버리지가 확대됐으며, 3천만명 이상이 사용하는 서비스로 자리잡았다. 카카오는 카카오톡 중심의 AI 경험 고도화에 나서고 있으며, '카나나 인 카카오톡'은 25년 10월부터 베타 서비스가 진행 중이고 안드로이드 버전을 포함한 정식 출시는 26년 1분기 중 이뤄질 계획이다.

AI: '뉴제너레이션' 시대, 새로운 코어 비즈니스 정립 중

AI 서비스·모델 제공은 새로운 수익모델을 창출하고 있다. 클라우드 기업들은 AI API 사용료·구독을 통해 매출을 적극 확대 중이다. AWS의 AI 모델 호스팅 서비스인 Bedrock의 이용 기업은 10만여 개를 넘은 것으로 추산되며, AWS Connect(AI 콜센터) 매출은 10억 달러(연환산) 수준으로 성장했다. 마이크로소프트는 기업용 AI를 통합한 Copilot을 유료화한 이후, OpenAI와의 수익 공유로 분기별 수익 76억 달러를 추가로 확보했다. 한국 기업들도 AI를 통한 매출 성장효과를 누리고 있는데, NAVER는 25년 AI 통합 덕분에 광고 성장분의 55%가 AI 효과라고 발표, AI 기능을 통한 광고 수익 확대가 이어지고 있음을 천명했다. 카카오 역시 카카오톡 광고와 선물하기 거래액이 성장하면서 매출성장에 긍정적인 영향을 받고 있다.

꾸림정보

I. 글로벌 플랫폼 기업, 생성형 AI를 중심으로 사업 재편
AI 인프라에 지속적인 투자: 확장되는 신규 BM에 대한 대응력 필요
II. 인터넷 플랫폼, '뉴제너레이션' 시대로 적극 진입
서비스 품질 고도화와 이용자 확대에 집중
III. 글로벌 인터넷 플랫폼의 헤게모니와 국내 기업과의 차별점 점검
글로벌 기업의 차별화된 수익화 모델
IV. 관련 기업 리포트
1. NAVER(035420) - 26년, 멀티플 재평가의 가능성은?
2. 카카오(035720) - AI가 실적에 적극 기여하는 구간 확인할 필요

I. 글로벌 플랫폼 기업, 생성형 AI를 중심으로 사업 재편

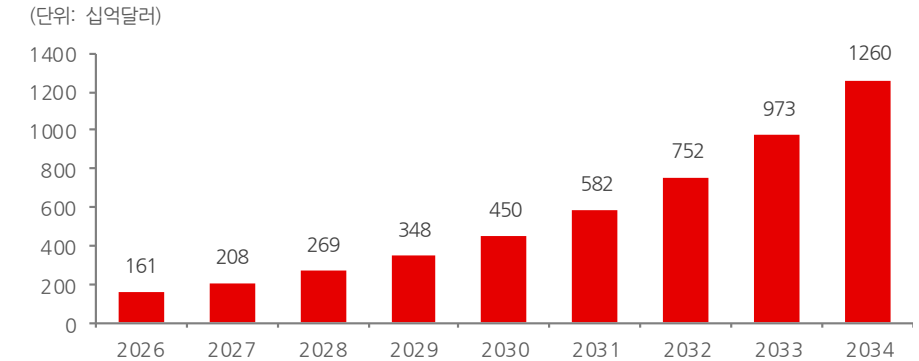
AI 인프라에 지속적인 투자: 확장되는 신규 BM에 대한 대응력 필요

AI 툴을 활용한 맞춤형 광고·서비스 대응전략 더욱 중요해질 전망

글로벌 주요 인터넷/IT 플랫폼 기업들은 생성형 AI를 중심으로 사업을 재편하고 있다. 검색·광고·추천·콘텐츠 제작 등 전통 서비스에 AI를 적극적으로 접목하여 매출 다변화와 효율화를 꾀하고 있는 것이다. 예를 들어 구글은 '검색생성 경험(SGE)', Gemini/버텍스 AI 등으로 검색과 클라우드를 동시에 강화하고 있고, Microsoft는 OpenAI 투자를 바탕으로 Azure AI·Copilot 등 기업용 AI 서비스로 수익을 확대하고 있다. 메타는 LLaMA 계열 모델을 활용해 피드 광고와 개인화 서비스를 고도화 중이며, 아마존은 AWS Bedrock·AI 칩 등 클라우드 AI 인프라에 집중하여 신규 수익원을 창출하고 있다. 중국의 바이트댄스는 틱톡 알고리즘과 자체 LLM '두바오'를 통해 광고·커머스 사업을 확대하고 있다. 이를 통해 24년 매출은 1,550억 달러를 달성했으며, 26년에 AI 인프라에 추가로 수십억 달러를 투자할 계획을 갖는 등 AI 인프라 투자를 공격적으로 확대 중이다.

국내에서는 NAVER와 카카오가 각각 '온서비스 AI'(NAVER)와 '온디바이스 AI'(카카오) 전략으로 AI를 주력 사업에 접목시키고 있다. 이를 통해 NAVER는 검색결과의 약 15%를 AI 요약검색으로 전환하고, 'AI 쇼핑 에이전트'와 AI 대화형 'AI 탭'을 도입하여 쇼핑·검색 서비스를 혁신할 예정이고, 카카오는 카카오톡 내 챗봇 '카나나'와 OpenAI 기반의 'ChatGPT for Kakao'를 통해 메신저 및 연계 서비스(카카오맵, 선물하기 등)의 사용성을 높이이는데 주력하고 있다. 이러한 AI의 적극적인 도입은 양사 모두 매출 성장으로 이어져, 25년 NAVER 매출은 12.0조원(YoY +12.1%), 카카오는 8.099조원(YoY +3%)으로 사상 최대 실적을 기록했다. 반면 AI 검색의 확산으로 전통 검색 클릭률은 감소할 가능성이 지속적으로 제기되고 있는데, 이에 대응해 글로벌 인터넷 플랫폼 기업들은 AI 툴을 활용한 맞춤형 광고·서비스 대응전략을 적극적으로 모색 중이다.

Fig. 1: 글로벌 생성형 AI 시장 규모



출처: Fortune Business Insights, BNK투자증권

Ⅱ. 인터넷 플랫폼, '뉴제너레이션' 시대로 적극 진입

서비스 품질 고도화와 이용자 확대에 집중

글로벌 AI 비즈니스: AI를 사업 핵심축으로, 검색·광고·클라우드 고도화

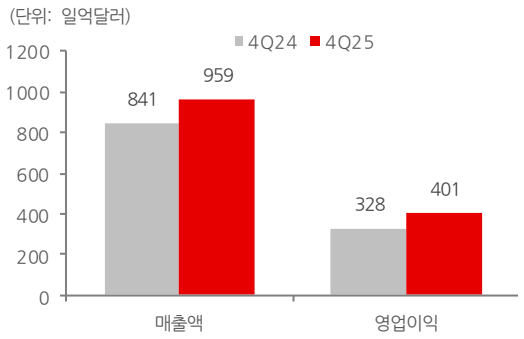
글로벌 AI 비즈니스는 기존 광고·커머스 모델을 재편하고 클라우드·구독 등 새 수익원을 창출함으로써 인터넷 업계 전반의 구조를 바꾸고 있다. McKinsey의 소비자 설문조사 결과, 소비자의 50%가 AI 기반 검색을 의도적으로 사용하고 있고, AI 기반 검색을 통해 28년까지 7500억 달러의 매출이 창출될 것으로 예상하고 있다. NAVER와 카카오는 AI를 핵심 사업으로 육성하며 단기적으로 서비스 품질 고도화와 이용자 확대에 집중하고 있다. 국내 기업이 글로벌 플랫폼 업체들과 경쟁하기 위해서는, AI 신규 모델개발과 적극적인 글로벌 파트너십, 이를 기반으로 신사업 진출 등을 추진하는 것이 향후 경쟁력 확보의 주요 관건이 될 것이다.

글로벌 IT 기업들은 AI를 사업 핵심축으로 삼아 검색·광고·클라우드 등을 고도화하고 있다. 대표적으로 구글(알파벳)은 Gemini와 Bard, Search Generative Experience(SGE) 등으로 검색엔진에 AI 답변·요약 기능을 도입했고 Gmail·문서 도구에는 듀엣AI를 적용해 생산성 향상에 활용 중이다. 25년 4분기 구글 매출은 약 1,138억 달러(YoY +14%)를 시현했는데, 이 중 클라우드 매출은 177억 달러(YoY +48%)였다. 구글의 주수익원인 광고 매출(영상·검색 광고)도 652억 달러(YoY +7%)로 소폭 성장했는데, 이는 AI 기반의 개인화 광고개발이 작용한 것으로 판단된다. 구글은 이외에도 자율주행, 로보틱스 등 신사업에도 AI를 지속 접목 중이다.

마이크로소프트(MS)는 OpenAI와의 전략적 제휴를 통해 Azure 클라우드의 AI 서비스를 강화하고 있다. MS는 25년 연간 2,817억 달러(YoY +15%)의 매출을 올렸고, 분기별 Azure 매출은 처음으로 500억 달러에 육박하며 AI 수요의 본격적인 실적 반영과 클라우드 사업의 안정적인 확장세를 입증했다. MS는 자사 Office, 윈도우, 깃허브 등 제품군에 Copilot(사무자동화), GitHub Copilot(코딩 보조) 같은 AI 기반 기능을 지속 도입하고 있다 OpenAI에 130억 달러 이상을 투자했고, 이로 인한 수익금 약 75억 달러를 분기별로 회계 처리하고 있다. 또한 자율주행 스타트업인 OpenAI/Anthropic 등과도 협력하여 자사 데이터센터에 GPU/CPU 수만 대를 구축 중이며, 25년 말까지 약 375억 달러 규모의 자본 지출을 AI 인프라에 사용한 것으로 파악된다.

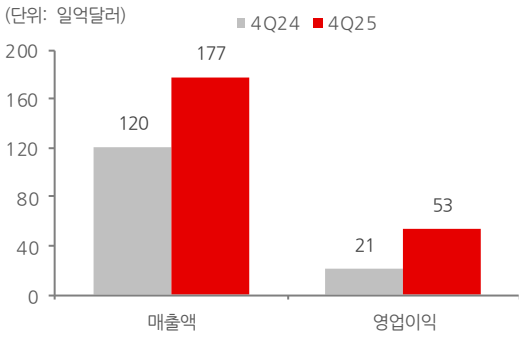
아마존(Amazon)은 AWS 클라우드를 통한 AI 인프라 사업과 e커머스 플랫폼 고도화를 동시에 추진 중이다. AWS는 SageMaker/Bedrock 등으로 AI 모델 훈련·호스팅 서비스를 제공하고있다. 아마존의 25년 매출은 전년 대비 20% 증가한 1,287억 달러였다. 25년 4분기 AWS 매출은 356억 달러(YoY +24%)로 크게 성장했으며, 아마존 광고 사업도 전년 대비 20% 이상 성장했다. AWS는 AI 전용 칩(Trainium, Inferentia) 개발에 주력하여 Bedrock 서비스의 추론 비용을 획기적으로 낮췄는데, 현재 10만개 이상의 기업이 AWS AI 서비스를 사용 중인 것으로 파악된다.

Fig. 2: 4Q25 구글 서비스 매출액 및 영업이익



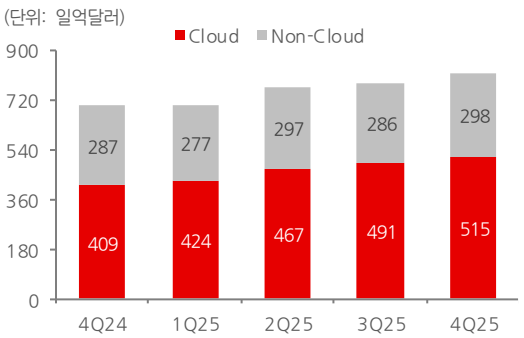
출처: Alphabet, BNK투자증권

Fig. 3: 4Q25 구글 클라우드 매출액 및 영업이익



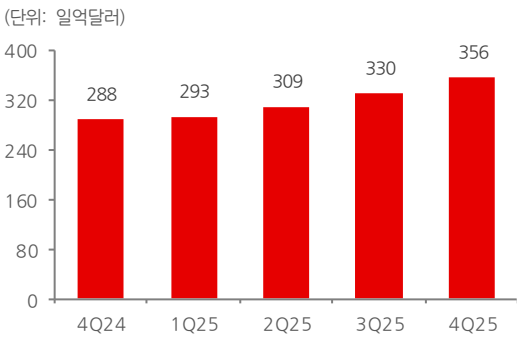
출처: Alphabet, BNK투자증권

Fig. 4: MS 분기별 매출액



출처: Microsoft, BNK투자증권
주) MS의 회계연도를 국내 기준으로 변환해 표기

Fig. 5: 아마존 AWS 분기별 매출액



출처: Amazon, BNK투자증권

Ⅲ. 글로벌 인터넷 플랫폼의 헤게모니와 국내 기업과의 차별점

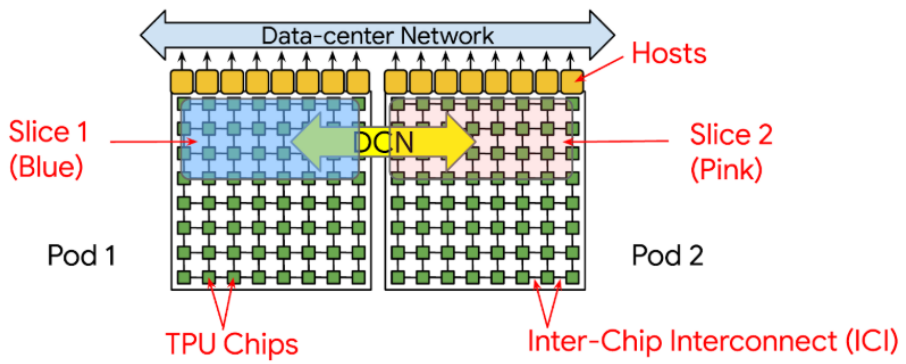
글로벌 기업의 차별화된 수익화 모델 점검

글로벌 리더, 코어 매출축에 AI가 본격적으로 결합 -> 뚜렷한 실적 상승기조

현시점에서 구글 같은 글로벌 인터넷 플랫폼 업체는 단순히 '모델성능' 하나만 강한것이 아니라, AI를 굴리는데 필요한 전 층위(반도체-클라우드-모델-유통채널-광고/구독 수익화)를 거의 수직계열화했다는 점이 가장 큰 우위라고 볼 수 있다. 반면 국내 사업자인 NAVER·카카오의 경우 사용자 맥락, 한국어·로컬 서비스 결합력은 강하지만, 초거대 인프라를 확보한 글로벌 플랫폼 업체 대비, 글로벌 단위의 배포력과 범용 AI기반 생태계 장악력에서는 아직 뚜렷한 격차가 존재한다.

글로벌 플랫폼 리더(구글 등)가 NAVER·카카오 대비 AI에서 강한 직접적인 이유는 인프라 규모라고 볼 수 있다. 알파벳은 지난 10여 년간 자체 AI 반도체인 TPU(Tensor Processing Unit) 개발에 지속적으로 투자해 왔으며, 이는 동사의 AI 인프라 경쟁력을 뒷받침하는 핵심 축으로 평가된다. 자체 설계한 TPU는 대규모언어모델(LLM) 학습 및 초대형 데이터센터 환경에 적합한 구조를 갖추고 있어, 범용 칩 대비 높은 효율성을 제공하는 것으로 판단된다. 특히 TPU의 가장 큰 강점은 알파벳의 클라우드 인프라 및 내부 워크로드에 맞춰 수직적으로 최적화돼 있다는 점으로, 이는 연산성능 제고 뿐 아니라 전력 효율 개선을 통해 컴퓨팅 비용 절감 효과로 이어진다. 이 같은 구조적 비용 우위는 향후 AI 추론 수요가 본격적으로 확대될수록 더욱 부각될 가능성이 높다.

