

## 카카오

### 인적분화로 확실해진 명암

#### 김혜영

AI·인터넷·게임·레저 | hyyy@daolfn.com

#### ● 카카오의 분할

- 동사는 KakaoX와 KakaoAI로 인적분할 추진 예정. 분할준속회사는 KakaoX, 분할신설회사는 KakaoAI. 분할 비율은 KakaoX 0.635, KakaoAI 0.364
- 합병기일은 2027년 1월 1일 0시, 변경상장/재상장일은 2027년 1월 27일 목표
- 일부 자회사(디케이테크인, 케이앤웍스, 링키지랩, 카카오엔터프라이즈)를 제외하고 주요 자회사들은 KakaoX의 자회사로 존속 예정
- KakaoX는 계열 회사들을 관리하고 그룹 차원의 사업 포트폴리오 최적화에 집중할 계획. 추가적으로 카카오인베스트먼트 흡수 합병을 통해 마련한 2.3조원(자회사 자원 제외)을 향후 투자 및 주주환원에 활용할 예정
- KakaoAI는 카카오톡 기반의 플랫폼 사업을 중심으로 AI 사업, 광고, 커머스 사업 영위할 예정. AI 에이전트 광고와 커머스를 통해 성장 도모

#### ● 공격적인 매출 목표 제시

- KakaoX는 2025년 매출 5.6조원이었으며 2030년에는 10조원 매출 목표. 현재 카카오페이, 카카오모빌리티를 제외한 콘텐츠 기업들의 성장은 정체되어 있기 때문에 다소 공격적인 목표라고 판단
- KakaoAI는 2025년 매출 2.7조원이었으며 2030년 6조원 매출 목표. 연평균성장률로 환산하면 20%이며 이는 AI 에이전트 성과 여부에 따라 결정될 전망

#### ● 다소 아쉬운 주주환원

- KakaoX는 기본적으로 수취한 배당금의 30%를 배당이나 자사주 매입/소각으로 환원할 계획. 미래 가치 투자 회사로 투자자의 발생 시에는 마찬가지로 30% 환원 제시. 분할 후 3개년간 총 3,000억원(두나무 매각 차익)의 자사주 매입/소각 예정. 다만 적정 시가총액에 비하면 3,000억원의 자사주 매입분은 크지 않다고 판단
- KakaoAI는 별도 조정 FCF의 20~35%를 환원할 계획. 별도 조정 FCF가 전년 대비 50% 이상 성장 시에는 40%까지 환원 비율 상향 제시

#### ● KakaoX보다 KakaoAI가 매력적

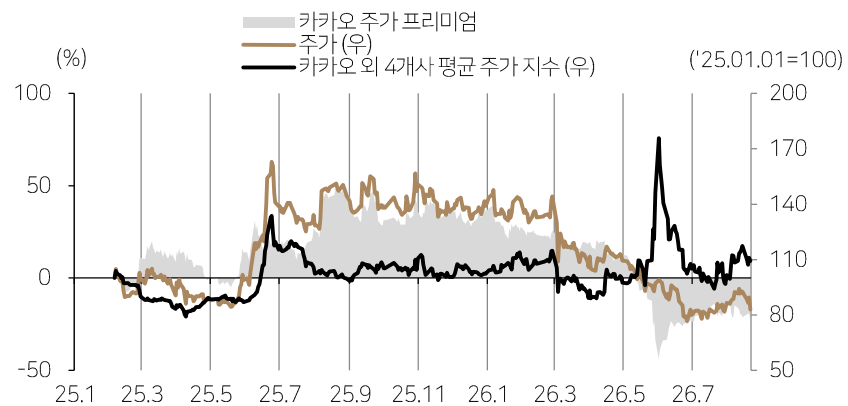
- 기존 카카오의 투자 포인트는 자회사들보다 AI 에이전트 사업을 추진하던 톡비즈였기 때문에 분할 비율을 고려하였을 때 KakaoAI의 가치는 저평가 되어있다고 판단. AI 에이전트 수익화를 도모하는 KakaoAI를 주목할 필요. 기존 P/E 밸류에이션에서 SOTP로 변경함에 따라 적정주가는 60,000원에서 45,000원으로 변경

Fig. 1: 카카오 Valuation Table

| 구분                 | 사업부문      | 매출액<br>(2027E,<br>십억원) | NOPLAT<br>(십억원) | Multiple<br>(배) | 사업가치<br>(십억원) | 비고                                          |
|--------------------|-----------|------------------------|-----------------|-----------------|---------------|---------------------------------------------|
| KakaoAI            | 톡비즈 광고    | 1,717.9                | 438.1           | 22              | 9,637         | OPM 30%, 유효법인세율 15% 가정                      |
|                    | 톡비즈 커머스   | 1,074.8                | 182.7           | 18              | 3,289         | OPM 20%, 유효법인세율 15% 가정                      |
|                    | 소계(㉔)     |                        |                 |                 | 12,926        |                                             |
| 구분                 | 자회사       | 기업가치<br>(십억원)          | 지분율<br>(2Q26)   | 할인율             | 지분가치<br>(십억원) | 비고                                          |
| KakaoX             | 카카오뱅크     | 10,403.5               | 27.2%           | 40%             | 1,129.8       | 최근 1개월 평균 시가총액                              |
|                    | 카카오페이     | 5,799.6                | 46.1%           | 40%             | 1,069.4       | 최근 1개월 평균 시가총액                              |
|                    | 에스엠       | 1,659.3                | 41.5%           | 40%             | 275.4         | 최근 1개월 평균 시가총액                              |
|                    | 카카오모빌리티   | 5,000.0                | 57.2%           | 40%             | 1,143.6       | 투자 유치 기업 가치<br>(2024년 12월 GS 리테일 투자)        |
|                    | 카카오엔터테인먼트 | 5,250.0                | 66.0%           | 40%             | 1,386.6       | 투자 유치 기업 가치(2023년 1월<br>10.5조원)에 50% 할인율 적용 |
|                    | 카카오픽코마    | 2,224.8                | 72.9%           | 40%             | 648.8         | 신주 발행 기업 가치(2021년 5월)                       |
|                    | 카카오인베스트먼트 | 1,195.8                | 100.0%          | 0%              | 1,195.8       | 장부금액(2Q26)                                  |
|                    | 소계(㉕)     |                        |                 |                 | 6,849.5       |                                             |
| 합산 기업가치 (십억원, ㉔+㉕) |           |                        |                 |                 | 19,775.8      |                                             |
| 보통주(천주)            |           |                        |                 |                 | 442,981       |                                             |
| 적정주가               |           |                        |                 |                 | 45,000        | 반올림                                         |
| 현재주가(8/21)         |           |                        |                 |                 | 35,800        |                                             |
| 상승여력               |           |                        |                 |                 | 25.7%         |                                             |

