카카오 (035720)

상반기 성과를 기대하며

인터넷/게임
Analyst 이효진
hyojinlee@meritz.co.kr

4Q25 Review: 페이/에스엠 상회분 제외 시 인라인

카카오의 4분기 연결 매출 및 영업이익은 각각 2조 1,332억원(+9.0% YoY)과 2,034억원(+169.7% YoY)로 기대치를 상회했다. 상장 자회사인 페이/에스엠 이익이 시장 추정을 200억원 상회한 것이 주요하며 이 외 부문은 예상에 부합했다. 게임즈가 보유한 라이온하트 관련 영업권 조정 3천억원을 예상했으나 1천억원에 그치며 세전이익은 -394억원을 기록했다. 2026년 신작 성과가 카카오게임즈 예상에 부합할 경우 26년 추가 상각은 없으며 미달 시 26년말 추가 반영이 예상된다.

4분기 비즈보드는 YoY 19% 증가하며 예상치 28%는 하회했다. Ramp-up 속도의 영향이며 final goal은 변경하지 않았다. 기존 3개의 광고판이 존재했으나 피드형 도입에 따라 4개로 증가한 효과가 연내 순차적으로 반영된다. 브랜드 메시지 신규 상품과 피드형 상품 도입 효과로 1분기 톡비즈 성장률은 4분기 흐름을 이어갈 전망이다.

상반기 온보딩 성과를 기대하며

동사는 2026년 매출 성장률 10%, 영업이익률 10% 달성 목표를 제시했다. 당사는 플랫폼 10%를 가정하나 콘텐츠 매출은 제한적 성장을 가정했다. 게임이 주요한데 게임 부문 성장률을 -9%로 전망하나 하반기 신작 성과가 24년 수준의 매출을 달성한다면 전사 10% 매출 성장이 가능하다. 언론에 공개된 다음 매각이 연내 반영될 경우, 관련 매출은 제외되나 적자 사업으로 영업이익은 상향된다.

상장 자회사 페이/에스엠 시장 눈높이 상향을 추정치에 수정 반영했다. 카나나 인 톡이 일부 이용자를 대상으로 테스트가 시작되었고 상반기 내 유의미한 파트너 3개사가 온보딩을 준비 중이다. 4분기 추석 이연 효과에도 커머스는 8% 성장에 그치며 AI 서비스 도입에 따른 카카오톡 자체적 커머스 성과에 대한 효과가 아직 드러나지 않고 있다. 상반기 온보딩을 통해 이용자 행태가 포착되는 에이전트 성과 증명이 업사이드를 결정할 전망이다.

Meritz Research 2026. 2. 13

Buy (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	75,000원
현재주가 (2.12)	58,800원
상승여력	27.6%

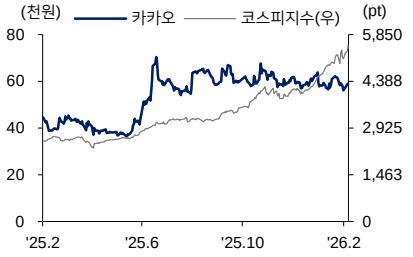
KOSPI	5,522.27pt
시가총액	260,252억원
발행주식수	44,118만주
유동주식비율	75.35%
외국인비중	30.50%
52주 최고/최저가	70,400원/36,450원
평균거래대금	1,536.3억원

주요주주(%)

김범수 외 75 인	24.10
국민연금공단	7.40
MAXIMO PTE	6.33

주가상승률 (%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	1.0	-7.7	40.0
상대주가	-15.4	-46.7	-35.4

주가그래프



(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	-174.7	21,948	-23.9	2.5	20.2	-10.3	81.7
2024	7,871.7	460.2	55.3	125	-105.5	22,858	306.8	1.7	12.6	0.6	84.8
2025P	8,111.8	702.8	500.8	1,131	808.8	24,055	53.1	2.5	16.1	4.8	86.8
2026E	8,718.6	961.1	803.4	1,820	60.9	25,879	32.3	2.3	12.7	7.3	86.5
2027E	9,350.3	1,178.3	1,045.2	2,370	30.2	28,175	24.8	2.1	10.5	8.8	85.7