Fig. 6: 구글 TPU 시스템 아키텍처

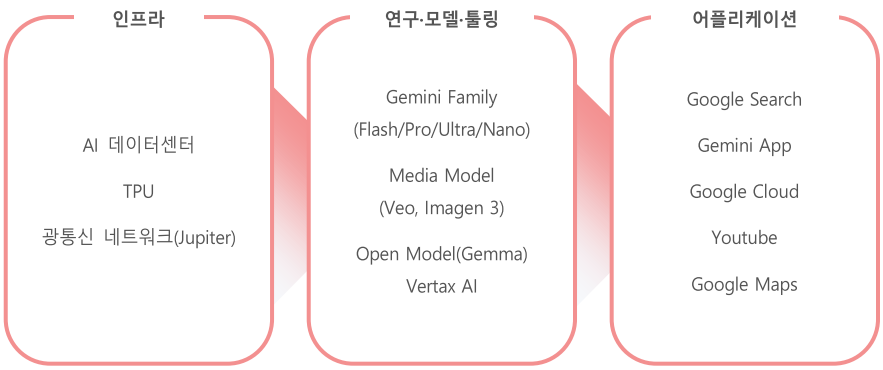


출처: Google Cloud, BNK투자증권

알파벳은 자사 AI 전략을 “full-stack approach”라고 설명한 바 있다. 여기에는 AI 최적화 인프라, 연구·모델·툴링, 그리고 Search·YouTube·Cloud 같은 대규모 제품 채널이 모두 포함되어 있고, AI를 개발하는 단계뿐 아니라 이를 자사 서비스와 외부고객 수요로 연결하는 전 과정에서 경쟁우위를 확보하고 있다는 의미로 해석된다. 특히 자체 TPU(7세대 Ironwood 포함)와 대규모 데이터센터 효율화가 핵심경쟁력으로 평가 받고 있다. 쉽게 말하면, 구글은 AI 모델을 만들 때도 유리하고 그 모델을 대규모 서비스에 붙일 때는 더 유리하고, 기업고객에게 외부 판매할 때도 매우 유리한 구조를 지향하고 있는 셈이다.

구글은 방대한 사용자 기반과 대규모 서비스 트래픽을 바탕으로 AI 기능의 학습·테스트·개선이 반복되는 강력한 실사용 피드백 루프를 보유하고 있다. 이러한 구조는 단순히 이용자 규모의 문제가 아니라, AI 기능의 품질 개선과 상용화 속도를 동시에 높여주는 핵심 경쟁력으로 판단된다. Google Search는 연간 수조(trillions)의 검색, Gemini App은 월간 7.5억 MAU, 직접 API 기준으론 분당 100억 토큰 이상 처리가 가능하다. 이건 단순히 처리 가능한 트래픽 프로세스가 있다는 의미뿐 아니라, AI 기능을 테스트, 학습, 개선할 수 있는 실사용 피드백 루프가 방대하다는 것을 보여준다. 반면 국내 플랫폼 사업자인 NAVER·카카오는 국내 생활 밀착 플랫폼으로서는 강하지만, 글로벌 규모의 경쟁력 있는 데이터 루프를 확보하기 위한 인내의 시간이 조금 더 필요한 상황이다.

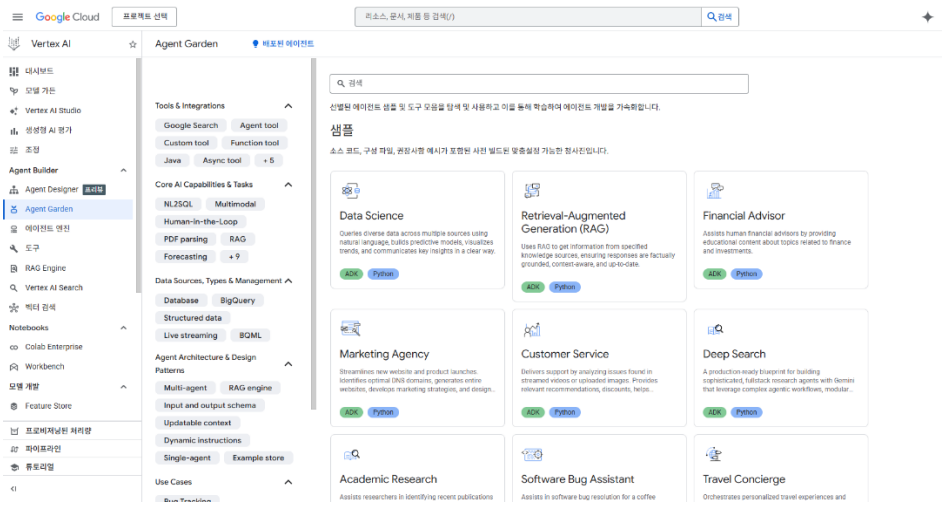
Fig. 7: 알파벳 Full-Stack AI 전략



출처: Alphabet, BNK투자증권

글로벌 플랫폼의 경우 개발자·기업 생태계 장악력도 매우 우수하다. 구글의 Vertex AI는 공식 문서상 통합형 AI 개발 플랫폼이고, 200개 이상의 모델(Gemini, 오픈모델, 파트너 모델 포함), MLOps, Agent Builder, grounding, function calling까지 한 플랫폼에서 제공하고 있다. 즉 구글은 '자사 모델만 파는 회사'가 아니라, 기업이 AI 앱을 만들고 운영하는 운영체제 같은 플랫폼을 갖고 있는 것이다. NAVER·카카오도 B2B AI를 착실히 수행하고 있지만, 구글과 같은 글로벌 플랫폼 기업은 글로벌 표준급 툴체인과 생태계를 구축하고 관련 비즈니스 시장을 빠른 속도로 장악해 나가고 있다.

Fig. 8: 구글 Vertax AI



출처: Google Cloud, BNK투자증권

글로벌 기업의 수익화 구조는 이미 검증되어 있다. 알파벳의 경우 AI의 수익화 구조가 이미 실적으로 확인되고 있다는 점이 핵심이다. 25년 실적발표에서 알파벳은 25년 4분기 Google Services 매출 959억달러(YoY +14%)를 기록했으며, 핵심 성장축인 Google Cloud는 177억달러(YoY +48%)로 고성장세를 지속하는 것이 확인됐고, Enterprise AI infrastructure / AI solutions 수요가 성장동인이 되고 있는 것으로 판단된다. 즉 구글은 AI를 "미래 가능성"이 아니라 검색광고, 클라우드, 구독, 생산성 도구에 접목, 이미 적극적인 매출화를 진행 중인 것이다. 즉 글로벌 투자자 입장에선 "AI가 언젠가 돈이 될 것"이 아니라, 이미 Cloud와 광고 생태계에서 즉각적인 숫자로 반영되는 단계에 있어 투자매력을 충분히 느낄 수 있는 상황이다. 반면 국내 플랫폼의 경우 AI 도입 효과가 나타나고는 있지만, 여전히 서비스 고도화 → engagement 증가 → 광고/커머스 개선 단계까지 진행되는 중에 있고 조금 더 인내의 시간이 필요한 상황이다.

그럼에도 불구 국내 인터넷 플랫폼 업체는 확연한 강점을 보유하고 있다. 우선 NAVER의 장점은 뚜렷하다. NAVER는 AI를 "보여주기용"이 아니라 검색·광고·커머스·핀테크에 실제 붙여서 성과를 내는 구조를 만들어 내고있다. 25년 4분기 NAVER는 광고·커머스·핀테크 성장에 힘입어 매출 3조 1,951억원(YoY +10.7%)을 기록했고, 영업이익 6,106억원(YoY +12.7%)을 시현했다. Search Platform 매출 1조 596억원(YoY -0.5%), Commerce 매출 1조 540억원(YoY +36.0%)을 시현하며 주요 사업부의 견조한 흐름도 확인됐다. 특히 AI 기반 광고효율 개선과 개인화 추천고도화는 검색광고 효율 및 커머스 전환율 개선을 통해 기존 사업부의 매출 성장과 수익성 방어에 기여하는 상황으로 해석된다. AI가 이미 "서비스 품질 개선"을 넘어 광고·커머스 monetization에 들어가고 있는 것이다. 다만 현시점에서 NAVER의 강점은 "AI 그 자체를 파는 회사"라기보다, 한국 사용자의 의도가 강하게 쌓인 검색/쇼핑 트래픽 위에 AI를 얹어 실적을 점전적으로 개선하는 능력이라 볼 수 있다.

NAVER의 AI 경쟁력은 범용 글로벌 모델과의 정면 승부보다는, 한국어·로컬 맥락 최적화와 기존 검색·쇼핑 트래픽과의 결합력에 있다. HyperCLOVA X THINK 기준으로 약 6조 토큰의 고품질 한국어·영어 데이터, 128K 컨텍스트 및 한국 중심의 벤치마크 경쟁력을 보유하고 있다. 특히 일부 한국형 벤치마크에서는 GPT-4.1 수준에 근접/상회하는 성과를 보여준 것으로 파악된다. 물론 세계 최고 범용 AI와는 아직 결이 다르지만, 한국어 정합성·문화적 문맥·국내 규제/데이터 거버넌스 적합성에서 NAVER가 이미 충분히 의미 있는 포지션을 확보 할 수 있는 수준에는 있다고 판단된다.

다만 여전히 한계/리스크도 존재한다. 첫째, 로컬 최적화는 NAVER의 강점이지만 한국어 특화 성능이 아무리 좋아도, 글로벌 범용 AI 시장에서 압도적 점유를 가져가긴 쉽지 않고 글로벌 수준의 AI를 각각의 서비스에 깊게 넣을수록 인프라 비용·감가상각 부담이 커질 수 있는 가능성도 상존한다. 실제 25년 하반기에 인프라 비용이 증가하며, 컴퓨팅 자산 투자에 따른 감가가 증가한 바 있다. 검색·커머스에 AI를 붙이는 전략은 강하지만, 글로벌 초거대 모델 경쟁이 더 치열해질수록 R&D/추론 비용 대비 수익화 속도가 기대만큼 안 나올 가능성도 동시에 존재한다.

Fig. 9: HyperCLOVA X 한국어 특화 성능 평가 지표

출처	HyperCLOVA X 점수	타사 4모델 점수
K-MMLU – Korean-Specific Subset ↗	55.21	54.89
HAE-RAE Bench [LREC-COLING 2024 발표] ↗	84.14	68.2
KorNAT – Common Knowledge Alignment (CKA) ↗	70.7	38.6

출처: Naver Cloud, BNK투자증권
주) K-MMLU: PSAT 등 실제 기출문제를 활용해 한국 법률·역사 등 전문 지식 이해도를 평가하는 한국어 특화 벤치마크
HAE-RAE Bench: 단순 번역으로는 해결이 어려운 한국 고유의 맥락과 문화적 뉘앙스 이해도를 측정하는 벤치마크
KorNAT: 국내 교과서 데이터를 기반으로 한국의 사회적 통념 및 보편적 가치관과의 정렬 여부를 평가하는 테스트

카카오의 장점은 국민 메신저 기반의 생활형 접점이라고 볼 수 있다. 국내 카카오톡 MAU는 궁극적으로 4,900만명(평균 월간) 내외 수준으로 예상할 수 있는데 결국 "카카오Talk and AI"가 가장 핵심적인 성장엔진이라 볼 수 있다. 이 부분이 글로벌 플랫폼 사업자와 가장 구별되는 포인트라 할 수 있는데 구글이 검색/유튜브 중심의 AI 확장이라면, 카카오는 대화창 안에서 AI를 일상기능으로 침투시킬 여지가 더 크다. 따라서 추천, 요약, 쇼핑발견, 광고전환, 에이전트형 비서 기능이 톡 안에 잘 붙게되면 체류시간과 상거래 전환율을 동시에 올릴 수 있게 될 것이다.

카카오의 또 다른 장점은 광고·커머스와의 연결성이다. 카카오는 25년 4분기 Talk Biz(광고+커머스) 매출이 6,271억원(YoY +13%)을 기록하며 광고 및 거래액 기반 사업의 회복세를 확인시켰고, 신규탭과 AI 기반 서비스를 지속 도입, 광고·커머스 수익화 기회 확대를 가속화하고 있다. 즉 카카오는 AI를 독립 SaaS보다는 카카오톡 체류시간 증가 → 광고 inventory 증가 → 커머스 전환 증가 흐름으로 붙이려는 전략을 취하고 있고 당분간 이 기조가 꾸준히 유지될 것으로 전망된다. 카카오톡 기반의 생활형 트래픽과 광고·커머스 접점은 여전히 강력하며, 향후 AI 기능이 자연스럽게 안착할 경우 체류시간 증가, 광고 인벤토리 확대, 커머스 전환율 개선으로 이어질 잠재력이 충분하다.

하지만 카카오의 한계/리스크도 존재한다. 첫째, 카카오는 AI 기능 고도화에서 외부 선도모델 의존도가 높을 수 있다. 물론 기술최적화와 빠른 출시엔 매우 유리할 수 있지만 장기적으로는 원가통제, 기술 내재화 및 차별화, 데이터 주권 측면에서 다소의 약점이 될 여지도 있다. 또한 카카오는 최근 몇 년간 그룹 구조조정과 비핵심 사업 축소를 병행하고 있어, AI를 전면 확장하는 한편 적극적인 비용 통제도 동시에 진행해야 하는 상황이다.

이러한 포지션을 봤을 때, 카카오는 AI를 붙일 접점은 상당히 강하지만, AI 자체 경쟁력의 시장 인식은 아직 "서비스 응용형"에 더 가깝다고 볼 수 있다. 카카오도 데이터센터와 AI 신 서비스 투자를 하고 있지만, 아직은 AI를 통해 톡 사용시간 증가, 광고·커머스 수익화 개선에 초점이 맞춰져 있다. 즉 현재 단계에서 카카오의 AI는 "기반모델/엔터프라이즈 플랫폼 리더"라기보다 "초대형 메신저에 AI 기능을 얹어 돈을 버는 구조에 더 가깝다. 이 전략 자체는 카카오톡을 기반으로 한 카카오의 특성에 매우 잘 맞을 수 있지만, 구글처럼 클라우드·개발자 플랫폼까지 장악하는 형태의 그림과는 차이가 있다고 볼 수 있다. 현 단계에서는 AI가 독립적인 실적 드라이버로 확정적으로 작동하고 있다기보다, 기존 플랫폼 매출의 개선을 보조하는 성격이 더 강하다는 점에서 추가적인 실행 검증이 필요하다.

정리하면, 글로벌 인터넷 플랫폼 업체(구글 등)의 경쟁력은 'AI 기술' 그 자체보다도, AI를 가장 싸고 빠르게 만들고, 가장 넓게 뿌리고, 독보적인 핵심기술 및 응용기술을 적용, 다양한 채널의 돈(매출)으로 바꾸는 구조에 있다고 볼 수 있다. 반면 국내 인터넷 플랫폼 업체는 구조적으로 상이한 포지션을 취할 수 밖에 없는데, NAVER는 한국어·검색·쇼핑 맥락에서 AI의 실사용 성과 및 그에 따른 빠른 실적 연결이 강점이고, 카카오는 카카오톡 기반의 생활형 AI 침투력과 광고 및 장기적인 커머스 전환력에 더 특화되어 있다고 할 수 있다.

구글 등 글로벌 플랫폼 기업이들이 조금 더 우위의 경쟁력이 있는 이유는 이미 AI가 실험 단계가 아니라 기존 대형 수익원에 바로 붙어 있기 때문이다. 구글은 Search, YouTube, Cloud, Workspace 같은 거대한 매출 기반 위에 Gemini를 얹고 있고, 알파벳은 25년 기준 AI를 자사 "full-stack" 전략으로 운영하면서 Search·Cloud 등 핵심 사업 전반에 확장하고 있다.