Source: 다올투자증권

Fig. 2: 카카오 상대 주가 수익률 추이



Note: 나머지 4개사는 NAVER, SOOP, 삼성에스디에스, LG씨엔에스  
 Source: Quantwise, 다올투자증권

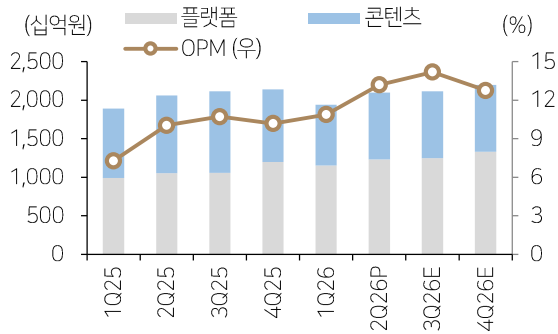
Fig. 3: 카카오 분기별 실적 추정

(십억원)

|                      | 1Q25           | 2Q25           | 3Q25           | 4Q25           | 1Q26           | 2Q26           | 3Q26E          | 4Q26E          | 2025           | 2026E          | 2027E          |
|----------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>매출액</b>           | <b>1,747.9</b> | <b>2,028.3</b> | <b>2,086.6</b> | <b>2,120.5</b> | <b>1,942.1</b> | <b>2,098.5</b> | <b>2,115.4</b> | <b>2,199.7</b> | <b>7,983.3</b> | <b>8,355.7</b> | <b>8,937.2</b> |
| 플랫폼                  | 993.2          | 1,055.1        | 1,059.7        | 1,199.5        | 1,153.0        | 1,230.3        | 1,247.3        | 1,330.5        | 4,307.5        | 4,961.0        | 5,387.4        |
| 특비즈                  | 582.8          | 572.7          | 561.7          | 653.4          | 630.0          | 643.2          | 641.7          | 704.3          | 2,370.6        | 2,619.2        | 2,792.7        |
| 광고 및 구독              | 315.8          | 352.0          | 353.0          | 400.0          | 360.0          | 400.0          | 409.5          | 436.0          | 1,420.8        | 1,605.5        | 1,717.9        |
| 커머스                  | 267.0          | 221.0          | 209.0          | 253.0          | 270.0          | 243.0          | 232.2          | 268.3          | 950.0          | 1,013.5        | 1,074.8        |
| 플랫폼 기타               | 410.5          | 482.4          | 497.9          | 546.2          | 523.0          | 587.0          | 605.6          | 626.2          | 1,937.0        | 2,341.8        | 2,594.7        |
| 콘텐츠                  | 899.9          | 1,005.0        | 1,056.9        | 940.3          | 789.1          | 868.2          | 868.2          | 869.2          | 3,902.1        | 3,394.6        | 3,549.8        |
| 뮤직                   | 438.4          | 517.9          | 565.4          | 526.0          | 485.5          | 558.4          | 544.2          | 561.0          | 2,047.8        | 2,149.0        | 2,297.6        |
| 스토리                  | 241.1          | 250.2          | 241.3          | 220.6          | 211.2          | 210.7          | 229.2          | 212.2          | 953.3          | 863.4          | 877.4          |
| 미디어                  | 75.1           | 94.2           | 95.8           | 95.8           | 92.4           | 99.1           | 94.8           | 96.0           | 360.9          | 382.2          | 374.9          |
| <b>매출 y/y growth</b> | <b>-12.1%</b>  | <b>1.2%</b>    | <b>8.6%</b>    | <b>8.8%</b>    | <b>11.1%</b>   | <b>3.5%</b>    | <b>1.4%</b>    | <b>3.7%</b>    | <b>1.5%</b>    | <b>4.7%</b>    | <b>7.0%</b>    |
| 플랫폼                  | 4.0%           | 10.7%          | 12.6%          | 15.0%          | 16.1%          | 16.6%          | 17.7%          | 10.9%          | 10.6%          | 15.2%          | 8.6%           |
| 특비즈                  | 12.9%          | 12.8%          | 12.1%          | 17.3%          | 8.1%           | 12.3%          | 14.2%          | 7.8%           | 13.9%          | 10.5%          | 6.6%           |
| 광고형                  | 13.2%          | 14.7%          | 20.9%          | 24.6%          | 14.0%          | 13.6%          | 16.0%          | 9.0%           | 18.5%          | 13.0%          | 7.0%           |
| 커머스                  | 9.4%           | 10.5%          | 0.0%           | 7.2%           | 1.1%           | 10.0%          | 11.1%          | 6.1%           | 6.9%           | 6.7%           | 6.1%           |
| 플랫폼 기타               | 15.8%          | 34.7%          | 36.9%          | 35.4%          | 27.4%          | 21.7%          | 21.6%          | 14.7%          | 30.9%          | 20.9%          | 10.8%          |
| 콘텐츠                  | -12.9%         | -4.2%          | 8.1%           | 3.3%           | -12.3%         | -13.6%         | -17.9%         | -7.6%          | -1.7%          | -13.0%         | 4.6%           |
| 뮤직                   | -6.4%          | 1.4%           | 20.1%          | 11.9%          | 10.7%          | 7.8%           | -3.8%          | 6.7%           | 6.7%           | 4.9%           | 6.9%           |