표1 카카오 4Q25P 실적 Review

(십억원)	4Q25P	4Q24	(% YoY)	3Q25	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	기존 추정치	(% diff.)
매출액	**2,133.2**	1,957.1	9.0	2,086.6	2.2	2,106.2	1.3	2,101.9	1.5
영업이익	**203.4**	75.4	169.7	208.1	-2.2	183.6	10.8	176.5	15.3
세전이익	**-39.4**	-444.0	적지	254.7	적전	124.7	N/A	-99.6	N/A
순이익	**42.8**	-225.5	흑전	124.9	-65.7	91.0	-53.0	-25.1	N/A
영업이익률(%)	**9.5**	3.9		10.0		8.7		8.4	
세전이익률(%)	**-1.8**	-22.7		12.2		5.9		-4.7	
순이익률(%)	**2.0**	-11.5		6.0		4.3		-1.2	

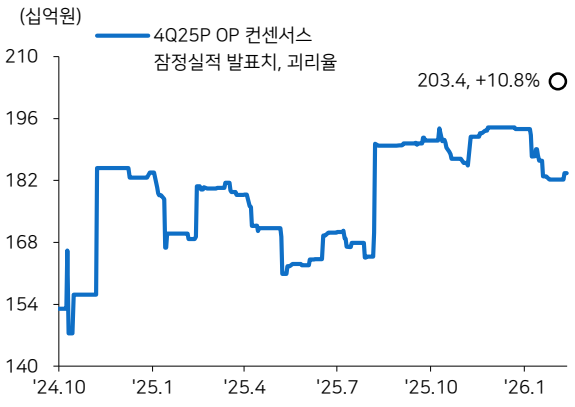
자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터

표2 카카오 2026년 · 2027년 실적 추정치 변경

	2026E			2027E		
(십억원)	신규 추정치	기존 추정치	(% diff.)	신규 추정치	기존 추정치	(% diff.)
매출액	**8,718.6**	8,466.9	3.0	**9,350.3**	8,969.6	4.2
영업이익	**961.1**	922.6	4.2	**1,178.3**	1,106.7	6.5
세전이익	**985.8**	1,023.9	-3.7	**1,336.6**	1,370.1	-2.4
순이익	**803.4**	833.8	-3.6	**1,045.2**	1,073.7	-2.7
영업이익률(%)	**11.0**	10.9	+0.1%p	**12.6**	12.3	+0.3%p
세전이익률(%)	**11.3**	12.1	-0.8%p	**14.3**	15.3	-1.0%p
순이익률(%)	**9.2**	9.8	-0.6%p	**11.2**	12.0	-0.8%p

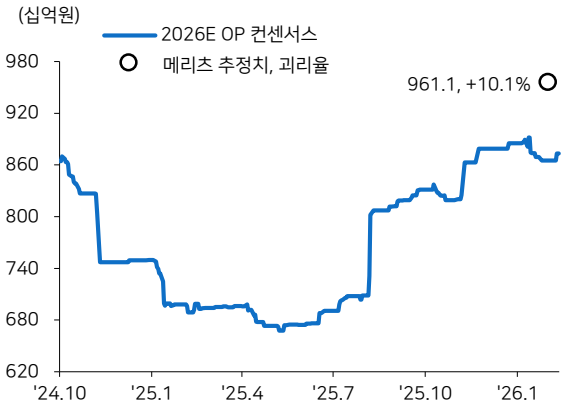
자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터

그림1 4Q25P 분기 영업이익, 컨센서스 대비 11% 상회



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2026E 영업이익, 컨센서스 대비 10% 상회 전망