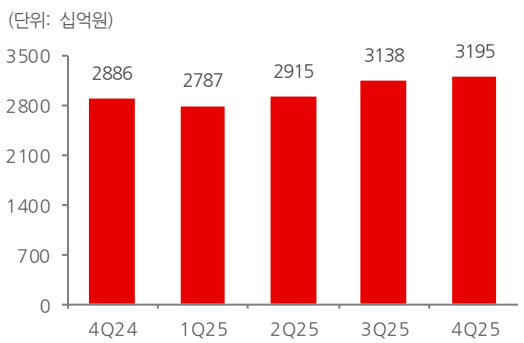
NAVER는, 국내에서 AI 수혜를 가장 빨리 실적에 연결할 가능성이 높은 구조를 갖고 있다. NAVER의 AI는 독립 SaaS보다 검색광고 효율 개선, 쇼핑 추천 고도화, 커머스 전환율 상승으로 바로 연결되기 쉽다. 다만 글로벌 확장성은 제한적이고, 향후 인프라 비용 증가가 수익성 레버리지를 일부 깎을 수도 있다는 점은 감안해야 할 것이다. 카카오는 카카오톡이라는 강력한 국민 접점을 갖고 있어, AI가 잘 붙으면 광고·커머스·체류시간 확대 효과는 가장 클 수 있다. 다만 현재는 AI 자체가 독립적인 실적 드라이버로 명확히 자리잡기보다, 톡 engagement 개선 → 광고/커머스 전환 개선의 간접 경로가 중심이 되고 있다. 여기에 외부 파트너(OpenAI) 연계 전략 비중이 커, 기술 내재화와 원가 통제 측면에서 꾸준한 경쟁력을 담보하는 것이 주요 과제가 될 것으로 판단된다.

정리하자면 당사는 글로벌 인터넷 플랫폼 내 AI 투자매력도를 비교할 때, 단순한 기술 경쟁력(모델 성능)보다 AI의 수익화 속도와 이익 전이의 가시성을 핵심 판단 기준으로 보는 것이 더 합당하다고 본다. 기술한 바와 같이 글로벌 인터넷 플랫폼 업체는 이미 Search, Cloud, Subscription 등 대형 매출 축에 AI가 본격적으로 결합되며 실적 기여가 뚜렷하게 확인되는 구간에 진입했다. NAVER는 국내 플랫폼 사업자 중 AI 효과가 광고·커머스 매출로 가장 빠르게 연결될 수 있는 구조를 보유하고 있고 카카오는 카카오톡 기반의 강한 생활 트래픽 접점을 보유하고 있다.

현 시점에서 NAVER는 국내 플랫폼 중 가장 현실적인 실전형 AI 수혜주라고 판단된다. NAVER는 25년 4분기 연결 매출 3조 1,951억원(YoY +10.7%), 영업이익 6,106억원(YoY +12.7%)을 달성했으며, Search Platform 1조 596억원(YoY -0.5%), Commerce 1조 540억원(YoY +36.0%)으로 전사 실적을 견인했다. 특히 플랫폼 광고 성장의 배경으로 AI 기반 광고 효율 개선을, 커머스 성장의 배경으로 개인화 고도화 및 AI 추천이 작용하고 있다. 이는 NAVER의 AI가 독립형 SaaS보다는 검색광고 효율개선, 쇼핑 전환율 상승, 커머스 take-rate 확대를 통해 기존 수익모델에 가장 빠르게 스며드는 형태라는 점을 시사한다. 당사는 이 점에서 NAVER가 국내 인터넷 업종 내 AI 수혜의 실적 전환 속도는 가장 우수하다고 판단한다.

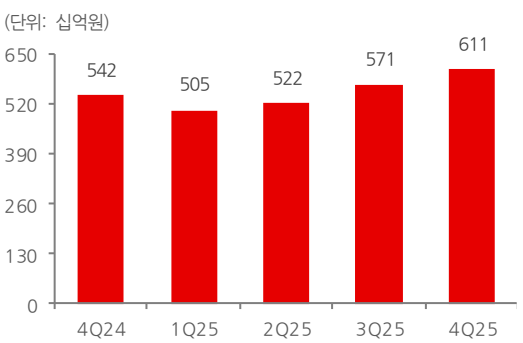
NAVER의 AI 전략은 독립형 모델 판매보다는 개인 추천 강화, 커머스 전환율 상승을 통해 기존 손익 구조에 직접 반영되는 형태라는 점에서 투자매력이 높다. 즉, AI의 성과가 단순히 서비스 품질 개선에 그치는 것이 아니라 매출 성장과 수익성 방어로 연결되는 구조라는 점이 핵심이다. 특히 국내 검색·쇼핑 의도 트래픽 기반은 AI 적용 효과를 가장 빠르게 수익으로 전환할 수 있는 자산이다. 이러한 이유로 당사는 NAVER를 국내 인터넷 업종 내 AI 수혜의 실전형 대표주로 평가한다. 다만 로컬 중심 사업 구조로 인해 글로벌 멀티플 확장성에는 일정한 한계가 존재하며, 인프라 및 개발비 증가가 단기 마진 상단을 제약할 수 있다는 점은 감안할 필요가 있다.

Fig. 10: 네이버 분기별 매출액



출처: 네이버, BNK투자증권

Fig. 11: 네이버 분기별 영업이익

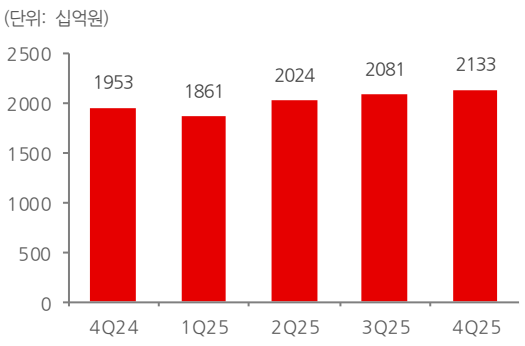


출처: 네이버, BNK투자증권

카카오는 옵션형 AI 수혜주로 접근하는 것이 적절하다고 여겨진다. 카카오는 25년 4분기 연결 매출 2조1,332억원(YoY +9.0%), Talk Biz 매출 6,271억원(YoY +13%), 영업이익 2,034억원(YoY +136%)을 기록하며 수익성 개선 폭이 두드러졌다. 카카오톡을 중심으로 한 플랫폼 트래픽과 광고·커머스 기반은 여전히 견조하다. 이 대규모 생활형 트래픽 위에 AI 기능이 안착할 경우, 체류시간 증가와 광고 inventory 확대, 커머스 전환율 상승으로 유연하게 이어질 수 있다. 다만 현재 실적 구조는 여전히 AI 그 자체의 직접 매출화보다는 기존 플랫폼 매출의 완만한 개선세에 가까우며, AI가 손익을 재가속하는 단계까지 추가적인 실행 검증이 필요하다고 판단한다.

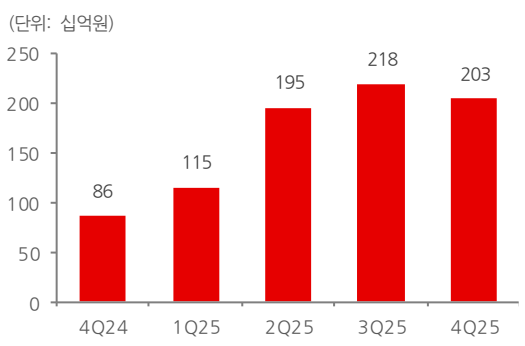
현시점 카카오는 AI를 활용한 실적의 가시성보다는 기대가 더 앞서는 구간에 있다. 카카오톡이라는 강력한 사용자 접점을 기반으로 AI 기능이 성공적으로 안착할 경우, 체류시간 확대와 광고 inventory 증가, 커머스 전환율 개선으로 이어질 잠재력이 충분하다. 다만 현재 시점에서는 AI 효과가 본격적인 이익 성장으로 확정적으로 연결되고 있다고 판단하기에는 다소 이르다고 판단된다. 즉, 확실한 투자 포인트는 분명 존재하나 실적 가시성보다는 기대감이 선행하는 국면으로 해석하는 것이 적절하다. AI를 접목할 수 있는 생활형 플랫폼, 그 접점은 매우 강력하나 아직 엔터프라이즈 플랫폼 리더보다는 서비스 응용형 관점의 AI 수혜주에 가깝다고 본다. 외부 선도모델과의 협업 비중이 높아질수록 기술 내재화, 원가통제, 차별화 측면에서 구조적 과제가 남을 수 있으며, 본격적인 주가 재평가를 위해서는 사용자 반응과 수익화 지표가 실적으로 적극적으로 연결되는 과정에 대한 확인이 더 필요하다는 판단이다. 향후 주가의 본격적인 재평가를 위해서는 AI 서비스의 안착 속도, 이용자 반응, 그리고 실제 광고/커머스/매출 개선으로 이어지는 지표 확인이 요구된다. 이러한 관점에서 볼 때 카카오는 단기매수 관점보다 중장기 업사이드 옵션에 주목하는 접근이 유효하다고 판단한다.

Fig. 12: 카카오 분기별 매출액



출처: 카카오, BNK투자증권

Fig. 13: 카카오 분기별 영업이익

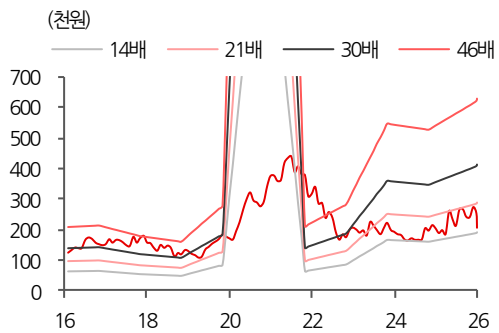


출처: 카카오, BNK투자증권

결론적으로 당사는 인터넷 플랫폼 업종 내 AI 관련 투자전략을 점검함에 있어, 단순한 기술 경쟁력보다 AI의 상업화 속도, 기존 사업과의 결합력, 그리고 이익가시성을 핵심 평가기준으로 적용한다. NAVER는 AI 도입 효과가 검색광고 효율 개선과 커머스 추천 고도화를 통해 기존 사업부의 매출성장 및 수익성 방어로 가장 빠르게 연결될 수 있는 구조를 갖추고 있다. 이러한 기준에서 NAVER가 빠른 손익 반영이 가능한 구조를 보유하고 있고, 기존 광고·커머스 손익과의 연동성이 가장 높은 실전형 AI 수혜주로 평가한다. 단기적으로는 인프라 및 개발비 증가에 따른 비용 부담이 존재하나, 국내 인터넷 업종 내 AI 수혜의 실적 가시성이 가장 높다는 점에서 중단기 밸류에이션 확장성이 높다고 판단한다. 카카오는 카카오톡 기반의 강력한 트래픽과 생활형 플랫폼 접점을 감안할 때 AI 서비스 안착 시 광고 inventory 확대와 커머스 전환율 개선 여력이 충분하다. 본격적인 밸류에이션 재평가는 AI 기능의 사용자 지표 개선과 뚜렷한 수익 성과가 실제로 확인되는 시점 이후(3/4분기)가 적절하다는 판단이다. 카카오는 강한 플랫폼 접점과 뛰어난 중장기 옵션가치를 보유하고 있다. 다만 현 시점에서는 기대가 실적을 다소 선행하는 구간으로 판단되며, 향후 AI 서비스 안착과 수익화 지표 확인이 주가 재평가의 핵심 변수가 될 전망이다.

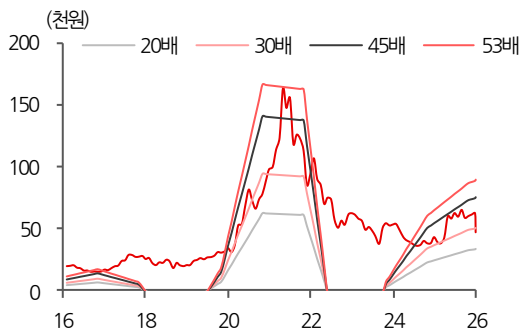
국내 인터넷 업종 내 AI 수혜 관점에서의 선호도는 NAVER를 중단기 선호주, 카카오를 후반기 선호주로 제시한다. NAVER는 AI 효과가 기존 광고·커머스 실적에 직접 반영될 가능성이 높아 단기 이익 가시성이 좋다고 판단되며, 카카오는 플랫폼 경쟁력과 잠재력을 바탕으로 하반기 실적 반영의 확인 과정(AI 서비스 안착과 수익화 지표 확인)을 통해 추가적인 업사이드 룸을 확보할 수 있을 것으로 판단된다.

Fig. 14: 네이버 PER 밴드



출처: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 15: 카카오 PER 밴드



출처: ValueWise, BNK투자증권

관련 기업 리포트

NAVER (035420) 7

카카오 (035720) 18

NAVER(035420)

기업분석 리포트

BNK 투자증권

26년, 멀티플 재평가의 가능성은?

AI와 핀테크 시대에 앞서

NAVER는 (1)온서비스(온-플랫폼) AI를 기반으로 한 트래픽/전환율 구조 변화 (2)NAVER 파이낸셜과 디지털자산(두나무) 축의 결합이 만들어낼 결제·금융·자산관리의 가치사슬 재편이 동시에 현실화될 가능성을 보유하고 있다. 따라서 앞으로 NAVER의 밸류에이션은 '본업의 하방 경직성' 위에, 'AI와 핀테크(블록체인 포함)로 상방이 열리는 구조'라는 관점에서 해석하는 것이 보다 합리적일 것이다.

사업영역의 적극적인 확장으로 멀티플 재평가 가능성 도래

NAVER는 국내 플랫폼 업종 내에서 드물게 '현금창출 기반(서치플랫폼)'과 '확장가능한 성장옵션(AI·커머스·핀테크·글로벌)'을 동시에 보유한 사업자다. 따라서 투자자는 단기적으로는 분기 실적의 변동성(광고 및 커머스 시즌)을 감내해야 하지만, 중기적으로 AI 기반 전환율을 동반한 구조개선과 핀테크 축의 재편이 만들어내는 멀티플 재평가의 가능성을 함께 고려할 필요가 있다.

서비스 전환율과 광고효율이 더 중요해 질 전망

26년을 기점으로 NAVER의 AI 전략은 단순한 '모델개발 경쟁'이 아니라 '서비스 전환율과 광고 효율을 구조적으로 끌어올리는 설계'에 방점이 찍힐 것으로 본다. 특히 AI 브리핑과 홈피드형 인벤토리 확장이 결합될 경우, 검색의 '쿼리기반 수요'에만 의존하지 않고 '발견·탐색 기반 수요'를 확대함으로써, 광고 섹터의 질적 업그레이드가 가능해질 수 있다.