| 스토리                  | 6.4%           | 16.0%          | 10.3%          | 8.7%           | -12.4%         | -15.8%         | -5.0%          | -3.8%          | 10.3%          | -9.4%          | 1.6%           |
| 미디어                  | -21.2%         | 5.2%           | 75.3%          | 29.6%          | 23.1%          | 5.2%           | -1.1%          | 0.2%           | 15.2%          | 5.9%           | -1.9%          |
| <b>영업비용</b>          | <b>1,620.5</b> | <b>1,842.4</b> | <b>1,878.5</b> | <b>1,887.9</b> | <b>1,730.7</b> | <b>1,821.4</b> | <b>1,815.2</b> | <b>1,918.8</b> | <b>7,229.3</b> | <b>7,286.1</b> | <b>7,718.0</b> |
| 인건비                  | 425.6          | 438.9          | 428.6          | 455.1          | 444.9          | 448.0          | 452.5          | 479.6          | 1,748.2        | 1,825.0        | 1,908.1        |
| 매출변동비                | 658.7          | 678.5          | 698.0          | 739.7          | 701.2          | 745.9          | 729.8          | 769.9          | 2,774.9        | 2,946.8        | 3,128.0        |
| 외주/인프라비              | 190.2          | 217.8          | 245.2          | 237.9          | 208.2          | 223.1          | 224.9          | 246.4          | 891.0          | 902.5          | 1,001.0        |
| 마케팅비                 | 74.8           | 78.9           | 91.6           | 109.2          | 72.5           | 96.6           | 97.3           | 105.6          | 354.5          | 372.0          | 384.3          |
| 감가상각비                | 193.5          | 209.0          | 194.9          | 192.4          | 196.8          | 191.5          | 193.5          | 195.4          | 789.8          | 777.2          | 801.3          |
| 금융영업비용               | 19.9           | 30.6           | 14.0           | 26.6           | 50.6           | 45.7           | 46.1           | 47.9           | 91.0           | 190.3          | 194.6          |
| 기타                   | 57.9           | 59.8           | 66.2           | 65.2           | 56.5           | 70.6           | 71.2           | 74.0           | 249.0          | 272.3          | 300.8          |
| % of Revenue         | 92.7%          | 90.8%          | 90.0%          | 89.0%          | 89.1%          | 86.8%          | 85.8%          | 87.2%          | 90.6%          | 87.2%          | 86.4%          |
| y/y growth (%)       | -12.9%         | -1.0%          | 5.5%           | 1.1%           | 6.8%           | -1.1%          | -3.4%          | 1.6%           | -1.9%          | 0.8%           | 5.9%           |
| <b>영업이익</b>          | <b>127.4</b>   | <b>185.9</b>   | <b>208.1</b>   | <b>232.7</b>   | <b>211.4</b>   | <b>277.0</b>   | <b>300.2</b>   | <b>280.9</b>   | <b>754.0</b>   | <b>1,069.5</b> | <b>1,219.2</b> |
| OPM (%)              | 7.3%           | 9.2%           | 10.0%          | 11.0%          | 10.9%          | 13.2%          | 14.2%          | 12.8%          | 9.4%           | 12.8%          | 13.6%          |
| y/y growth (%)       | -0.7%          | 31.2%          | 49.4%          | 170.4%         | 66.0%          | 49.0%          | 44.3%          | 20.7%          | 52.2%          | 41.8%          | 14.0%          |
| <b>영업외손익</b>         | <b>107</b>     | <b>9</b>       | <b>47</b>      | <b>-254</b>    | <b>121</b>     | <b>87</b>      | <b>69</b>      | <b>-81</b>     | <b>-90</b>     | <b>195</b>     | <b>159</b>     |
| <b>세전이익</b>          | <b>235</b>     | <b>195</b>     | <b>255</b>     | <b>-21</b>     | <b>333</b>     | <b>364</b>     | <b>369</b>     | <b>200</b>     | <b>664</b>     | <b>1,265</b>   | <b>1,378</b>   |
| <b>당기순이익</b>         | <b>200</b>     | <b>172</b>     | <b>193</b>     | <b>-47</b>     | <b>227</b>     | <b>18</b>      | <b>321</b>     | <b>174</b>     | <b>518</b>     | <b>739</b>     | <b>1,212</b>   |
| NIM (%)              | 11.5%          | 8.5%           | 9.2%           | n/a            | 11.7%          | 0.9%           | 15.2%          | 7.9%           | 6.5%           | 8.8%           | 13.6%          |
| <b>지배주주순이익</b>       | <b>171.9</b>   | <b>161.3</b>   | <b>124.9</b>   | <b>33.5</b>    | <b>171.7</b>   | <b>16.3</b>    | <b>285.6</b>   | <b>154.5</b>   | <b>491.5</b>   | <b>628.1</b>   | <b>1,079.1</b> |
| NIM (지배주주, %)        | 9.8%           | 7.9%           | 6.0%           | 1.6%           | 8.8%           | 0.8%           | 13.5%          | 7.0%           | 6.2%           | 7.5%           | 12.1%          |