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 카카오 실적 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025P	2026E	2027E
매출	**1,864**	**2,028**	**2,087**	**2,133**	**2,041**	**2,141**	**2,213**	**2,323**	**8,112**	**8,719**	**9,350**
플랫폼부문	993	1,055	1,060	1,223	1,114	1,157	1,166	1,324	4,331	4,761	5,167
톡비즈	553	542	534	627	628	616	601	694	2,257	2,539	2,772
포털비즈	74	78	73	72	67	70	65	64	297	267	240
플랫폼 기타	366	435	453	524	420	470	500	565	1,777	1,955	2,155
콘텐츠부문	871	973	1,027	911	927	985	1,048	999	3,781	3,958	4,183
게임	145	143	154	98	117	103	159	112	540	490	669
뮤직	438	518	565	525	520	579	592	606	2,046	2,297	2,337
에스엠	231	303	322	319	289	364	358	404	1,175	1,415	1,459
스토리	213	219	211	192	219	213	206	190	835	828	851
미디어	75	94	96	96	71	89	91	91	361	343	326
% YoY											
매출	*-6.3*	*1.2*	*8.6*	*9.0*	*9.5*	*5.6*	*6.1*	*8.9*	*3.1*	*7.5*	*7.2*
플랫폼부문	*4.0*	*10.5*	*12.3*	*16.8*	*12.2*	*9.6*	*10.0*	*8.3*	*11.0*	*9.9*	*8.5*
톡비즈	*7.2*	*6.8*	*6.6*	*12.6*	*13.4*	*13.6*	*12.4*	*10.7*	*8.4*	*12.5*	*9.2*
포털비즈	*-12.5*	*-10.9*	*-4.8*	*-13.9*	*-10.0*	*-10.0*	*-10.0*	*-10.0*	*-10.6*	*-10.0*	*-10.0*
플랫폼 기타	*3.2*	*20.8*	*23.7*	*28.6*	*14.8*	*8.2*	*10.4*	*7.9*	*19.5*	*10.0*	*10.2*
콘텐츠부문	*-15.7*	*-7.3*	*5.0*	*0.1*	*6.5*	*1.2*	*2.0*	*9.7*	*-4.8*	*4.7*	*5.7*
게임	*-40.3*	*-38.9*	*-34.0*	*-39.9*	*-19.7*	*-27.7*	*2.9*	*14.1*	*-38.2*	*-9.2*	*36.5*
뮤직	*-6.5*	*1.3*	*20.0*	*11.7*	*18.8*	*11.8*	*4.7*	*15.5*	*6.5*	*12.3*	*1.7*
에스엠	*5.2*	*19.3*	*32.8*	*16.5*	*24.9*	*20.3*	*11.2*	*26.7*	*59.3*	*20.5*	*3.1*
스토리	*-6.2*	*1.4*	*-3.3*	*-5.5*	*3.0*	*-2.4*	*-2.6*	*-1.2*	*-3.4*	*-0.8*	*2.8*
미디어	*-21.2*	*5.2*	*75.3*	*29.6*	*-5.0*	*-5.0*	*-5.0*	*-5.0*	*15.2*	*-5.0*	*-5.0*
영업비용	**1,758**	**1,842**	**1,879**	**1,930**	**1,865**	**1,883**	**1,935**	**2,075**	**7,409**	**7,758**	**8,172**
% to sales	*94.3*	*90.8*	*90.0*	*90.5*	*91.4*	*87.9*	*87.4*	*89.3*	*91.3*	*89.0*	*87.4*
% YoY	*-5.9*	*-1.5*	*4.9*	*2.6*	*6.1*	*2.2*	*3.0*	*7.5*	*0.0*	*4.7*	*5.3*
인건비	479	489	477	497	476	482	475	519	1,942	1,951	2,038
매출연동비	701	717	748	768	737	723	753	798	2,934	3,012	3,140
외주/인프라비	206	233	261	250	254	261	269	282	950	1,067	1,150
마케팅비	87	88	102	116	92	96	116	125	393	430	470
상각비	206	222	208	204	211	219	213	231	840	874	899
금융영업비용	20	31	14	27	29	31	35	43	91	139	168
영업이익	**105**	**186**	**208**	**203**	**176**	**258**	**279**	**248**	**703**	**961**	**1,178**
% YoY	*-12.4*	*38.8*	*59.4*	*169.7*	*67.1*	*38.9*	*34.1*	*21.7*	*52.7*	*36.7*	*22.6*
영업이익률(%)	*5.7*	*9.2*	*10.0*	*9.5*	*8.6*	*12.1*	*12.6*	*10.7*	*8.7*	*11.0*	*12.6*
별도	**104**	**108**	**101**	**128**	**137**	**145**	**121**	**153**	**440**	**555**	**644**
% YoY	*-24.5*	*-17.0*	*-1.1*	*4.4*	*32.0*	*34.1*	*20.0*	*19.4*	*-10.5*	*26.1*	*16.1*
영업이익률(%)	*15.7*	*16.5*	*15.7*	*17.6*	*18.8*	*20.1*	*17.3*	*19.5*	*16.4*	*18.9*	*20.6*
자회사	1	78	108	76	39	114	158	95	263	406	534
% YoY	*흑전*	*1,859.9*	*272.7*	*흑전*	*2,544.1*	*45.6*	*47.3*	*25.7*	*흑전*	*54.6*	*31.5*
영업이익률(%)	*0.1*	*5.7*	*7.4*	*5.4*	*3.0*	*8.0*	*10.4*	*6.2*	*4.8*	*7.0*	*8.6*
상장 자회사 제외 OP	**101**	**158**	**169**	**161**	**153**	**228**	**224**	**191**	**600**	**807**	**853**
% YoY	*-19.4*	*12.2*	*21.3*	*59.0*	*52.1*	*44.7*	*32.0*	*18.4*	*18.5*	*34.5*	*5.7*
영업이익률(%)	*7.8*	*11.5*	*12.1*	*11.1*	*11.0*	*16.0*	*15.6*	*12.5*	*10.9*	*14.0*	*14.2*