Fig. 1: NAVER 연결재무제표 요약

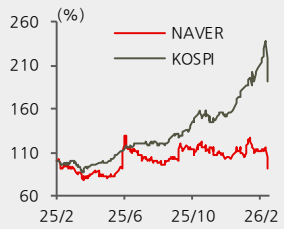
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액(십억원)	9,671	10,738	12,036	13,317	14,515
영업이익	1,489	1,979	2,208	2,443	2,783
세전이익	1,481	2,322	2,345	2,601	2,972
순이익[지배]	1,012	1,923	1,814	2,074	2,377
EPS(원)	6,180	11,913	11,493	13,221	15,152
증감률(%)	33.4	92.8	-3.5	15.0	14.6
PER(배)	36.2	16.7	21.1	15.7	13.7
PBR	1.5	1.2	1.4	1.1	1.0
EV/EBITDA	18.0	11.3	12.9	10.1	8.9
ROE(%)	4.4	7.9	6.9	7.4	7.9
배당수익률	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5

자료: NAVER, BNK투자증권 / 주: K-IFRS 연결

투자의견	매수
[신규]	
목표주가(6M)	300,000원
[신규]	*44.2%*
현재주가	208,000원
2026/3/4	

주식지표	
시가총액	32,625십억원
52주최고가	290,500원
52주최저가	176,900원
상장주식수	15,685만주/0.0만주
자본금/액면가	16십억원/100원
60일평균거래량	140만주
60일평균거래대금	358십억원
외국인지분율	39.1%
자기주식수	752만주/4.8%
주요주주및지분율	
국민연금공단	9.3%
BlackRock Fund Advisors 외 13인	6.1%

주가동향



이종원
인터넷/게임/엔터
bluesky@bnkfn.co.kr
(02)2071-7657

BNK투자증권 리서치센터
07325 서울시 영등포구 여의대로 56
한화손해보험빌딩 10층
www.bnkfn.co.kr

산업 및 거시 환경: 광고·커머스·AI 인프라의 재편

NAVER는 '온서비스 AI' 전략으로 검색·쇼핑·지도 등 핵심 서비스에 AI를 통합하고 있다. 25년 말 기준 NAVER 검색 결과의 약 15%는 AI가 요약 답변을 제공하며, 이용자 약 3천만명이 'AI 브리핑'을 매일 활용하고 있고 이를 올해 안에 20%까지 확대할 계획에 있다. 또한 상반기 중 'AI 쇼핑 에이전트' 기능을 출시하여 대화형으로 쇼핑을 지원하고, 'AI 탭'을 통해 검색 내용을 질문-답변 형식으로 제공할 예정이다. 지난 25년 연간기준 NAVER 실적은 매출 12조원(YoY +12.1%), 영업이익 2조2천억원(YoY +11.6%)으로 사상 최대를 기록했으며, 특히 쇼핑광고 매출(3조6천억원, YoY +26.2%)과 검색 광고 매출이 성장세를 견인했다. AI 통합을 통한 사용자 경험 개선 역시 실적 상승의 배경이 되고 있다. 기술개발 측면에서 NAVER는 LLM 'HyperCLOVA X'(다국어·멀티모달)와 음성인식, 로보틱스 등을 연구 중이며, GPU 서버에 1조원 규모를 투자하고 '물리적 AI(Physical AI)' 실험 환경을 구축할 계획을 갖고 있음을 25년 11월 실적 컨퍼런스 콜에서 밝힌 바 있다.

NAVER의 향후 경쟁구도는 크게 세가지 축으로 정리된다. ① 검색/디스플레이 광고에서는 글로벌 플레이어(구글, 메타)와 국내 포털·커뮤니티의 경쟁이 공존하나, 그간 NAVER는 로컬 데이터·로컬 서비스(지도·예약·쇼핑)의 결합으로 '한국형 슈퍼앱'의 방어력을 유지해 왔다. ② 커머스에서는 쿠팡이 물류 기반의 경험을 강점으로 빠르게 성장했으나, NAVER는 거래액 규모 이상의 강점—광고/콘텐츠/검색 트래픽을 유입원으로 활용할 수 있는 구조를 나타낸다. ③ AI 인프라(클라우드·GPU) 경쟁에서는 빅테크 대비 절대 규모는 제한적이지만, AI와 공공 클라우드 수요가 확대될 경우 '레퍼런스 기반 수주'가 가능한 포지션을 확보할 수 있다. 해외 시장에서 NAVER가 단기간에 글로벌 '검색 플랫폼'으로 확장하기는 어려우나, 웹툰(콘텐츠 IP)과 B2B(클라우드·디지털 트윈·공간/지도 플랫폼)에서 선택과 집중형 확장은 가능할 수 있다.

회사 개요 및 사업 구조

NAVER는 서치플랫폼(검색·디스플레이·홈피드 등 광고/트래픽 수익), 커머스(스마트스토어·브랜드스토어·중개/판매 및 커머스 광고), 핀테크(NAVER페이·결제/정산·금융상품), 콘텐츠(웹툰·스노우·버추얼/라이브 등), 엔터프라이즈(클라우드·웍스·디지털 트윈/지도 등)로 구성된 복합 플랫폼이다. 이 구조의 핵심은, 각 사업이 독립적으로 성장하는 것이 아니라 '트래픽→전환→정산→재방문'의 루프가 내부에서 순환되어 연결될수록 수익화율이 지속 개선된다는 점에 있다. 따라서 NAVER의 장기투자 논리는 단일지표(검색 점유율, 거래액, 결제액)로 단순화하기 어렵다. 광고효율(ROAS), 수수료율, 결제/금융상품 침투율이 중요하고, 여기에 앞으로는 AI 기반 개인화로 인한 체류시간·전환율의 변화까지 확인해야 하기 때문이다.

실적리뷰 및 전망

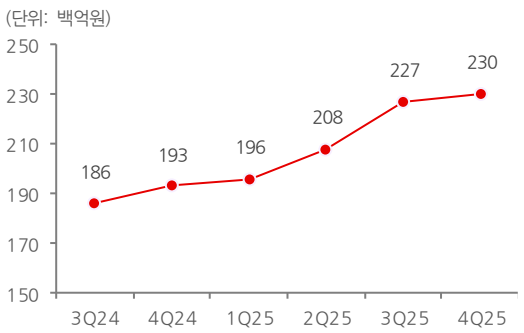
NAVER의 과거 24년 연결 매출은 10.7조원, 영업이익은 2조원 수준으로, 당시 광고 및 커머스의 회복과 비용 효율화가 결합된 결과로 해석된다. 반면 25~27년 까지의 성장 구간은 'AI 기능의 확산 속도'와 '커머스 수익화율 상승', '핀테크 축의 재편'이 동시에 반영되는 구간이 될 것이다. 핀테크 부분의 매출이 가파르게 증가한다면, 이는 NAVER 페이 자체 성장만으로 설명되기보다는, 결제·정산 영역이 디지털자산·투자상품 등으로 확장되거나, 지분 구조 변화로 연결 범위가 확장되는 이벤트가 반영된 시나리오를 내포한다. 즉, 26년을 기점으로 NAVER에 투자를 한다면 '기저 사업의 안정적 성장'과 '구조적 이벤트(연결 범위 변화)'를 구분해서 트래킹할 필요가 있다고 판단된다.

동사는 지난 4Q25에 매출 3.2조원(YoY +10.7%), 영업이익 6,106억원(YoY +12.7%)을 달성한 바 있다. 중요한 포인트는, 계절성의 단기 요인보다도, AI 브리핑 도입 이후 홈피드 인벤토리의 수익성이 개선되며 성수기 광고 집행이 효율적으로 확대될 수 있었다는 점이다. 또한 25년 중반 이후 수수료율 인상과 브랜드스토어 전환이 진행되면서, 중개/판매매출이 성장하는 모습이 확인된다. 세그먼트 관점에서 26년의 성장 업사이드는 핀테크의 성과에서 나타날 가능성이 높다. 이는 단순히 결제·정산 본업 성장만으로는 설명되기 어려운 내용으로, 디지털자산/투자 연계, 제휴 기반 거래액/수수료의 구조적 변화 등 비선형 트리거가 존재한다는 전제를 내포한다. 향후 핀테크 비즈니스는 동사의 '옵션 가치'가 아닌, 실적 가이던스/정책 변화/규제 환경을 통해 가정의 현실화 여부를 분기별로 점검하는 과정이 필요하다고 본다.

분기 흐름을 보면 1Q26E는 매출 3조원, 영업이익 5,637억원(OPM 18.3%)으로 전년 기저 효과와 광고/커머스의 안정적 성장 속에 안정적인 수익성을 확인하는 구간이 될 전망이다. 2Q는 성수기 진입 전에도 서치플랫폼의 상품 믹스(홈피드·AI 브리핑 등)와 커머스 수익화(수수료율·브랜드스토어 전환 등)가 누적되며 영업이익이 5,900억원 수준까지 개선되는 기점이 될 수 있을 것으로 전망한다. 결론적으로 '26년 종합적인 실적전망은 '본업의 완만한 성장(서치·커머스)과 성장옵션의 가시화(핀테크), 비용구조의 레버리지라는 세 축으로 정리될 수 있다.
당사는 NAVER의 2026E의 실적을 연결매출 13조3천억원(YoY +10.7%), 영업이익 2조4천

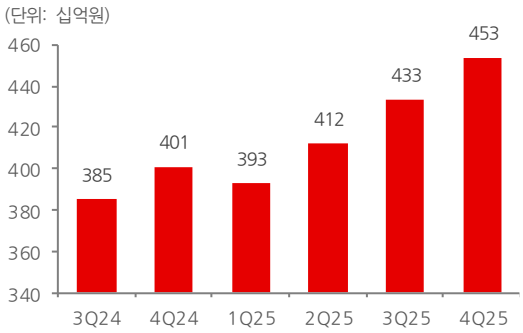
억원(YoY +11%), OPM 11.3%(YoY+3.6%p)로 예상한다. 실적측면에서는 3Q26~4Q26는 이 부분이 가장 공격적으로 반영될 것으로 예상되는 구간이다. 3Q26는 레버리지가 본격화되고, 4Q26는 매출 '성수기 영향+제품믹스 개선+비용률 하락'이 동시에 작동하는 구간이 될 가능성이 높기 때문이다. 핵심은 분기별로 수익성이 '점진적 개선'이 아니라 '하반기 가속' 형태로 진행될 가능성(특히 3Q~4Q의 이익률 레벨업)이 높다는 것이다. 즉, 26년 이익률 개선의 대부분은 하반기에서 발생할 것으로 예상되며, 투자자는 상반기 실적만으로 연간체력을 과소평가하지 않도록 유의할 필요가 있다. 지난 25년에는 서치플랫폼의 완만한 개선과 커머스 수익화(수수료율/광고형 상품 확장)가 실적의 하단을 지지하는 가운데, 핀테크 영역이 '준비구간'에 해당한다는 점이 핵심이였다. 반면 '26년은 핀테크의 고성장이 실적 레버리지의 중심축으로 작동해야, 실질적인 실적 레버리지 효과를 기대할 수 있다고 판단된다.

Fig. 2: 핀테크 결제액



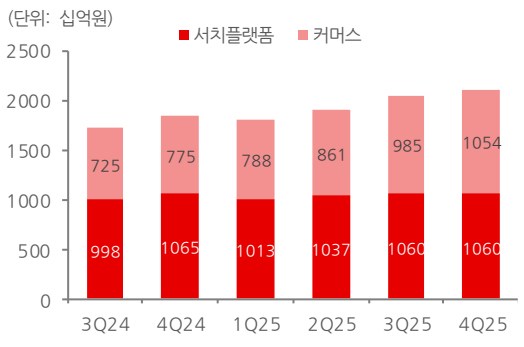
자료: NAVER, BNK투자증권

Fig. 3: 핀테크 매출액



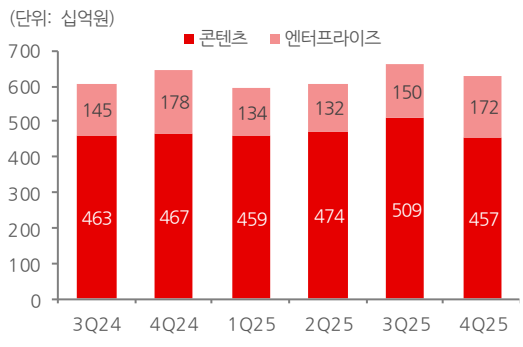
자료: NAVER, BNK투자증권

Fig. 4: 서치플랫폼 및 커머스 매출액



자료: NAVER, BNK투자증권

Fig. 5: 콘텐츠 및 엔터프라이즈 매출액



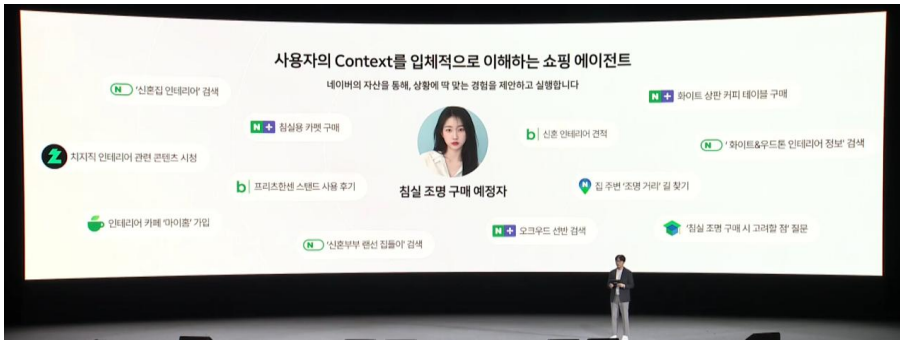
자료: NAVER, BNK투자증권

AI 전략: 온서비스 AI → 에이전틱 AI로의 전환

NAVER AI 전략의 차별점은 '모델성능 경쟁'보다 '서비스 내 행동 흐름을 재설계'하는 데 초점을 둔다는 점이다. AI 브리핑은 검색결과의 요약과 정보탐색 효율을 높이는 초기 단계라면, 향후 로드맵은 쇼핑 에이전트(커머스) → 검색 AI 탭(탐색 인터페이스) → 통합 에이전트(실행까지 자동화)로 확장되는 형태로 예상된다. 이는 검색어 입력 중심의 UI에서, 사용자의 맥락을 이해하고 다음 행동을 제안하고 실행하는 UX로의 전환이며, 플랫폼 관점에서는 '광고/커머스/예약/결제'의 전환 구간을 하나의 연속된 funnel로 연결할 수 있다는 의미다.

이러한 전환이 수익화로 연결되는 메커니즘은 다음과 같이 정리할 수 있다. ①AI가 탐색 시간을 늘리고, 추천의 정확도를 높이면, 플랫폼 내부 체류시간과 세션당 노출 가능 인벤토리가 증가한다. ②추천이 실제 구매전환으로 이어질수록, 커머스 거래액 뿐 아니라 커머스 광고(셀러 마케팅비)도 내부로 유입된다. ③전환이 늘어난 거래는 결제(NAVER페이)로 연결되며, 이는 핀테크 매출의 레버리지도 높이게 된다. 즉 AI 투자는 광고 단가상승의 단선적 구조가 아니라, '트래픽-전환-정산' 전 구간의 효율을 개선하는 전사적 투자로 평가해야 한다.

Fig. 6: 네이버 AI 전략



자료: NAVER, BNK투자증권

Fig. 7: 네이버 Agent N

자료: NAVER, BNK투자증권

서치플랫폼: 광고 상품 재배치와 인벤토리의 질적 개선

서치플랫폼은 NAVER의 전통적인 현금창출 기반이자, 시장이 '하방'을 안정적으로 바라보는 근거가 되는 사업이다. 다만 단기적으로는 광고주 지출(특히 경기 민감 업종)의 변동성이 존재하며, 장기적으로는 검색행태 변화(대화형 AI, 소셜/커머스 검색)라는 구조적 변수가 상존한다. NAVER는 이러한 구조 변화를 '홈피드'와 'AI 브리핑'의 결합으로 대응하는 모습이며, 광고 상품의 재배치 및 효율화 과정에서 서치플랫폼 성장률이 일시적으로 둔화될 수는 있으나, ROAS가 개선되는 지면에서는 광고 집행이 다시 확대될 여지가 존재한다.

향후 체크해야 할 부분은 ①검색 광고의 클릭/전환 효율 ②디스플레이/홈피드 인벤토리의 확대 속도, ③AI 브리핑이 검색 경험을 단축시키면서도 체류시간을 늘리는지 여부(요약+추가 탐색의 유도), ④광고주 믹스의 변화(브랜드 vs 퍼포먼스)이다. 이 네 가지 변수가 동시에 개선될 때, 서치플랫폼은 '정체'가 아니라 '질적 재가속' 국면으로 전환할 가능성이 높다.