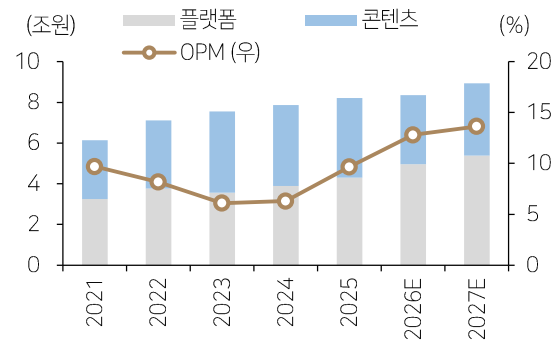
Source: 다올투자증권

Fig. 4: 카카오 분기 매출액 추이



Source: 다올투자증권

Fig. 5: 카카오 연간 매출액 추이



Source: 다올투자증권

Fig. 6: 카카오페이 매출액 및 당기순손익

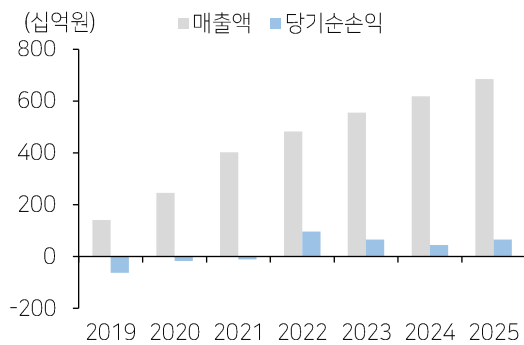
Note: 별도 기준  
Source: Dart, 다올투자증권

Fig. 7: 카카오증권 매출액 및 당기순손익

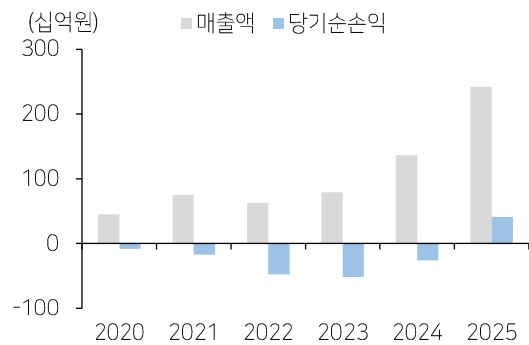
Note: 별도 기준  
Source: Dart, 다올투자증권

Fig. 8: 카카오톡빌리티 매출액 및 당기순손익

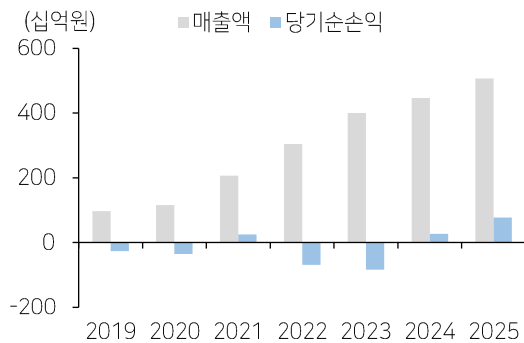
Note: 별도 기준  
Source: Dart, 다올투자증권

Fig. 9: 카카오픽코마 매출액 및 당기순손익

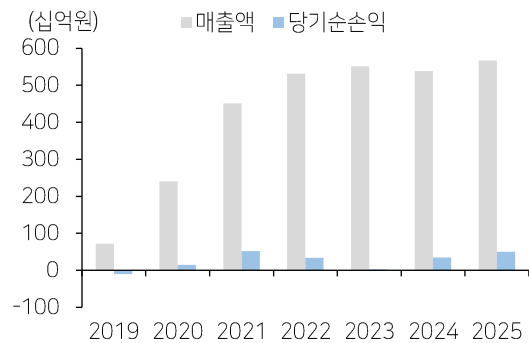
Note: 별도 기준  
Source: Dart, 다올투자증권

Fig. 10: 카카오엔터테인먼트 매출액 및 당기순손익

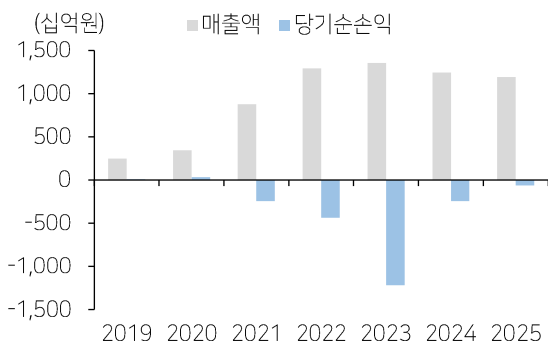
Note: 별도 기준  
Source: Dart, 다올투자증권

Fig. 11: 에스엠 매출액 및 당기순손익

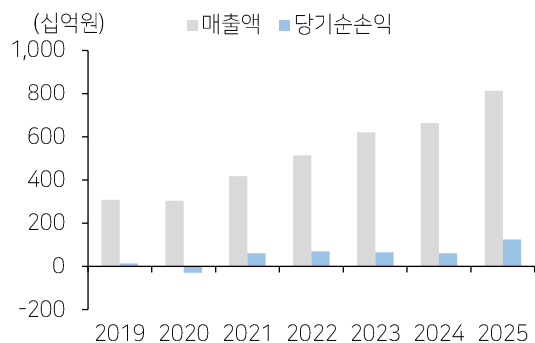
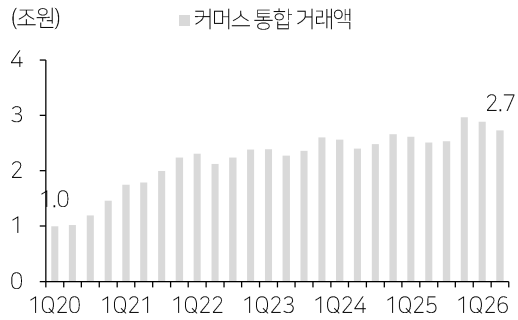
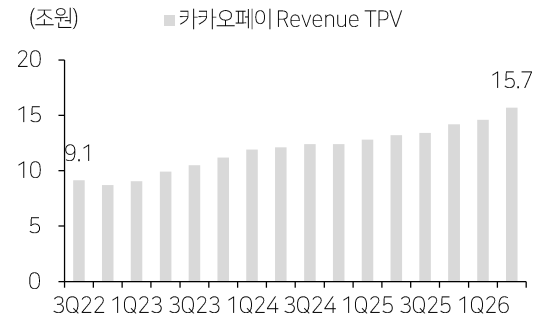
Note: 별도 기준  
Source: Dart, 다올투자증권