자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터

카카오 (035720)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025P	2026E	2027E
매출액	**7,557.0**	**7,871.7**	**8,111.8**	**8,718.6**	**9,350.3**
매출액증가율(%)	11.2	4.2	3.1	7.5	7.2
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	7,557.0	7,871.7	8,111.8	8,718.6	9,350.4
판매관리비	7,096.1	7,411.5	7,409.0	7,757.5	8,172.1
영업이익	**460.9**	**460.2**	**702.8**	**961.1**	**1,178.3**
영업이익률(%)	6.1	5.8	8.7	11.0	12.6
금융손익	9.0	24.3	6.8	15.5	24.1
종속/관계기업손익	4.0	53.7	90.0	90.1	98.5
기타영업외손익	-2,122.1	-541.0	-196.5	-80.8	35.6
세전계속사업이익	-1,648.2	-2.8	603.1	985.8	1,336.6
법인세비용	168.4	159.1	77.4	319.2	394.8
당기순이익	**-1,816.7**	**-161.9**	**525.7**	**666.7**	**941.8**
지배주주지분 순이익	-1,012.6	55.3	500.8	803.4	1,045.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025P	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	**1,341.1**	**1,250.5**	**2,294.9**	**1,873.5**	**2,347.0**
당기순이익(손실)	-1,816.7	-161.9	525.7	666.7	941.8
유형자산상각비	489.2	575.7	587.9	611.6	629.5
무형자산상각비	271.4	259.6	272.6	286.2	300.6
운전자본의 증감	248.0	-4.4	908.7	308.9	475.2
투자활동 현금흐름	**-1,779.9**	**10.4**	**-1,306.2**	**-788.4**	**-1,163.5**
유형자산의증가(CAPEX)	-575.2	-379.6	-860.0	-800.0	-800.0
투자자산의감소(증가)	-504.2	-307.6	-211.8	-287.5	-266.3
재무활동 현금흐름	**1,019.6**	**-521.3**	**43.4**	**34.7**	**3.3**
차입금의 증감	306.8	-121.9	73.0	34.7	36.2
자본의 증가	723.5	71.0	0.2	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	553.3	755.9	1,032.1	1,119.8	1,186.8
기초현금	4,835.9	5,389.2	6,145.1	7,177.2	8,296.9
기말현금	5,389.2	6,145.1	7,177.2	8,296.9	9,483.7