커머스: 수수료율 상향과 '쇼핑 에이전트'의 결합

커머스의 투자 논리는 거래액 점유율만으로 평가하기 어렵다고 본다. NAVER는 오픈마켓 형태의 스마트스토어를 기반으로, 브랜드스토어 및 중개·판매 구조를 확장하면서 '수익화율 상승'이라는 더 직접적인 수익구조를 만들어 내고 있다. 특히 '25년 중반 이후 수수료 구조조정과 브랜드스토어 전환이 진행되면서 중개/판매 매출이 큰 폭으로 증가하는 흐름이 감지된다. 또한 쇼핑 에이전트의 도입은, 커머스에서의 AI 적용이 단순 추천 고도화에 그치지 않고, 구매 여정 자체를 단축시키는 역할을 한다는 점에서 중요하다. 사용자가 '어떤 상품을 사야 할지' 고민하는 구간은 본질적으로 정보 비대칭이 존재하고, 이때 플랫폼이 신뢰 가능한 비교·추천·후기 요약을 제공할수록 전환율이 상승하게 된다. 전환율이 상승하면 셀러의 마케팅비는 외부 채널에서 내부광고로 이동하게 되며, NAVER는 광고(커머스 광고)와 수수료(중개/판매)를 동시에 강화하는 구조를 갖게 된다.

쿠팡은 로켓배송을 중심으로 한 물류 경험이 강점인 반면, NAVER는 검색·콘텐츠·커뮤니티 기반의 트래픽을 커머스로 유입시키는 데 강점을 가진다. 따라서 단기 이벤트(경쟁사 이슈로 인한 반사효과)가 발생할 경우, NAVER는 트래픽-거래액 측면에서 유의미한 변화를 경험할 수 있다. 그 변화가 일시적에 그칠지 구조적으로 고착될지는 '구매경험(배송·CS)'과 '발견경험(AI 추천·홈피드)'이 결합되는 정도에 달려 있다. 또한 신선식품 대응(예: 외부 파트너 입점)과 인벤토리 확장 등은 NAVER의 대체재 기능을 강화하는 요인으로 평가된다.

NAVER 페이의 확장과 두나무와의 결합

NAVER 페이는 결제·송금·정산을 기반으로 플랫폼 내 상거래를 효율화해 왔으며, 커머스 성장과 함께 결제액이 확대되는 구조를 가진다. 하지만 결제 사업의 본질적 한계는 '수익화 수단'이 결제 수수료에 제한될 수 있다는 점이며, 따라서 금융상품(대출·보험·투자 등), 자산관리, 그리고 디지털자산과의 연결을 통해 수익원을 다각화하는 전략이 장기적으로 더 중요하다. 최근 시장의 관심은 NAVER 파이낸셜과 두나무의 온전한 결합, 그리고 그 결합이 단순한 연결이익 증가를 넘어 원화 기반 디지털결제/유통생태계의 확장으로 이어질 수 있는지에 맞춰져 있다. 여기에 향후 규제(디지털자산 2단계 입법 등) 정비 과정에서 결제·유통·지갑의 통합이 가져올 시장 규모가 재평가될 수 있을 것이다.

콘텐츠·글로벌: 웹툰 IP와 선택과 집중형 해외 확장

NAVER는 일본·동남아 등에서 라인자산을 보유하고 있으며, 이는 안정적 지분가치로 평가되지만 지분구조와 현지 규제환경, 그리고 사업시너지의 실질성이 가치산정의 핵심 변수가 된다. 콘텐츠 사업은 단기적으로는 변동성이 큰 영역이지만, NAVER의 '글로벌 확장옵션'을 대변한다는 점에서 의미가 있다. 웹툰은 플랫폼 트래픽과 결합된 IP 비즈니스이며, IP의 2차 확장(영상화·게임화·머천다이징)을 통해 장기적으로 매출과 마진을 동시에 개선할 수 있다. 다만 글로벌 콘텐츠 시장은 현지화·마케팅 비용이 필연적으로 수반되므로, '성장'의 속도뿐 아니라, 고객획득비용 대비 수익개선이 실제로 나타나는지(수익성 전환의 시그널)를 함께 확인해야 하는데, 현재 외부경쟁이 격화되고 있어 상황이 녹록치 않은 것은 사실이다.

밸류에이션: 멀티플 재평가의 조건은?!

NAVER의 밸류에이션은 전통적으로 '국내 광고/커머스'의 성장률과 '해외/신사업의 옵션 가치' 사이에서 역동적으로 진동해 왔다. 이제 향후 성장의 핵심은 AI 및 핀테크 축의 구체적 성과가 확인될 경우 멀티플 상단이 열릴 수 있다는 것이다. 또한 밸류에이션이 글로벌 빅테크 수준으로 상승 가능이라는 논리가 현실화되기 위해서는, 향후 AI 도입이 성장률과 수익성의 동시 개선으로 연결되어 '성장주 프리미엄'을 받을 수 있어야 할 것이다.

동사의 하방 리스크 시나리오는 AI 기능 확산이 사용자 경험개선으로는 이어지되 수익화로 연결되는 속도가 더딘 경우, 그리고 커머스 경쟁 격화로 수수료율 상향이 제한되거나 마케팅비가 증가하는 경우가 될 것이다. 결론적으로 안정적인 성장 시나리오는 AI 브리핑과 홈피드가 광고 효율을 점진적으로 개선하고, 커머스 수익률 상승이 안정적으로 지속되며, 핀테크 축의 이벤트가 '기대-현실화'의 적절한 시간차를 두고 반영되는 형태가 될 것이다. 더욱 긍정적인 스토리는 쇼핑 에이전트가 전환율을 의미 있게 끌어올려 커머스 광고와 중개/판매 매출이 동시에 가속되고, 핀테크/디지털자산 축이 규제 정비와 함께 새로운 수익원(원화 스테이블코인 기반 결제, 기관 서비스 등)을 확보하면서 멀티플 재평가가 동반되는 경우로 정의할 수 있다.

'본업의 안정성 + 옵션의 현실화'가 만드는 멀티플 게임

이제 AI가 더 이상 기대감에 머무르지 않고, 검색·클라우드·구독 등 기존 핵심 사업부의 성장률과 수익성을 동시에 견인하는 국면에 진입했다. 동사에 대해 국내 인터넷 업종 중, 실적 연동성이 매우 높은 AI 수혜주라는 판단이다. NAVER의 AI 전략은 독립형 모델 판매보다 검색광고 효율개선, 커머스 추천 고도화, 전환율 상승을 통해 기존 손익계산서에 직접 반영되는 구조라는 점에서 투자매력이 있다. 즉, AI 도입의 성과가 사용성 개선에 그치지 않고 매출성장과 수익성 방어로 이어질 가능성이 크다는 점이 투자 관점의 핵심이다. 다만 로컬 중심의 사업 구조상 글로벌 확장 프리미엄에는 여전히 한계가 존재하며, 인프라 및 개발비 부담 확대는 중단기 밸류에이션 상단을 제약하는 요인으로 작용할 수 있다.

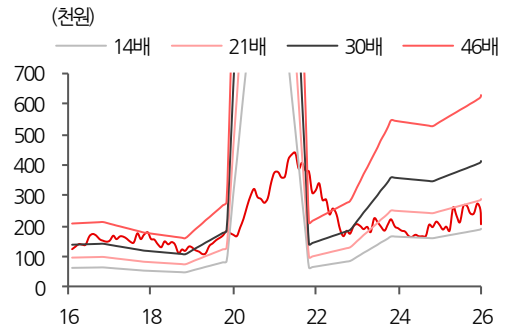
NAVER에 대한 목표주가 300,000원을 제시한다. 목표주가는 '26년 예상 EPS에 소프트웨어/인터넷 플랫폼 Peer 그룹의 PER 밴드 상단을 20% 할인한 타켓 PER(x23)를 적용 산출했다. 신성장 사업의 중장기 성장가능성과 기존 수익성의 상향세를 반영했다. 동사는 국내 플랫폼 업종 내에서 드물게 '현금창출 기반(서치플랫폼)'과 '확장 가능한 성장옵션(AI·커머스·핀테크·글로벌)'을 동시에 보유한 사업자다. 따라서 투자자는 단기적으로는 분기실적의 변동성(특히 광고/커머스 시즌 등)을 감내해야 하지만, 중기적으로 AI 기반 전환율 구조 개선과 핀테크 축의 재편이 만들어내는 멀티플 재평가의 가능성을 함께 고려할 필요가 있다. 핵심은 '새로운 기능이 출시됐다'가 아니라, 그 기능이 얼마나 빠르게 사용자 행동을 바꾸고, 그 변화가 얼마나 확실하게 수익화로 이어지는지이며, 그 연결 고리가 명확해지는 순간 동사는 단순한 포털 BM을 넘어, 한국형 AI 플랫폼으로의 재정비를 통해 궁극적인 밸류에이션을 획득할 수 있다고 판단되며 아직은 넘어야 할 산이 많은 구간이다. 동사의 강점은 한국어 및 국내 검색·쇼핑 의도 데이터에 기반한 로컬 최적화에 있으나, 이는 동시에 시장규모의 상단이 상대적으로 제한된다는 의미이기도 하다. 따라서 국내 실적 가시성은 높지만 글로벌 기업대비 멀티플 확장성은 당분간 제한적일 수 있다는 점도 고려해야 한다.

표 1. NAVER Valuation Table (단위: 십억원, 주, 원, 배, %)

구분	내용	비고
'26년 예상 순이익	2,074	지배주주지분 기준
발행주식수	156,852,638	
'26년 예상 EPS	13,221	
적용PER	23	소프트웨어/인터넷 플랫폼 Peer 그룹 PER 밴드 상단 20% 할인
주당가치	304,083	
목표주가	300,000	
현재주가	208,000	
상승여력	44.2	

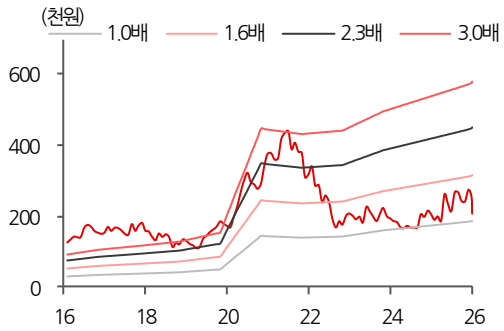
자료: NAVER, BNK투자증권

Fig. 8: NAVER PER 밴드 차트



자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 9: NAVER PBR 밴드 차트



자료: ValueWise, BNK투자증권

표 2. NAVER 분기 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	2025	2026F
매출액	**2786.8**	**2915.1**	**3138.1**	**3195.1**	**3072.1**	**3218.4**	**3474.7**	**3551.6**	**12035.0**	**13316.8**
YoY	*10.3%*	*11.7%*	*15.6%*	*10.7%*	*10.2%*	*10.4%*	*10.7%*	*11.2%*	*12.1%*	*10.7%*
서치플랫폼	1012.7	1036.5	1060.2	1059.6	1053.2	1078.0	1102.6	1102.0	4168.9	4335.7
커머스	787.9	861.1	985.5	1054.0	948.4	1036.5	1186.2	1268.7	3688.4	4439.8
핀테크	392.7	411.7	433.1	453.1	439.9	461.2	485.1	507.4	1690.7	1893.6
콘텐츠	459.3	474.0	509.3	456.7	468.3	483.3	519.3	465.7	1899.2	1936.5
엔터프라이즈 /클라우드	134.2	131.7	150.0	171.8	162.4	159.4	181.5	207.9	587.8	711.2
영업비용	**2281.5**	**2393.5**	**2567.4**	**2584.4**	**2508.5**	**2627.9**	**2837.2**	**2900.0**	**9826.9**	**10873.5**
YoY	*9.3%*	*12.0%*	*17.2%*	*10.3%*	*9.9%*	*9.8%*	*10.5%*	*12.2%*	*12.2%*	*10.7%*
개발/운영비	687.7	699.3	749.8	759.2	739.3	774.4	836.1	854.6	2896.0	3204.5
파트너	974.2	1014.0	1097.0	1114.4	1072.0	1123.1	1212.5	1239.3	4199.7	4647.0
인프라	189.3	197.7	218.6	205.2	207.0	216.8	234.1	239.3	810.9	897.2
마케팅	430.2	482.4	502.0	505.7	490.2	513.5	554.4	566.7	1920.3	2124.8
영업이익	**505.3**	**521.6**	**570.6**	**610.6**	**563.7**	**590.5**	**637.5**	**651.6**	**2208.1**	**2443.3**
YoY	*15.0%*	*10.3%*	*8.6%*	*12.7%*	*11.6%*	*13.2%*	*11.7%*	*6.7%*	*11.6%*	*10.7%*
OPM	*18.1%*	*17.9%*	*18.2%*	*19.1%*	*18.3%*	*18.3%*	*18.3%*	*18.3%*	*18.3%*	*18.3%*
순이익	**423.7**	**497.4**	**734.7**	**164.6**	**484.8**	**569.1**	**840.8**	**188.3**	**1820.3**	**2083.1**
YoY	*-23.8%*	*49.8%*	*38.6%*	*-68.0%*	*14.4%*	*14.4%*	*14.4%*	*14.4%*	*-5.8%*	*14.4%*
NPM	*15.2%*	*17.1%*	*23.4%*	*5.2%*	*15.8%*	*17.7%*	*24.2%*	*5.3%*	*15.1%*	*15.6%*

자료: NAVER, BNK투자증권

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	7,028	9,375	10,120	11,229	12,791
현금성자산	3,576	4,196	4,364	4,905	5,934
매출채권	491	478	536	593	646
재고자산	15	22	24	27	29
비유동자산	28,710	28,793	30,365	32,006	33,593
투자자산	21,231	20,910	23,034	25,129	27,090
유형자산	2,742	2,910	2,418	2,022	1,702
무형자산	3,446	3,657	3,596	3,539	3,485
자산총계	**35,738**	**38,168**	**40,485**	**43,235**	**46,384**
유동부채	6,306	6,092	6,520	7,140	7,720
매입채무	0	0	0	0	0
단기차입금	333	135	135	135	135
비유동부채	5,194	5,075	5,310	5,527	5,729
사채및장기차입금	2,649	2,870	2,870	2,870	2,870
부채총계	**11,500**	**11,167**	**11,830**	**12,667**	**13,449**
지배기업지분	23,206	25,460	27,105	29,010	31,366
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	1,243	1,423	1,423	1,423	1,423
이익잉여금	24,544	25,965	27,610	29,515	31,870
자본총계	**24,238**	**27,001**	**28,654**	**30,569**	**32,935**
총차입금	4,883	4,378	3,627	3,652	3,675
순차입금	-218	-3,157	-4,018	-4,883	-6,216

포괄손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	**9,671**	**10,738**	**12,036**	**13,317**	**14,515**
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	9,671	10,738	12,036	13,317	14,515
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	8,182	8,758	9,828	10,874	11,732
판관비율	84.6	81.6	81.7	81.7	80.8
영업이익	**1,489**	**1,979**	**2,208**	**2,443**	**2,783**
영업이익률	15.4	18.4	18.3	18.3	19.2
EBITDA	2,071	2,653	2,760	2,896	3,157
영업외손익	-7	343	137	159	189
금융이자손익	-26	69	117	138	168
외화관련손익	-3	28	0	0	0
기타영업외손익	22	246	20	21	21
세전이익	**1,481**	**2,322**	**2,345**	**2,601**	**2,972**
세전이익률	15.3	21.6	19.5	19.5	20.5
법인세비용	496	390	523	518	585
법인세율	33.5	16.8	22.3	19.9	19.7
계속사업이익	985	1,932	1,822	2,083	2,387
당기순이익	**985**	**1,932**	**1,822**	**2,083**	**2,387**
당기순이익률	10.2	18.0	15.1	15.6	16.4
지배기업순이익	1,012	1,923	1,814	2,074	2,377
총포괄손익	724	2,631	1,822	2,083	2,387