Fig. 12: 카카오 커머스 통합 거래액



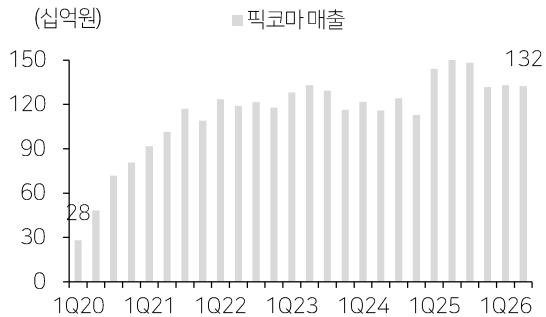
Source: 회사 자료, 다올투자증권

Fig. 13: 카카오페이 Revenue TPV



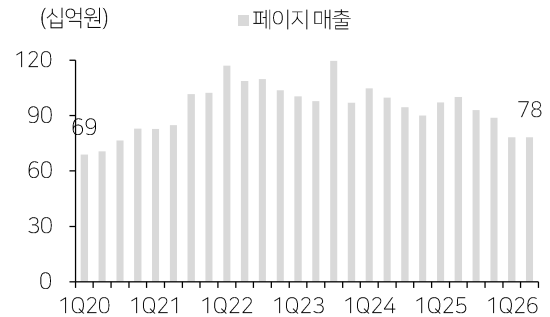
Source: 회사 자료, 다올투자증권

Fig. 14: 카카오픽코마 매출



Source: 회사 자료, 다올투자증권

Fig. 15: 카카오페이지 매출



Source: 회사 자료, 다올투자증권

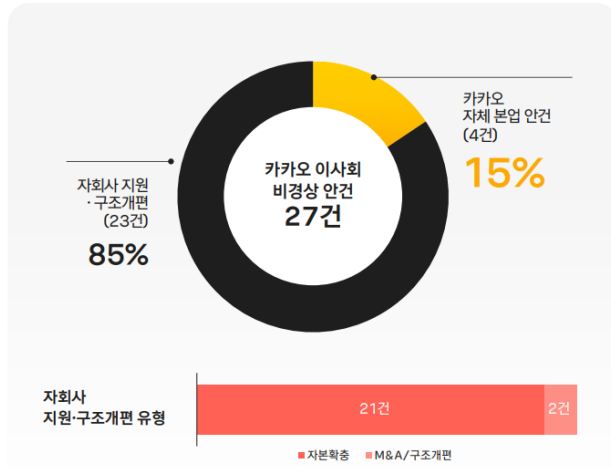
Fig. 16: 카카오 주요 파트너십 내용

| 파트너    | 제휴/협력 내용                                                                                                                                                               | 발표일자       | 분류      |
|--------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|---------|
| OpenAI | 국내 최초 전략적 제휴 체결, AI 서비스 고도화 및 공동 상품 개발 추진                                                                                                                              | 2025-02-04 | AI      |
| 올리브영   | 카카오톡 선물하기 연동 및 패션·뷰티 업체 성장 지원                                                                                                                                          | 2025-07-08 | 커머스     |
| 무신사    | 패션 브랜드 성장 로드맵 및 브랜드 마케팅 전략 수립 협력                                                                                                                                       | 2025-07-08 | 커머스     |
| Google | 1) 안드로이드 내 카나나 구동 관련 협력<br>2) 구글 AI 클래스 등 다양한 AI 품팩터 환경에서 카카오 서비스 적용<br>3) 구글 클라우드와 TPU 운영 논의                                                                          | 2026-02-12 | AI/하드웨어 |
| 롯데마트   | 1) 롯데마트의 온라인 그로서리 플랫폼인 롯데마트 제타(ZETTA)는 2026년 카카오 쇼핑 내에서 온라인 장보기 서비스 시작<br>2) 롯데마트는 상품 조달과 서비스 운영을 맡아 주문 처리, 물류, 배송 등의 과정을 수행<br>3) 신선식품과 배송 역량을 결합해 온라인 쇼핑의 장보기 경쟁력 강화 | 2026-02-27 | 커머스     |
| 쿠팡이츠   | 앱 이동 없이 카카오톡 대화방 안에서 AI를 통해 음식을 추천받고 주문과 결제 가능                                                                                                                         | 2026-08-06 | 배달      |

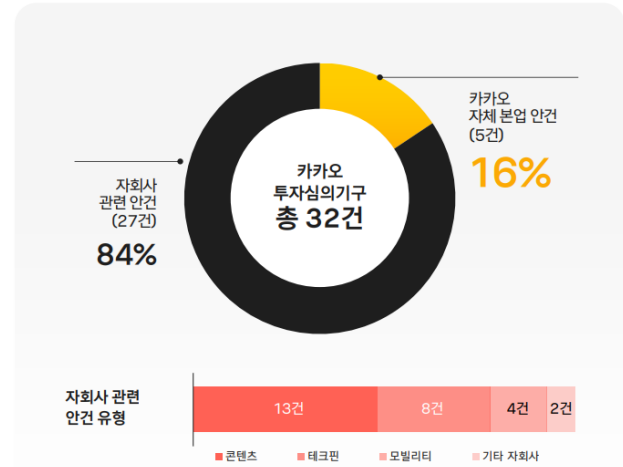
Source: 다올투자증권

Fig. 17: 카카오 이사회 및 투자심의기구의 안건 분포: 의사결정 효율화 필요

## ● 카카오 이사회 비경상 안건 분포 (최근 5년)



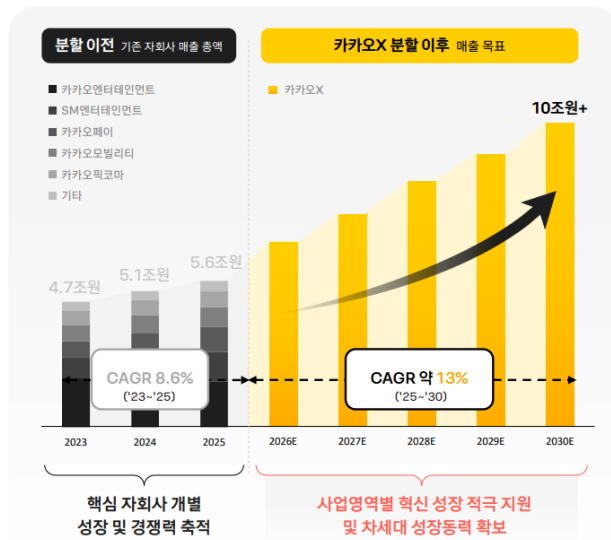
## ● 카카오 투자심의기구 안건 분포 (2025년)