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025P	2026E	2027E
유동자산	9,988.2	10,958.8	11,596.1	12,707.3	14,137.6
현금및현금성자산	5,389.2	6,145.1	7,177.2	8,296.9	9,483.7
매출채권	622.0	537.7	457.1	491.3	526.9
재고자산	138.6	64.9	66.9	71.9	77.1
비유동자산	15,191.8	14,814.2	15,425.5	15,465.1	15,601.3
유형자산	1,336.9	1,286.1	1,558.2	1,746.5	1,917.0
무형자산	5,768.9	5,136.8	5,264.2	4,828.0	4,527.4
투자자산	5,365.0	5,726.3	5,938.1	6,225.6	6,491.9
자산총계	**25,180.0**	**25,773.0**	**27,021.6**	**28,172.4**	**29,738.9**
유동부채	7,564.1	8,632.7	8,769.6	9,320.6	9,894.2
매입채무	241.9	227.3	234.3	251.8	270.0
단기차입금	1,052.6	1,458.0	988.0	988.0	988.0
유동성장기부채	99.9	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	3,757.2	3,197.5	3,783.2	3,749.3	3,833.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	845.6	327.9	990.9	990.9	990.9
부채총계	**11,321.4**	**11,830.1**	**12,552.8**	**13,069.8**	**13,727.4**
자본금	44.5	44.4	44.6	44.5	44.5
자본잉여금	8,839.9	8,911.0	8,911.0	8,911.2	8,911.2
기타포괄이익누계액	-1,050.4	-723.6	-723.6	-723.6	-723.6
이익잉여금	1,922.1	1,943.5	2,444.3	3,214.9	4,227.2
비지배주주지분	4,094.9	3,801.6	3,826.5	3,689.7	3,586.3
자본총계	**13,858.6**	**13,942.9**	**14,468.9**	**15,102.6**	**16,011.5**

Key Financial Data

	2023	2024	2025P	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	16,990	17,728	18,324	19,749	21,203
EPS(지배주주)	-2,277	125	1,131	1,820	2,370
CFPS	2,662	2,928	3,150	4,065	4,879
EBITDAPS	2,746	2,918	3,532	4,211	4,781
BPS	21,948	22,858	24,055	25,879	28,175
DPS	61	68	0	75	75
배당수익률(%)	0.1	0.2	0.0	0.1	0.1
Valuation(Multiple)					
PER	-23.9	306.8	53.1	32.3	24.8
PCR	20.4	13.0	19.1	14.5	12.1
PSR	3.2	2.2	3.3	3.0	2.8
PBR	2.5	1.7	2.5	2.3	2.1
EBITDA(십억원)	1,221.5	1,295.5	1,563.4	1,859.0	2,108.4
EV/EBITDA	20.2	12.6	16.1	12.7	10.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-10.3	0.6	4.8	7.3	8.8
EBITDA 이익률	16.2	16.5	19.3	21.3	22.5
부채비율	81.7	84.8	86.8	86.5	85.7
금융비용부담률	2.2	2.6	2.5	2.4	2.2
이자보상배율(x)	2.8	2.3	3.5	4.7	5.7
매출채권회전율(x)	14.2	13.6	16.3	18.4	18.4
재고자산회전율(x)	50.6	77.3	123.1	125.7	125.5

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에서 해당 추천 종목을 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 12 개월간 추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1 개월간 종가대비 3 등급	Buy	추천기준일 직전 1 개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1 개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1 개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3 등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

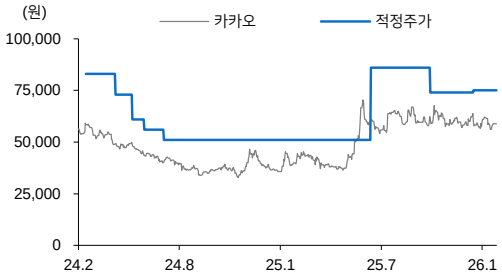
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	86.1%
중립	13.3%
매도	0.6%

2025 년 12 월 31 일 기준으로 최근 1 년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

카카오 (035720) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1 년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
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	-20.4	38.0
2025.07.04		1 년 경과			16.2	17.8
2025.07.08	산업브리프	Buy	86,000	이효진	-29.6	-22.1
2025.10.22	기업브리프	Buy	74,000	이효진	-17.9	-8.5
2026.01.07	기업브리프	Buy	75,000	이효진	-	-

주가 및 적정주가 변동추이