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동현금흐름	**2,002**	**2,590**	**2,974**	**3,129**	**3,315**
당기순이익	985	1,932	1,822	2,083	2,387
비현금비용	2,496	2,577	1,172	1,067	1,054
감가상각비	582	674	552	454	374
비현금수익	-1,170	-1,574	-269	-289	-319
자산및부채의증감	361	152	600	592	554
매출채권감소	43	-3	-58	-57	-53
재고자산감소	-2	-13	-3	-3	-2
매입채무증가	347	-251	0	0	0
법인세환급(납부)	-682	-608	-523	-518	-585
투자활동현금흐름	**-950**	**-1,340**	**-2,478**	**-2,444**	**-2,287**
유형자산증가	-641	-554	0	0	0
유형자산감소	7	32	0	0	0
무형자산순감	-51	-24	0	0	0
재무활동현금흐름	**-110**	**-770**	**-343**	**-144**	**1**
차입금증가	-18	-377	-175	25	23
자본의증감	-314	180	0	0	0
배당금지급	-62	-119	-168	-169	-22
현금의증가	852	619	169	541	1,029
기말현금	3,576	4,196	4,364	4,905	5,934
잉여현금흐름(FCF)	1,362	2,036	2,974	3,129	3,315

자료: 감사보고서(12월 결산), BNK투자증권 리서치센터

주요투자지표

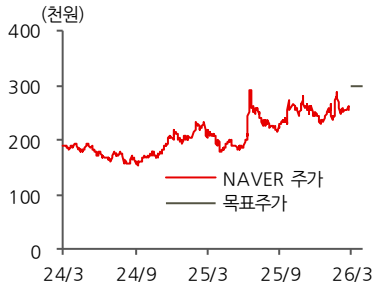
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS (원)	6,180	11,913	11,493	13,221	15,152
BPS	148,137	166,221	178,390	190,535	205,548
CFPS	14,111	18,180	17,267	18,244	19,906
DPS	1,205	1,130	1,130	1,130	1,130
PER (배)	36.2	16.7	21.1	15.7	13.7
PSR	3.8	3.0	3.2	2.4	2.2
PBR	1.5	1.2	1.4	1.1	1.0
PCR	15.9	10.9	14.0	11.4	10.4
EV/EBITDA	18.0	11.3	12.9	10.1	8.9
배당성향 (%)	18.4	8.7	9.3	8.1	7.1
배당수익률	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5
매출액증가율	17.6	11.0	12.1	10.6	9.0
영업이익증가율	14.1	32.9	11.5	10.6	13.9
순이익증가율	33.2	90.0	-5.7	14.3	14.6
EPS증가율	33.4	92.8	-3.5	15.0	14.6
부채비율 (%)	47.4	41.4	41.3	41.4	40.8
차입금비율	20.1	16.2	12.7	11.9	11.2
순차입금/자기자본	-0.9	-11.7	-14.0	-16.0	-18.9
ROA (%)	2.8	5.2	4.6	5.0	5.3
ROE	4.4	7.9	6.9	7.4	7.9
ROIC	28.8	39.7	46.3	69.3	109.3

주: K-IFRS 연결 기준, 2026/3/4 종가 기준

투자의견 및 목표주가 변경

종목명	날짜	투자의견	목표주가 (6M)	괴리율(%) 평균	괴리율(%) H/L
NAVER (035420)	26/03/05	매수	300,000원	-	-

주가 및 목표주가 변동 추이(2Y)



투자등급 (기업 투자의견은 향후 6개월간 추천일 종가 대비 해당 종목의 예상수익률을 의미함.)
기업: 6개월 예상수익률 / 매수(Buy) +15% 이상, 보유(Hold) -15~+15%, 매도(Sell) -15% 이하
산업: 6개월 투자비중에 대한 의견 / 비중확대(Overweight), 중립(Neutral), 비중축소(underweight)
조사분석자료 투자등급 비율(2025.12.31기준) / 매수(Buy) 78.0%, 보유(Hold) 22.0%, 매도(Sell) 0.0%

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 지난 1년간 상기 회사의 유가증권(DR, CB, IPO 등) 발행과 관련하여 주간사로 참여한 적이 없습니다. 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다. 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다. 이 자료에는 네이버에서 제공한 나눔글꼴이 적용되어 있습니다.

카카오 (035720)

기업분석 리포트

BNK 투자증권

AI가 실적에 적극 기여하는 구간 확인할 필요

신규 비즈니스 영역 확장

카카오는 국내 최대 메신저 기반 플랫폼(카카오톡)을 중심으로 광고·커머스(톡비즈)와 모빌리티/페이/지도/예약 등 생활형 서비스, 그리고 콘텐츠(IP·웹툰·뮤직) 포트폴리오를 보유한 플랫폼지주형 사업자다. 카카오는 26년을 시발점으로 향후 성장 로드맵은 단순 결제수수료가 아닌 (1) 금융서비스 비중 확대 (2) 플랫폼형 서비스(광고/제휴) 매출증대 (3) AI 기반 에이전트(자산관리·상담서비스 등)BM의 확대 적용이 될 것으로 판단된다.

AI 에이전트가 기존 사업부에 제대로 결합하는가 여부가 관건

카카오는 카카오톡 메신저를 중심으로 AI를 활용한 사용자 경험 고도화에 나서고 있다. 25년 초부터 카카오는 카카오톡 내 챗봇 '카나나'를 Android/iOS에 배포하며 대화형 AI 기능을 확대했고, 25년 10월 'ChatGPT for Kakao'를 출시하여 오픈AI의 GPT 기술로 채팅보조 기능을 제공하고 있다. 향후 AI를 통한 폭발적인 실적기여는 파트너 생태계가 충분히 확보되고, 유의미한 거래량이 톡 내로 유입되는 시점에 가시화될 가능성이 높다고 판단된다

신사업 부문의 장기적인 성장세 기대

현 시점 카카오의 AI 관련 수익성은 폭발적인 매출성장보다 비용구조가 먼저 부각될 수 있는 구간이라 판단된다. 따라서 올해에는 시장의 예측치보다 영업이익률이 다소 약화될 수도 있을 것으로 전망한다. 카카오의 향후 업사이드는 (1) AI 기능이 톡비즈 광고·커머스의 효율을 개선해 기존 매출의 성장률/마진을 끌어올리는지, (2) 신규 구독서비스/에이전트 매출 등이 본격적인 손익분기점을 넘기는지(이익 레버리지 발생)에 따라 결정 될 것으로 판단된다.

Fig. 2: 카카오 연결재무제표 요약

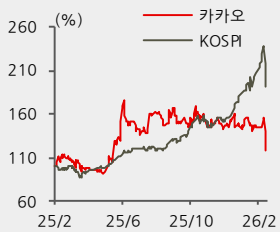
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액(십억원)	7,557	7,872	8,112	8,564	9,041
영업이익	461	460	703	899	1,087
세전이익	-1,648	-3	624	978	1,181
순이익[지배]	-1,013	55	501	719	810
EPS(원)	-2,276	124	1,132	1,627	1,836
증감률(%)	적자전환	흑자전환	812.9	43.7	12.8
PER(배)	-	306.9	53.1	28.9	25.6
PBR	2.5	1.7	2.5	1.8	1.7
EV/EBITDA	20.2	12.6	19.9	14.1	12.5
ROE(%)	-10.3	0.6	4.8	6.6	6.9
배당수익률	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1

자료: 카카오, BNK투자증권 / 주: K-IFRS 연결

투자의견	매수
[신규]	
목표주가(6M)	70,000원
[신규]	48.8%
현재주가	47,050원
2026/3/4	

주식지표	
시가총액	20,825십억원
52주최고가	70,400원
52주최저가	36,450원
상장주식수	44,261만주/0.0만주
자본금/액면가	44십억원/100원
60일평균거래량	285만주
60일평균거래대금	169십억원
외국인지분율	29.8%
자기주식수	245만주/0.6%
주요주주및지분율	
김범수 외	24.1%
국민연금공단	7.4%

주가동향



이종원

인터넷/게임/엔터

bluesky@bnkfn.co.kr

(02)2071-7657

BNK투자증권 리서치센터

07325 서울시 영등포구 여의대로 56

한화손해보험빌딩 10층

www.bnkfn.co.kr

26년 투자포인트

카카오는 카카오톡 메신저를 중심으로 AI를 활용한 사용자 경험 고도화에 나서고 있다. '카나나 인 카카오톡'은 25년 10월부터 베타 서비스(25년 10월에는 'ChatGPT for Kakao'를 공개하며 대화형 AI 기능 확장)가 진행 중이며, 안드로이드 버전을 포함한 정식 출시는 26년 1분기 중 이뤄질 계획이다. 이 서비스는 카카오맵·선물하기·멜론 등 카카오 내부 서비스와 연동되는 '카카오톨즈'를 통해, 지도를 기반으로 한 길찾기·기프티콘 구매·음악 추천 등 실생활 기능을 대화형으로 수행할 수 있게 해준다. 카카오의 25년 매출은 8조991억원(YoY +3%)으로 최대치를 경신했고, 분기별로도 카카오톡 광고 및 메시지 광고(TokBiz)가 16% 성장하며 수익을 견인했다. 25년말 카카오는 핵심 역량을 AI와 카카오톡 성장에 집중하는 전략적 전환기라고 공언했으며, 26년 1분기에는 온디바이스 AI 카나나를 정식 출시하고 자체 LLM 개발을 병행하겠다고 밝혔다. 이와 함께 카카오는 글로벌 파트너십도 강화 중이다. 구글과는 글래스·안드로이드 기반 기기에서 카톡 서비스를 제공하는 협력 및 구글 TPU 인프라 이용을, 오픈AI와는 GPT 기반 AI 서비스 연동을 추진하고 있다.

카카오의 26년 투자포인트는 '톡비즈(광고·커머스)의 구조적 개선이 얼마나 지속가능한 성장률로 고착화되는가', 그리고 '카카오톡 내 AI 기능(카나나, 대화방 검색, 에이전트형 기능)의 도입이 체류시간·거래전환·광고단가로 연결되며 멀티플 리레이팅을 유발할 수 있는가'라는 두 축으로 요약될 것으로 전망한다. 25년 하반기부터 진행된 카카오톡 UI/탭 개편과 신규 광고 슬롯 확장은 단기실적에서 확인가능한 성과로 나타나고 있다. 시장의 컨센서스 역시 지난 4Q25를 시발점으로 플랫폼 부문의 두 자릿수 성장재개, 메시지 광고 중심의 고성장, DA(디스플레이) 인벤토리 확장에 따른 매출 레벨업 가능성에 초점을 맞추고 있다. 다만 AI 관련 기대는 '기능출시 → 트래픽 지표 개선 → 광고/수수료 BM 구체화'의 단계별 순서를 밟아야 한다. 이 때문에 시장이 선반영한 기대 대비, 성과 가시화 속도가 느릴 경우 주가 모멘텀은 단기적으로는 희석될 가능성이 있다. 26년은 (1) 톡비즈의 광고 인벤토리 확장과 커머스 거래형 매출의 계절성, (2) 모빌리티·페이 등 플랫폼 기타의 수익성 개선, (3) 콘텐츠(스토리·뮤직) 부문의 비용 효율화와 IP 파이프라인 정상화 여부가 26년 실적추정의 핵심 드라이버가 될 것으로 판단된다. 여기에 향후 AI가 실적에 기여하는 구간에서 '베이스(26년은 다소 제한적) → 업사이드(27년부터 거래 수수료/광고 고도화 예상)'의 확장 가능성에 주목해야 할 것이다.

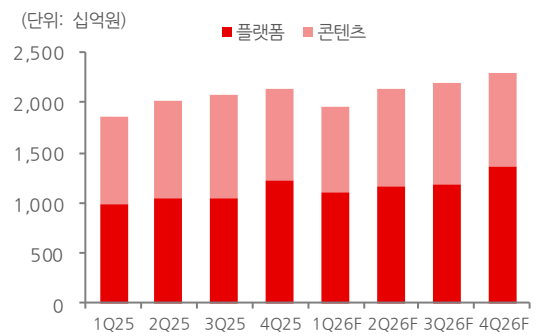
실적 전망

26년 연결 기준 매출액은 8.5조원(YoY +5.7%), 영업이익 8,990억원(YoY +22.8%), OPM 10.5%를 예상한다. 이는 시장 컨센서스의 매출/영업이익 추정치 범위대비로는 다소 보수적인 매출가정이나 수익성 측면에서는 상대적으로 공격적인 가정이라 할 수 있다. 톡비즈와 플랫폼 기타의 믹스 개선이 진행될수록 이익 레버리지는 빠르게 나타날 수 있다. 반대로 콘텐츠 부문의 마케팅 재개나 AI 투자에서 예상치 못한 집행이 확대될 경우 이익률 변동성은 커질 수 있다.

지난 '25년 4분기 실적 컨센서스에서 공통적으로 확인되는 시장의 메시지는 '플랫폼 부문 고성장 구간이 시작된다'는 점이였다. 카카오톡 내 1·3탭 개편 이후 광고 인벤토리가 확대되며, 메시지 광고는 타깃팅 효율과 상품구조 개선의 수혜를 동시에 받고 있다. DA 영역 또한 슬롯 확장과 지면 다변화로 인해 성장률이 의미 있게 개선되는 흐름이 이어질 것으로 예상된다. 지난 분기에는 연말 성수기 효과가 결합되면서 커머스(선물하기·톡스토어) 거래형 매출도 단기 반등이 나타났으며, 모빌리티는 대리운전·퀵 등 수익성 높은 서비스 중심으로 체질 개선이 진행되면서 플랫폼 기타의 성장 기여도가 커졌다.

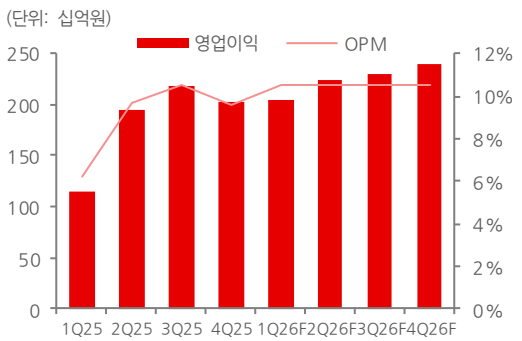
반면 콘텐츠 부문은 같은 기간 상반된 흐름을 보인바 있다. 뮤직 사업부는 주요 IP 공백이 존재하는 구간에서는 매출 성장이 제한되고, 스토리는 마케팅 집행 강도에 따라 수익성이 더 흔들릴 수 있다. 여기에 게임·미디어는 라인업 공백이 장기화될수록 이익 기여도가 낮아지는 구조로 수익구조가 훼손되는 흐름을 나타냈다. 따라서 26년 손익 방향성은 '플랫폼의 레버리지'가 '콘텐츠의 변동성'을 얼마나 상쇄하느냐에 달려 있다고 판단한다. '25년 하반기부터 이어진 보수적 비용 집행 기조가 지속 유지된다면, 플랫폼 성장의 이익전환 속도는 시장의 예측보다 빠르게 나타날 수 있을 것이다.

Fig. 2: 카카오 매출액 추이 및 전망



자료: 카카오, BNK투자증권

Fig. 3: 카카오 영업이익 추이 및 전망



자료: 카카오, BNK투자증권

사업부별 전망

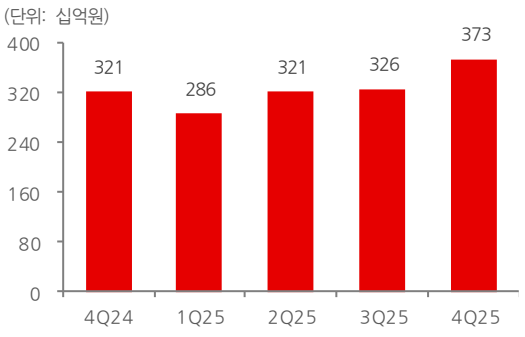
톡비즈 광고는 메시지 광고의 구조적 성장과 DA 인벤토리 확대라는 두 개의 엔진이 동시에 작동할 수 있는 시점으로 판단한다. 메시지 광고는 기존에도 높은 성과형 효율을 기반으로 성장해왔으나, 25년 하반기 이후에는 탭 개편과 신규 슬롯 추가로 '노출 총량' 자체가 늘어나는 효과가 더해지고 있다. 광고주 저변 확대와 발송량 증가가 동반될수록 단순한 단가 상승을 넘어서 구체적으로 실현가능한 볼륨 성장으로 연결될 가능성이 높다. DA는 상대적으로 변동성이 큰 영역이지만 지면 구조가 확장되고 상품성이 다각화 될 경우 의미 있는 성장률 회복이 가능하며, 이는 톡비즈 전체 성장률을 재가속시키는 촉매로 작용할 전망이다.