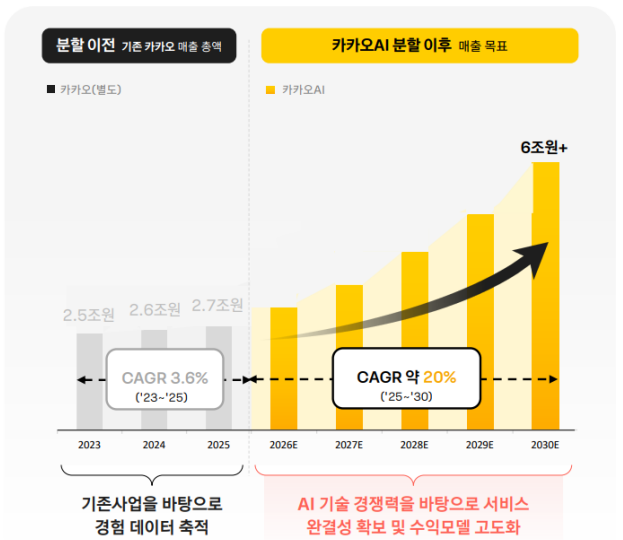
주) 비경상 안건: 재무제표 승인, 스독업선 부여 등의 일반적 안건 제외한 비경상적 주요 의사결정 안건 지칭

Source: 다올투자증권

Fig. 18: 2030년 매출 목표: KakaoX는 10조원 이상, KakaoAI는 6조원 이상

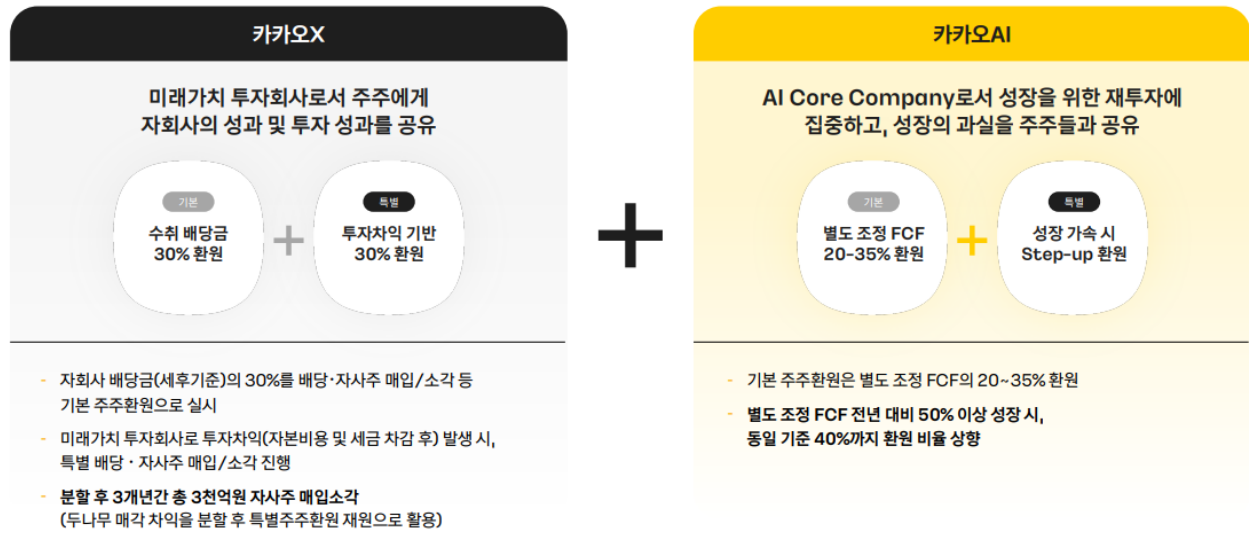


주) 카카오펀터는 연결대상 자회사에 해당하지 않아 카카오X 매출 총액에서 제외



Source: 다올투자증권

Fig. 19: 인적분할 후 주주환원 정책



주) 현행 주주환원정책('24-'26): 별도 조정 FCF 20-35% 주주환원 (최소 7% 이상은 현금 배당, 잔여 금액은 자사주 매입/소각 진행), 투자차익의 Tax 및 자본비용 차감

Source: 회사 자료, 다올투자증권

## 카카오 재무제표 (K-IFRS 연결)

## 대차대조표

| (십억원)   | 2024      | 2025      | 2026E     | 2027E     | 2028E     |
|---------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 유동자산    | 10,721.7  | 12,374.2  | 14,272.9  | 14,524.9  | 16,179.8  |
| 현금성자산   | 7,855.1   | 8,859.5   | 7,523.1   | 7,443.6   | 8,726.3   |
| 매출채권    | 1,255.5   | 1,396.0   | 1,670.0   | 1,792.1   | 1,945.2   |
| 재고자산    | 81.1      | 76.5      | 83.6      | 90.0      | 98.0      |
| 비유동자산   | 15,051.4  | 15,409.3  | 13,906.8  | 14,011.9  | 14,138.4  |
| 투자자산    | 8,428.0   | 8,543.7   | 8,554.1   | 8,672.1   | 8,794.7   |
| 유형자산    | 1,362.5   | 1,556.7   | 1,625.1   | 1,759.0   | 1,904.0   |
| 무형자산    | 5,170.7   | 5,227.8   | 3,727.6   | 3,580.8   | 3,439.7   |
| 자산총계    | 25,773.0  | 27,783.5  | 28,179.8  | 28,536.7  | 30,318.2  |
| 유동부채    | 8,545.2   | 8,779.7   | 9,397.8   | 8,670.9   | 9,220.4   |
| 매입채무    | 5,310.4   | 6,193.4   | 5,410.9   | 5,684.4   | 6,229.1   |
| 유동성이자부채 | 2,340.6   | 1,517.6   | 2,907.5   | 2,911.5   | 2,915.5   |
| 비유동부채   | 3,284.9   | 3,778.9   | 2,905.1   | 2,944.6   | 2,985.5   |
| 비유동이자부채 | 2,130.9   | 2,550.2   | 2,025.8   | 2,029.8   | 2,033.8   |
| 부채총계    | 11,830.1  | 12,558.6  | 12,302.9  | 11,615.4  | 12,205.9  |
| 자본금     | 44.4      | 44.3      | 44.4      | 44.4      | 44.4      |
| 자본잉여금   | 8,911.0   | 8,803.3   | 8,645.1   | 8,645.1   | 8,645.1   |
| 이익잉여금   | 1,943.5   | 2,684.5   | 3,379.6   | 4,424.0   | 5,615.1   |
| 자본조정    | (757.7)   | (255.9)   | (123.1)   | (123.1)   | (123.1)   |
| 자기주식    | (1.0)     | (1.0)     | (1.0)     | (1.0)     | (1.0)     |
| 자본총계    | 13,942.9  | 15,224.9  | 15,876.9  | 16,921.3  | 18,112.4  |
| 투하자본    | 4,986.4   | 4,595.5   | 7,581.9   | 8,711.4   | 8,625.5   |
| 순자입금    | (4,913.6) | (6,833.8) | (7,586.0) | (7,701.4) | (9,187.2) |
| ROA     | (0.6)     | 1.9       | 2.6       | 4.3       | 4.7       |
| ROE     | (1.6)     | 4.8       | 6.4       | 9.7       | 10.2      |
| ROIC    | (20.2)    | 13.0      | 13.6      | 13.2      | 14.2      |

## 손익계산서

| (십억원)               | 2024      | 2025    | 2026E     | 2027E   | 2028E   |
|---------------------|-----------|---------|-----------|---------|---------|
| 매출액                 | 7,864.0   | 8,099.1 | 8,355.7   | 8,937.2 | 9,664.4 |
| 증가율 (Y-Y,%)         | 4.1       | 3.0     | 3.2       | 7.0     | 8.1     |
| 영업이익                | 495.3     | 732.0   | 1,069.5   | 1,219.2 | 1,402.9 |
| 증가율 (Y-Y,%)         | 7.5       | 47.8    | 46.1      | 14.0    | 15.1    |
| EBITDA              | 1,330.6   | 1,572.3 | 1,890.5   | 2,040.7 | 2,224.4 |
| 영업외손익               | (263.8)   | 17.3    | 195.2     | 158.6   | 164.3   |
| 순이자수익               | 48.3      | 59.1    | 2.9       | 4.7     | 4.8     |
| 외화관련손익              | 25.4      | (4.5)   | (6.8)     | (6.9)   | (7.0)   |
| 지분법손익               | 96.4      | 11.4    | 12.9      | 13.8    | 15.6    |
| 세전계속사업손익            | 49.7      | 621.5   | 1,264.7   | 1,377.8 | 1,567.2 |
| 당기순이익               | (161.9)   | 518.0   | 739.3     | 1,212.4 | 1,379.1 |
| 지배기업당기순이익           | 55.3      | 491.5   | 628.1     | 1,079.1 | 1,227.4 |
| 증가율 (Y-Y,%)         | 적지        | 흑전      | 42.7      | 64.0    | 13.7    |
| NOPLAT              | (1,105.1) | 620.5   | 828.6     | 1,072.9 | 1,234.6 |
| (+) Dep             | 835.3     | 840.2   | 821.0     | 821.5   | 821.4   |
| (-) 운전자본투자          | (462.3)   | (409.5) | 4,007.1   | 1,062.3 | (173.3) |
| (-) Capex           | 379.6     | 479.2   | 452.6     | 462.5   | 457.9   |
| OpFCF               | (187.1)   | 1,391.0 | (2,810.2) | 369.6   | 1,771.4 |
| 3 Yr CAGR & Margins |           |         |           |         |         |
| 매출액증가율(3Yr)         | 10.0      | 6.0     | 3.4       | 4.4     | 6.1     |
| 영업이익증가율(3Yr)        | (5.6)     | 8.7     | 32.4      | 35.0    | 24.2    |
| EBITDA증가율(3Yr)      | 11.5      | 11.0    | 15.7      | 15.3    | 12.3    |
| 순이익증가율(3Yr)         | n/a       | (21.4)  | n/a       | n/a     | 38.6    |
| 영업이익률(%)            | 6.3       | 9.0     | 12.8      | 13.6    | 14.5    |
| EBITDA마진(%)         | 16.9      | 19.4    | 22.6      | 22.8    | 23.0    |
| 순이익률 (%)            | (2.1)     | 6.4     | 8.8       | 13.6    | 14.3    |

## 현금흐름표

| (십억원)           | 2024    | 2025    | 2026E     | 2027E     | 2028E   |
|-----------------|---------|---------|-----------|-----------|---------|
| 영업현금            | 1,250.5 | 1,404.8 | 51.9      | 545.7     | 1,918.2 |
| 당기순이익           | (161.9) | 518.0   | 739.3     | 1,212.4   | 1,379.1 |
| 자산상각비           | 835.3   | 840.2   | 821.0     | 821.5     | 821.4   |
| 운전자본증감          | (4.3)   | (106.4) | (1,226.5) | (1,062.3) | 173.3   |
| 매출채권감소(증가)      | (20.3)  | (27.3)  | 143.2     | (122.1)   | (153.1) |
| 재고자산감소(증가)      | 0.5     | (20.0)  | (9.8)     | (6.5)     | (8.0)   |
| 매입채무증가(감소)      | (27.0)  | 131.4   | 756.1     | 273.5     | 544.8   |
| 투자현금            | 10.4    | (478.2) | (463.0)   | (683.8)   | (695.9) |
| 단기투자자산감소        | 414.6   | (145.6) | 118.6     | (85.3)    | (88.8)  |
| 장기투자증권감소        | (1.3)   | 56.9    | 79.7      | 117.3     | 116.0   |
| 설비투자            | (379.6) | (479.2) | (452.6)   | (462.5)   | (457.9) |
| 유무형자산감소         | (55.4)  | (88.4)  | (120.7)   | (137.6)   | (144.8) |
| 재무현금            | (521.3) | (708.2) | (35.6)    | (26.7)    | (28.4)  |
| 차입금증가           | (389.8) | (479.1) | 9.9       | 8.0       | 8.0     |
| 자본증가            | (20.7)  | (6.6)   | 15.3      | (34.7)    | (36.4)  |
| 배당금지급           | 43.5    | 38.9    | 0.0       | 34.7      | 36.4    |
| 현금 증감           | 780.6   | 204.0   | (952.6)   | (164.8)   | 1,193.9 |
| 총현금흐름(Gross CF) | 1,300.2 | 1,532.1 | 1,272.9   | 1,608.0   | 1,744.9 |
| (-) 운전자본증가(감소)  | (462.3) | (409.5) | 4,007.1   | 1,062.3   | (173.3) |
| (-) 설비투자        | 379.6   | 479.2   | 452.6     | 462.5     | 457.9   |
| (+) 자산매각        | (55.4)  | (88.4)  | (120.7)   | (137.6)   | (144.8) |
| Free Cash Flow  | 1,306.3 | 947.4   | (416.6)   | (138.1)   | 1,222.3 |
| (-) 기타투자        | 1.3     | (56.9)  | (79.7)    | (117.3)   | (116.0) |
| 잉여현금            | 1,305.0 | 1,004.4 | (336.9)   | (20.8)    | 1,338.2 |