커머스는 '성수기 때 매출이 상승하고 비수기에는 다소 둔화되는' 전형적인 계절성을 갖고 있다. 따라서 장기적인 수익률의 완만한 개선과 상품구조 고도화가 중요하다. 선물하기는 카카오톡의 소셜 그래프를 활용한 강한 구매 동기를 갖고 있어 방어력이 높은편이다. 톡스토어/메이커스는 카카오톡 내 트래픽의 재배치(탭·검색·채팅방 내 노출) 여부에 따라 성장률이 달라지는 구조을 띠고있다. 다만 직매입 비중이 확대될 경우 회계상 매출이 증가하더라도 매출연동비가 함께 증가해 이익률이 낮아질 수 있다. 따라서 커머스의 단순한 '매출 성장'보다는 '총이익/EBITDA 마진기여'의 개선 여부를 확인할 필요가 있다.

모빌리티와 플랫폼 기타(페이·금융 서비스·기타 플랫폼 서비스)는 과거 성장중심의 투자 국면을 지나, 25년을 기점으로 수익성 중심으로 포트폴리오를 재정렬하는 국면에 진입했다. 대리운전·퀵 등 단위경제성이 검증된 영역의 비중이 높아질수록 마진이 개선될 수 있고, 페이/금융 서비스는 제휴기반의 수수료 수익이 누적되면서 '트래픽 기반의 가벼운 수익'이 안정적으로 쌓이는 구조를 기대할 수 있다. 현시점에서 중요한 것은 공격적인 외형 확장보다 '매출대비 비용구조의 안정화'라고 판단되며, 광고·커머스의 성장과 결합될 경우 전사 OPM은 10%대 초중반까지 단계적으로 상향될 여지가 있다고 판단된다.

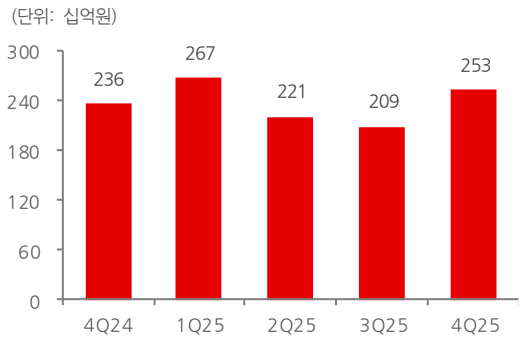
콘텐츠 부문은 여전히 전사 실적의 변동성 원천에 가깝다. 스토리(웹툰/웹소설)는 일본 시장에서의 마케팅 집행 강도, 경쟁 플랫폼 대비 콘텐츠 확보 전략에 따라 수익성이 흔들리고, 뮤직은 주요 아티스트 활동 및 음원 유통 환경에 따라 분기 변동이 심하게 나타난다. 그럼에도 불구하고 카카오의 주요 핵심사업 중 하나는 여전히 콘텐츠 플랫폼이다. 콘텐츠는 (1) 플랫폼 트래픽을 보완하는 체류시간 자산 (2) IP를 기반으로 한 2차 수익(영상·게임) 확장 가능성이라는 관점에서 접근해야 한다. 결과적으로 26년에는 콘텐츠가 집중적인 '성장엔진'이 아닌, 비용 효율화의 결과로 '손익 훼손을 최소화'하는 방향으로 관리될 가능성이 높다.

Fig. 4: 톡비즈 광고 매출액



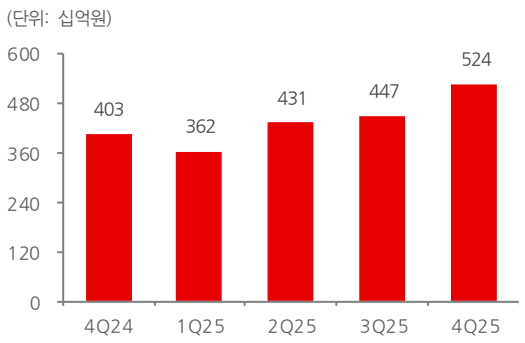
자료: 카카오, BNK투자증권

Fig. 5: 톡비즈 커머스 매출액



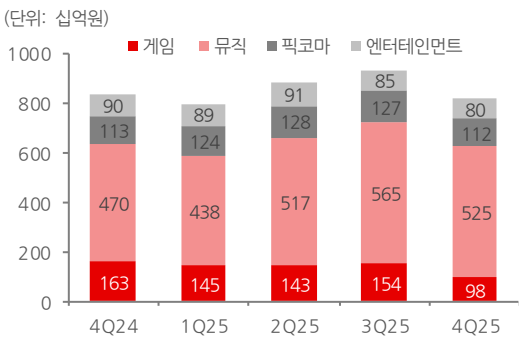
자료: 카카오, BNK투자증권

Fig. 6: 모빌리티 및 플랫폼 기타 매출액



자료: 카카오, BNK투자증권

Fig. 7: 콘텐츠 부문별 매출액



자료: 카카오, BNK투자증권

AI 전략 점검: 기대의 중심은 '기능'이 아니라 '체류시간-거래-광고'의 연결

시장은 AI를 카카오 밸류에이션의 업사이드 옵션으로 가격에 반영하고 있으나, 실적의 관점에서는 'AI 기능도입' 자체가 아니라 그 기능이 카카오톡 사용자의 행동을 얼마나 바꾸는지가 더 중요하다고 판단된다. 예를 들어 대화방 내 검색(카나나 서칭)이 앱 이탈을 줄이고 체류시간을 늘린다면, 광고 인벤토리 확대와 결합하여 단가/충전률 개선으로 자연스럽게 연결될 수 있을 것이다. 또한 에이전트형 기능이 여행·배달·쇼핑·예약 등 외부 파트너의 트랜잭션을 톡안으로 끌어들이는 데 성공한다면, 카카오는 거래액의 일정 비율을 수수료로 수취하는 구조로 확장할 수 있게 된다. 이 구간은 26년의 당장의 실적'이라기보다 향후 '27년의 멀티플'에 더 영향을 주는 변수라고 여겨진다.

따라서 당사는 AI의 실적 기여를 26년에는 다소 보수적으로 반영한다. 26년 AI의 본질적 효과는 (1) 검색/추천의 정확도 개선을 통한 체류시간 증가, (2) 광고 타깃팅 효율 개선을 통한 수익률 상승, (3) 고객센터·운영 자동화를 통한 비용 절감에 가깝다고 본다. AI를 통한 직접적인 수익률 BM의 구성은 파트너 생태계가 충분히 확보되고 유의미한 거래량이 톡 내로 유입되는 시점(후행)에서야 가시화될 가능성이 높다고 판단된다. 결국 26년 주가의 방향성은 'AI의 언팩'이 아니라 '톡비즈의 분기실적'이 먼저 좌우하고, AI는 그 위에 멀티플 프리미엄을 얹는 추가옵션으로 보는 것이 현재로서는 더 합리적이라는 관점이다.

Fig. 8: 카카오 AI 수익화 로드맵

자료: BNK투자증권

AI 사업 현황: OpenAI 제휴, Kanana 로드맵, 'Agentic AI' 생태계 구축

카카오의 AI 전략은 '자체 모델(온디바이스 포함) + 외부 파트너(최첨단 모델) + 서비스 내 도구(툴) 연결'의 3요소로 설계되어 있다. 핵심내용은 지난 25년 1분기 OpenAI와의 전략적 협력을 천명한 것으로, 카카오는 OpenAI의 모델을 활용해 카카오 서비스 전반의 AI 기능을 고도화하고, 'Kanana'라는 신규 커뮤니케이션/에이전트 서비스를 추진한다고 밝힌 바 있다. 이후 동사는 IR 자료를 통해 Kanana 단독 앱 CBT 이후 카카오톡 인앱 AI 서비스를 순차적으로 도입하고, OpenAI와 공동 개발한 AI 서비스도 연내 출시를 목표로 한다고 제시했었다. 또한 '25년 9~11월 공개된 회사 발표에서는 카카오톡 내 Kanana, 'Kakao Tools'(지도·선물하기·음악 등 핵심 서비스와의 연동)을 통해 '자연어 대화로 목표를 달성하는 '에이전틱 AI 생태계'를 구축하겠다고 강조했고, '26년 상반기에는 Kanana의 에이전트 기능을 카카오톡과 검색으로 본격 확장, 멜론·지도·선물/예약 등 주요 서비스로의 단계적 확장을 이야기한 바 있다.

동사가 공언한 이 로드맵의 의미는 카카오가 AI를 '독립 앱(챗봇)'이 아니라 '카카오톡이라는 슈퍼앱 UI'에 내장하여, 사용자의 일상 대화 흐름에서 곧바로 실행(결제·예약·이동·콘텐츠 소비)까지 연결하는 구조를 지향한다는 점이라고 본다. 이 방식은 단기적으로는 기능 도입속도가 느릴 수 있으나, 장기적으로는 사용자 습관과 트래픽이 이미 구축된 플랫폼에서 AI가 '새로운 진입점'이 되는 효과가 크다. 카카오톡은 국내에서 5천만 명에 달하는 광범위한 사용자 기반을 갖고 있어, 전환율이 낮더라도 절대 유료 사용자 수는 빠르게 커질 수 있다.

다만 26년 카카오 AI의 직접 수익성의 평가는 '의미있는 매출'보다는 '비용구조'가 먼저 관찰되는 구간이 될 것으로 전망한다. AI 사업의 손익은 비용단의 효율적인 관리에 달려 있다. (1) 모델/인프라 비용(학습·추론·스토리지), (2)제품/서비스 개발 인력, (3)파트너 모델 사용료(API 비용), (4)서비스 내 전환·리텐션을 위한 마케팅/프로모션으로 구성된다. 따라서 초기에는 시장 컨센서스보다 영업이익률이 다소 약화될 수도 있을 것이다. 향후 AI 기능이 톡비즈 광고·커머스의 효율을 개선해 기존 매출의 성장률/마진을 끌어올리는지, 신규 구독/에이전트 매출이 손익분기점을 넘는지에 따라, 도입 중기부터 레버리지가 발생할 수 있는 구조로 변환될 수 있을 것으로 판단된다.

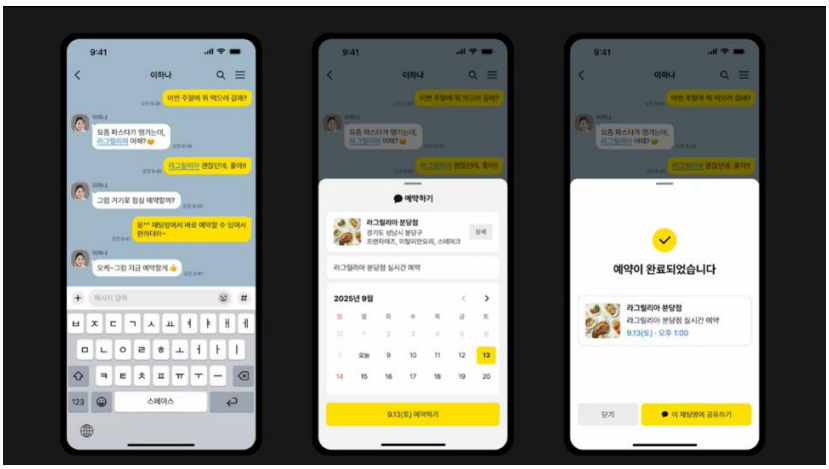
투자관점의 핵심은 AI 비용을 '구조적 비용'으로 볼지, '성장투자'로 여길지의 판단이 될 것이다. 당사는 카카오의 AI 비용이 단기에는 투자 성격이 강하나, (1) 온디바이스/경량화 모델의 확대, (2) 자주 쓰는 작업을 위한 프롬프트/툴의 최적화, (3) 추론 비용이 낮아지는 하드웨어/소프트웨어 개선, (4) 유료 전환이 올라갈수록 CAC 회수 기간이 짧아지는 효과를 통해 중기에는 '규모의 경제'가 발생할 것으로 예상한다. 즉, AI 기능이 단순히 비용만 증가시키는 것이 아니라, 광고·커머스·핀테크 전환율을 끌어올려 기존 사업의 매출 대비 비용 비중을 낮추는 방향으로 설계된다면 수익성이 크게 개선될 수 있다.

카카오의 AI 수익화는 결국 단일 모델로 귀결되기 어렵고, 오히려 여러개의 수익모델의 합산으로 귀결될 가능성이 더 높다고 판단된다. 사용자 입장에서는 더 정확한 답변, 더 빠른 실행(예약/결제/이동), 개인화(일정, 금융, 취향)가 결합된 효용을 체감할 때 관련된 비용을 지불할 의시가 생길것이다. '에이전틱 광고'에서 기존 피드광고는 노출 중심이었지만, 에이전트 환경에서는 사용자가 의도를 명시(예: "이번 주말 여자친구와 파주에서 디저트 먹을 곳을 섭외해줘")하고, 에이전트가 이를 해결하는 과정에서 '추천 슬롯'이 발생한다. 이 추천 슬롯은 클릭률·전환율이 높아 단가가 상승할 여지가 있다. '에이전틱 커머스/핀테크'에서의 수익화도 있다. 선물하기/예약/주문/결제/대출/보험 등의 행동을 에이전트가 대행할 때, 카카오는 이 과정에서 거래 수수료 또는 로열티를 취할 수 있을 것이다.

결국 카카오 AI의 중장기 발전 방향은 '기능추가'가 아니라 '제품 구조의 재설계'에 가깝다고 볼 수 있다. 지금까지 카카오톡은 메시징을 중심으로 탭(쇼핑, 채널, 더보기 등)을 통해 주변 서비스를 배치해왔다. 그러나 에이전트가 중심이 되면 사용자는 메뉴를 탐색하기보다 자연어로 요청하고, 에이전트가 적절한 툴을 호출해 결과를 제공하는 흐름으로 이동한다. 즉, 검색·탭·피드·봇의 경계가 약해지고, 즉흥적인 '대화'가 새로운 내비게이션의 원천이 될 수 있다.

이 변화는 톡비즈에 구조적 영향을 줄 수 있다. 광고는 노출 중심에서 '의도기반 추천'으로, 커머스는 리스트 탐색에서 '구매대행'으로, 핀테크는 상품 비교에서 '자산관리/예산 관리'로 무게중심이 이동하게 된다. 따라서 카카오의 제품 전략은 대화 맥락을 이해하는 Kanana, 카카오 내부 툴(지도, 선물, 멜론, 결제, 모빌리티)의 표준화된 API, 외부 파트너가 쉽게 붙을 수 있는 오픈 에이전트 마켓플레이스, 개인정보/안전/책임성(가드레일)을 동시에 구축하는 방향으로 전개될 가능성이 높다.

Fig. 9: 카카오톡 대화->실행 연결 예시



자료: 카카오, BNK투자증권

밸류에이션: 멀티플 재평가의 조건은?!

카카오는 국내 최대 메신저 기반 플랫폼(카카오톡)을 중심으로 광고·커머스(톡비즈)와 모빌리티/페이/지도/예약 등 생활형 서비스, 그리고 콘텐츠(IP·웹툰·뮤직) 포트폴리오를 보유한 플랫폼 지주형 사업자다. 24~26년까지의 핵심 변화는 (1)본업(톡비즈) 성장률 둔화 이후 UI/탭 개편과 광고 인벤토리 확장으로 재가속 국면에 진입 (2)자회사 손익 관리 강화로 연결 이익 체력 회복 (3)생성형 AI를 '톡'에 내재화하여 '유저 인게이지먼트 → 트래픽 → 광고/커머스'의 성장 루프를 다시 구축하는 데 있다. 반면 26~27년 까지의 성장 구간은 'AI 기능의 확산 가속화' 및 '커머스 수익화율의 의미있는 상승'이 동시에 반영되는 구간이 될 것이다.

동사에 대한 목표주가 70,000원을 제시한다. 카카오는 최근 주요 자회사를 매각하고 본질적인 펀더멘탈 확장에 주력하고 있다. 이에 따라 지주/자회사 합산(SOTP) 관점보다는, '통합 플랫폼(메신저+광고+커머스+콘텐츠 등)의 수익 창출력'에 멀티플을 부여하는 것이 더 타당하다고 판단한다. 목표주가는 26년 예상 EPS에 과거 AI관련 섹터의 성장세를 감안 Historical PER 중상단을 적용(x43배)하여 산출하였다. 카카오 투자의 미덕은 '실적개선(현금창출)'과 '밸류 리레이팅(AI 옵션)'이 동시에 작동할 수 있는 구조를 보유하고 있다는 점이다. 톡비즈(광고·커머스·브랜드/디스커버리 탭)의 확장은 본사 별도 실적의 안정성과 마진을 개선시키는 성격을 갖고 있다. 즉, 재무적 관점에서 카카오는 단기 변동성 높은 콘텐츠/투자 자회사와 달리, 플랫폼 광고·거래형 수수료라는 반복 매출을 갖는다. 페이·모빌리티는 각각 '금융 상품/자산관리'와 '수요-공급 매칭'이라는 데이터/네트워크 사업이며, AI 에이전트가 결합될 때 전환율(Conversion)과 체류시간(Time spent)을 동시에 끌어올릴 수 있어 수익화 효율이 개선될 여지가 크다. 콘텐츠/엔터는 IP 제작-유통-커머스(굿즈/라이브)로 연결되는 밸류체인에서 AI를 활용해 제작·편집 비용을 절감하고, 추천·번역·로컬라이징을 자동화함으로써 해외 확장 시 고정비 레버리지를 키울 수 있을 것이다.

요약하면, 카카오는 '코어 플랫폼의 안정성'에 기반해 'AI로 신규 수익원을 얹는' 형태의 옵션을 보유한 드문 국내 대형 인터넷 플랫폼이 될 가능성을 보유하고 있다. 향후 투자의 핵심은 멀티플 자체보다 '어느 사업 영역에서 영업이익을 제대로 만들고 있는가'이며, 26년을 기점으로 톡비즈의 수익기여가 확대될수록 밸류에이션의 중단기적인 질이 개선될 것으로 판단된다. 카카오는 카카오톡이라는 강력한 사용자 접점을 바탕으로 AI 기능이 안착할 경우 체류시간 증가, 광고 인벤토리 확대, 커머스 전환율 개선으로 이어질 잠재력이 크다. 다만 현재 단계에서는 AI 효과가 본격적인 이익 성장으로 확정적으로 연결됐다고 보기에는 이르며, 실적 기여의 가시성도 글로벌 플랫폼 대비 상대적으로 낮을 수 있다는 점에 유의해야 한다. 단기 관점에서는 기대감이 실적을 선행하는 구간으로 해석되며, 향후 서비스 안착 속도와 수익화 지표 확인이 주가 재평가의 선결조건이 될 것으로 판단된다.

표 1. 카카오 Valuation Table (단위: 십억원, 주, 원, 배, %)

구분	내용	비고
'26년 예상 순이익	719	지배주주지분 기준
발행주식수	442,605,669	
'26년 예상 EPS	1627	
적용PER	43	Historical PER 중상단 적용
주당가치	69,961	
목표주가	70,000	
현재주가	47,050	
상승여력	48.8	

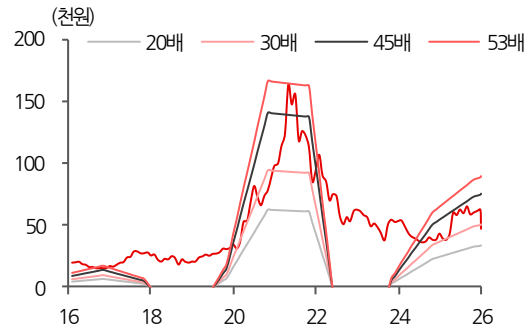
자료: 카카오, BNK투자증권

표 2. 카카오 분기 실적 추정 (단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	2025	2026F
매출액	**1863.2**	**2028.6**	**2086.7**	**2133.2**	**1949.3**	**2133.7**	**2192.9**	**2287.7**	**8112**	**8563.6**
YoY	-6.4%	1.1%	8.4%	9.2%	4.8%	5.4%	5.4%	7.2%	3.0%	5.7%
플랫폼부문	**992.4**	**1055.5**	**1060.2**	**1222.6**	**1101.2**	**1174.4**	**1181.1**	**1372.3**	**4318.2**	**4829.3**
QoQ	-5.1%	6.2%	0.3%	15.9%	-9.9%	6.6%	0.6%	16.2%		
YoY	3.6%	10.2%	12.1%	17.2%	11.3%	11.7%	12.0%	12.2%	10.9%	11.8%
ΔQoQ	-53.6	61.2	3.5	168.0	-121.1	72.9	6.6	191.2		
ΔYoY	34.6	97.6	113.4	179.2	111.7	121.3	126.5	149.7	424.8	511.2
톡비즈	553.3	542.2	534.4	627.1	602.8	591.0	582.5	683.5	2257.0	2460.1
QoQ	-0.6%	-2.0%	-1.4%	17.3%	-3.8%	-2.0%	-1.4%	17.3%		
YoY	7.2%	6.8%	6.7%	12.6%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	8.4%	9.0%
ΔQoQ	-3.4	-11.2	-7.7	92.7	-24.0	-12.2	-8.4	101.0		
ΔYoY	37.1	34.6	33.3	70.3	49.8	48.8	48.1	56.4	175.3	203.1
포털비즈	74.1	78.3	72.7	71.7	66.2	70.0	65.0	64.0	296.8	265.3
플랫폼 기타	365.0	435.0	453.0	523.9	432.2	513.5	533.5	624.7	1764.3	2103.9
콘텐츠부문	**870.7**	**973.1**	**1026.6**	**910.6**	**848.1**	**959.3**	**1011.8**	**915.5**	**3781.0**	**3734.6**
뮤직	437.9	517.2	564.5	525.1	466.3	550.8	601.1	559.1	2044.6	2177.3
스토리	212.6	219.0	211.8	191.8	205.5	211.8	204.8	185.5	835.3	807.5
게임	145.2	142.6	154.4	97.9	89.8	88.2	95.5	60.5	540.1	334.1
미디어	75.1	94.2	95.8	95.8	86.5	108.5	110.4	110.3	360.9	415.6
영업비용	**1758.0**	**1842.0**	**1879.0**	**1929.8**	**1744.9**	**1909.7**	**1962.9**	**2047.5**	**7408.8**	**7665.0**
YoY	-6.2%	-1.7%	4.7%	3.3%	-0.7%	4.4%	5.4%	6.1%	0.5%	4.0%
영업이익	**105.2**	**186.6**	**207.7**	**203.4**	**204.4**	**224.0**	**230.0**	**240.2**	**702.9**	**898.6**
YoY	-10.4%	37.8%	56.8%	136.4%	78.1%	14.7%	5.4%	18.1%	47.8%	22.8%
순이익	**200.3**	**171.8**	**192.9**	**-39.3**	**173.4**	**183.1**	**185.6**	**191.3**	**525.7**	**733.4**

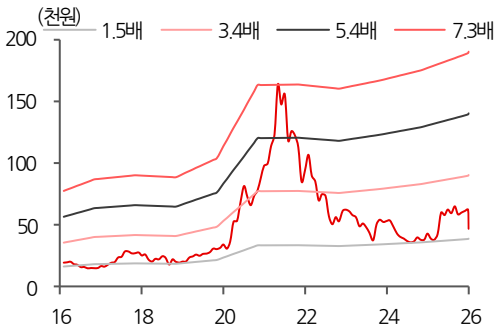
자료: 카카오, BNK투자증권

Fig. 10: 카카오 PER 밴드 차트



자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 11: 카카오 PBR 밴드 차트



자료: ValueWise, BNK투자증권

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	9,988	10,959	12,196	13,604	15,021
현금성자산	5,389	6,145	7,267	8,459	9,649
매출채권	622	538	554	585	618
재고자산	139	65	67	71	75
비유동자산	15,192	14,814	14,314	14,064	13,937
투자자산	5,365	5,726	5,823	6,005	6,198
유형자산	1,337	1,286	909	663	501
무형자산	5,769	5,137	4,917	4,731	4,573
자산총계	**25,180**	**25,773**	**26,510**	**27,668**	**28,958**
유동부채	7,564	8,633	8,839	9,227	9,636
매입채무	242	227	234	247	261
단기차입금	1,053	1,458	1,458	1,458	1,458
비유동부채	3,757	3,197	3,233	3,299	3,368
사채및장기차입금	846	328	328	328	328
부채총계	**11,321**	**11,830**	**12,071**	**12,525**	**13,005**
지배기업지분	9,764	10,141	10,613	11,301	12,096
자본금	45	44	44	44	44
자본잉여금	8,840	8,911	8,911	8,911	8,911
이익잉여금	1,922	1,943	2,415	3,104	3,899
자본총계	**13,859**	**13,943**	**14,439**	**15,142**	**15,954**
총차입금	4,507	4,385	4,400	4,426	4,454
순차입금	-3,618	-4,466	-4,574	-5,835	-7,096

포괄손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	**7,557**	**7,872**	**8,112**	**8,564**	**9,041**
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	7,557	7,872	8,112	8,564	9,041
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	7,096	7,411	7,409	7,665	7,954
판관비율	93.9	94.1	91.3	89.5	88.0
영업이익	**461**	**460**	**703**	**899**	**1,087**
영업이익률	6.1	5.8	8.7	10.5	12.0
EBITDA	1,222	1,296	1,299	1,331	1,406
영업외손익	-2,109	-463	-79	79	94
금융이자손익	27	3	28	57	87
외화관련손익	0	18	0	0	0
기타영업외손익	-2,136	-484	-107	22	7
세전이익	**-1,648**	**-3**	**624**	**978**	**1,181**
세전이익률	-21.8	0.0	7.7	11.4	13.1
법인세비용	168	159	98	244	354
법인세율	-10.2	-5300.0	15.7	24.9	30.0
계속사업이익	-1,817	-162	526	733	827
당기순이익	**-1,817**	**-162**	**526**	**733**	**827**
당기순이익률	-24.0	-2.1	6.5	8.6	9.1
지배기업순이익	-1,013	55	501	719	810
총포괄손익	-1,715	197	526	733	827

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동현금흐름	**1,341**	**1,250**	**1,421**	**1,529**	**1,525**
당기순이익	-1,817	-162	526	733	827
비현금비용	3,458	2,042	1,032	1,015	1,013
감가상각비	761	835	597	433	319
비현금수익	-457	-580	-299	-409	-441
자산및부채의증감	248	-4	163	306	323
매출채권감소	-108	-20	-16	-31	-33
재고자산감소	43	0	-2	-4	-4
매입채무증가	418	-27	7	13	14
법인세환급(납부)	-303	-278	-98	-244	-354
투자활동현금흐름	**-1,780**	**10**	**-283**	**-333**	**-349**
유형자산증가	-575	-380	0	0	0
유형자산감소	14	32	0	0	0
무형자산순감	-135	-87	0	0	0
재무활동현금흐름	**1,020**	**-521**	**-16**	**-3**	**13**
차입금증가	307	-122	14	27	28
자본의증감	723	71	0	0	0
배당금지급	-55	-43	-30	-30	-15
현금의증가	553	756	1,122	1,192	1,189
기말현금	5,389	6,145	7,267	8,459	9,649
잉여현금흐름(FCF)	766	871	1,421	1,529	1,525

자료: 감사보고서(12월 결산), BNK투자증권 리서치센터

주요투자지표

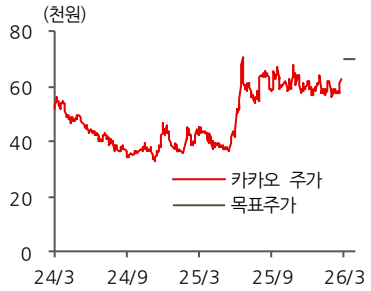
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS (원)	-2,276	124	1,132	1,627	1,836
BPS	21,951	22,860	23,986	25,618	27,420
CFPS	2,662	2,928	2,842	3,033	3,170
DPS	61	68	68	68	68
PER (배)	-	306.9	53.1	28.9	25.6
PSR	3.2	2.2	3.3	2.4	2.3
PBR	2.5	1.7	2.5	1.8	1.7
PCR	20.4	13.0	21.1	15.5	14.8
EV/EBITDA	20.2	12.6	19.9	14.1	12.5
배당성향 (%)	-1.5	-18.4	5.7	4.1	3.6
배당수익률	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1
매출액증가율	11.2	4.2	3.1	5.6	5.6
영업이익증가율	-19.1	-0.1	52.7	27.9	20.9
순이익증가율	0.0	0.0	806.6	43.4	12.7
EPS증가율	0.0	0.0	809.4	43.7	12.8
부채비율 (%)	81.7	84.8	83.6	82.7	81.5
차입금비율	32.5	31.5	30.5	29.2	27.9
순차입금/자기자본	-26.1	-32.0	-31.7	-38.5	-44.5
ROA (%)	-7.5	-0.6	2.0	2.7	2.9
ROE	-10.3	0.6	4.8	6.6	6.9
ROIC	8.2	539.8	14.9	20.6	28.8

주: K-IFRS 연결 기준, 2026/3/4 종가 기준

투자의견 및 목표주가 변경

종목명	날짜	투자의견	목표주가 (6M)	괴리율(%) 평균	괴리율(%) H/L
카카오 (035720)	26/03/05	매수	70,000원	-	-

주가 및 목표주가 변동 추이(2Y)



투자등급 (기업 투자의견은 향후 6개월간 추천일 종가 대비 해당 종목의 예상수익률을 의미함.)
기업: 6개월 예상수익률 / 매수(Buy) +15% 이상, 보유(Hold) -15~+15%, 매도(Sell) -15% 이하
산업: 6개월 투자비중에 대한 의견 / 비중확대(Overweight), 중립(Neutral), 비중축소(underweight)
조사분석자료 투자등급 비율(2025.12.31기준) / 매수(Buy) 78.0%, 보유(Hold) 22.0%, 매도(Sell) 0.0%

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 지난 1년간 상기 회사의 유가증권(DR, CB, IPO 등) 발행과 관련하여 주간사로 참여한 적이 없습니다. 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다. 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다. 이 자료에는 네이버에서 제공한 나눔글꼴이 적용되어 있습니다.

BNK 투자증권

고객지원센터 1577-2601 www.bnkfn.co.kr

<본사/영업부>
부산시 부산진구 새싹로1(부전동) 부산은행 부전동별관 3층, 4층 / [본사] **T** 051-669-8000 / **F** 051-669-8009
[영업부] **T** 051-669-8080 / **F** 051-669-8099

<서울영업부>
서울시 영등포구 국제금융로 2길 24 (여의도동) BNK금융타워 6층 / **T** 02-3215-1500 / **F** 02-786-2998

<경남영업부>
경상남도 창원시 마산회원구 3.15대로 642 BNK경남은행본점 1층 / **T** 055-290-7100 / **F** 055-290-7199

<울산영업부>
울산시 남구 중앙로 202 BNK경남은행 울산영업부 1층 / **T** 052-210-6900 / **F** 052-271-6111

BNK 금융그룹

BNK부산은행 / BNK경남은행 / BNK캐피탈 / BNK투자증권 / BNK저축은행
BNK자산운용 / BNK신용정보 / BNK시스템 / BNK벤처투자 / BNK썸농구단