자료: 다올투자증권

## 주요투자지표

| (원, 배)          | 2024   | 2025   | 2026E  | 2027E  | 2028E  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Per share Data  |        |        |        |        |        |
| EPS             | 125    | 1,111  | 1,418  | 2,436  | 2,771  |
| BPS             | 11,203 | 13,669 | 18,552 | 21,241 | 24,248 |
| DPS             | 68     | 75     | 75     | 80     | 90     |
| Multiples(x,%)  |        |        |        |        |        |
| PER             | 306.6  | 54.1   | 25.2   | 14.7   | 12.9   |
| PBR             | 3.4    | 4.4    | 1.9    | 1.7    | 1.5    |
| EV/ EBITDA      | 9.0    | 12.6   | 4.4    | 4.0    | 3.0    |
| 배당수익률           | 0.2    | 0.1    | 0.2    | 0.2    | 0.3    |
| PCR             | 13.0   | 17.4   | 12.5   | 9.9    | 9.1    |
| PSR             | 2.2    | 3.3    | 1.9    | 1.8    | 1.6    |
| 재무건전성 (%)       |        |        |        |        |        |
| 부채비율            | 84.8   | 82.5   | 77.5   | 68.6   | 67.4   |
| Net debt/Equity | n/a    | n/a    | n/a    | n/a    | n/a    |
| Net debt/EBITDA | n/a    | n/a    | n/a    | n/a    | n/a    |
| 유동비율            | 125.5  | 140.9  | 151.9  | 167.5  | 175.5  |
| 이자보상배율          | n/a    | n/a    | n/a    | n/a    | n/a    |
| 이자비용/매출액        | 2.6    | 2.2    | 2.0    | 1.9    | 1.8    |
| 자산구조            |        |        |        |        |        |
| 투하자본(%)         | 23.4   | 20.9   | 32.0   | 35.1   | 33.0   |
| 현금+투자자산(%)      | 76.6   | 79.1   | 68.0   | 64.9   | 67.0   |
| 자본구조            |        |        |        |        |        |
| 차입금(%)          | 24.3   | 21.1   | 23.7   | 22.6   | 21.5   |
| 자기자본(%)         | 75.7   | 78.9   | 76.3   | 77.4   | 78.5   |



## Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수·합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다. 당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 12개월간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료의 조사분석담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다. 본 자료는 '나눔스퀘어'와 '아리따글꼴'을 사용하여 작성하였습니다.

## 투자등급 관련사항

아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 기대수익률을 의미

- BUY: 추천기준일 증가대비 +15% 이상.
- HOLD: 추천기준일 증가대비 -15% 이상~+15% 미만.
- SELL: 추천기준일 증가대비 -15% 미만.

투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음

동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자의견은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자의견과 다를 수 있음

- Overweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우
- Neutral: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우
- Underweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상하는 경우

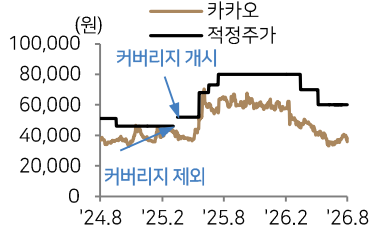
주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

## 투자등급 비율

BUY : 93.5%      HOLD : 6.5%      SELL : 0.0%

## 최근 2년간 투자등급 및 적정주가 변경내용

## 카카오 (035720)



| 일자   | 2024.10.08 | 커버리지 | 커버리지 | 2025.04.08 | 2025.06.18 | 2025.07.11 |
|------|------------|------|------|------------|------------|------------|
| 투자의견 | BUY        | 제외   | 개시   | BUY        | BUY        | BUY        |
| 적정주가 | 46,000원    |      |      | 52,000원    | 68,000원    | 73,000원    |

| 일자   | 2025.08.08 | 2026.04.08 | 2026.05.27 | 2026.08.24 |
|------|------------|------------|------------|------------|
| 투자의견 | BUY        | BUY        | BUY        | BUY        |
| 적정주가 | 80,000원    | 70,000원    | 60,000원    | 45,000원    |

|                      | 일자         | 적정주가   | 평균주가   | 최고가    | 평균주가 괴리율(%) | 최고가 괴리율(%) |
|----------------------|------------|--------|--------|--------|-------------|------------|
| 적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%) | 2024.10.08 | 46,000 | 39,684 | 46,600 | -13.73%     | 1.3%       |
|                      | 2025.04.09 | 52,000 | 40,887 | 53,200 | -21.37%     | 2.31%      |
|                      | 2025.06.18 | 68,000 | 61,912 | 70,400 | -8.95%      | 3.53%      |
|                      | 2025.07.11 | 73,000 | 56,825 | 63,600 | -22.16%     | -12.88%    |
|                      | 2025.08.08 | 80,000 | 58,861 | 67,700 | -26.42%     | -15.38%    |
|                      | 2026.04.08 | 70,000 | 46,371 | 50,600 | -33.76%     | -27.71%    |
|                      | 2026.05.27 | 60,000 | 37,459 | 42,700 | -37.57%     | -28.83%    |
|                      | 2026.08.24 | 45,000 | -      | -      | -           | -L         |

\* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2026년 8월 21일)

\*\* 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가