

카카오 (035720)

증명해야 할 것이 많아진 때

인터넷/게임

Analyst 이효진

hyojinlee@meritz.co.kr

RA 김수민

sumin_kim@meritz.co.kr

카카오, 사업 회사와 카카오톡을 제외한 지주회사로 분할

지난 21일 카카오는 신설법인 '카카오AI'와 존속법인 '카카오X'로 나누는 인적분할을 결의했다. 카카오의 자회사를 포함한 투자자산은 존속법인 카카오X에 귀속되며 카카오AI는 카카오톡 사업을 담당한다. 분할 비율은 6월말 순자산 장부가액 기준 카카오AI 0.36:카카오X 0.64로 정해졌다.

분할을 통해 카카오톡과 카카오톡을 제외한 지주회사 성격으로 회사가 쪼개진다. 카카오톡은 2027-2028년 순이익은 4천억원대로 예상된다. 텐센트, 메타 등 B2C 사업자의 2027 PER이 15배 이하로 하락한 점(표3 참조)을 감안 시 카카오톡 사업을 관장하는 카카오AI의 적정 가치는 4천억원*15배=6조원으로 계산된다.

존속 법인인 카카오X는 카카오톡을 제외한 자회사들의 지주회사 성격이 강해진다. 상장사 3사의 최근 3개월 평균 시가총액 기준 NAV는 6.3조원이며 비상장 주요 3사의 NAV는 4.8조원으로 추산된다. 당사 추정 기준 카카오X 주요 지분의 실효가치는 11.1조원이며 지주사의 할인율이 통상 30~60% 적용됨을 감안 시 현 주가 대비 상승 여력은 제한적이다. 카카오X가 보유한 자회사는 B2C 플랫폼 성격이 대부분인데 과거와 달리 해당 사업에 대한 시장 가치는 크게 하락한 점을 감안하여 보다 현실적인 peer 밸류에이션을 적용했다. (표2 참조)

적정주가 37,000원, 투자의견 Hold 하향

카카오의 적정주가를 37,000원으로 변경하며 투자의견을 Hold로 하향한다. B2C 플랫폼 사업자의 2027년 PER이 15배 이하로 하락했으며 분할 후 NAV 할인율 반영 가능성이 높아진 점을 감안하여 2027년 EPS에 PER 15배를 적용했다.

1) 카카오톡의 성장이 드라마틱하게 전개되어 2025년 2.7조원을 기록했던 카카오 별도 법인의 매출이 2030년 6조원까지 증가하는 전망이 현실성을 얻거나 2) B2C 플랫폼에 대한 시장 선호가 재차 상승할 경우 당사 추산 대비 가치는 상승할 수 있다. 전자는 카카오톡 새로운 수익원의 등장, 후자는 시장의 섹터 변화가 필요하다.

동사의 주요 주주인 텐센트의 유휴 자산 매각도 단기 수급에 부담요인이다. 공교롭게 지난주 텐센트는 보유 중이던 넷마블 지분 전량 중 2/3를 방준혁 의장에게 매각했다. 텐센트 자회사인 MAXIMO는 2021년 이후 처음으로 지난 5월 카카오 일부 지분을 매각, 단순 투자로 보유 목적을 변경했다. 적자 회사 자회사 매각으로 동사의 기업 가치는 정상화되었다. 반면 에이전틱 커머스 등 AI 수익화 전략은 아직 성과를 내지 못하고 있고 이번 결정으로 지주회사 성격은 강해졌다. 투자자의 공감을 얻을 새로운 사업 전략이 증명될 때까지 당분간 보수적 접근이 유효할 것으로 판단한다.

Meritz Research 2026. 8. 24

Hold (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	37,000원
현재주가 (8.21)	35,800원
상승여력	3.4%

표1 카카오 적정주가 산출

(원)	비고
EPS(원)	2,467 2027년 지배순이익
적정배수(X)	15 B2C 플랫폼 사업자 평균 PER
적정주가	37,000 37,006원 백원 단위 이하 절사
현재주가(원)	35,800
상승여력(%)	3.4

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 카카오 분할 관련 장래 계획

1. 분할 개요

카카오는 인적분할을 통해 사업영역별 의사결정 및 자본배분이 최적화될 수 있는 지배구조를 구축하고, 각 사업의 성장 가속화 및 AI 사업 집중을 통해 복합기업 디스카운트를 해소하여 주주가치 제고 계획



자료: 카카오

표2 카카오X와 카카오AI 기업 가치 추산 내역

	영업이익	순이익	적용밸류	기업밸류	지분율	실효가치	비고
픽코마	85.8	64.4	20	1,287	85.0%	1,094	일본 내수 사업임을 감안, 20배 적용
모빌리티	151.6	113.7	25	2,842	57.2%	1,626	성장성 감안 25배 적용하나 모빌리티 또한 내수 사업 한계 존재. 참고로 우버 27년 PER 17.6배
카카오엔터	210.6	157.9	20	3,158	66.1%	2,088	에스엠 20배 적용. 픽코마/에스엠은 유효지분율 감안하여 분리계산
비상장 합계						4,808	
상장 합계						6,291	뱅크, 페이, SM은 최근 3개월 평균 시가총액에 유효 지분율을 곱한 값
카카오X 주요 지분 실효가치						11,099	
지주회사 할인율	20%	30%	40%	50%	60%	70%	
카카오X 가치	8,879	7,769	6,659	5,549	4,439	3,330	
카카오AI 가치	6,117	6,117	6,117	6,117	6,117	6,117	
합산가치	14,996	13,886	12,776	11,666	10,556	9,446	

주1: 주요 비상장 3사는 2027년 실적 기준. 픽코마 지분율은 카카오 직접 보유 지분 및 카카오엔터가 보유한 유효 지분을 합산

주2: 카카오X 보유 현금 및 유동화자산 2.3조원+자회사 4.1조원 현금

자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 글로벌 B2C 플랫폼 사업자 주가 수익률 및 밸류에이션

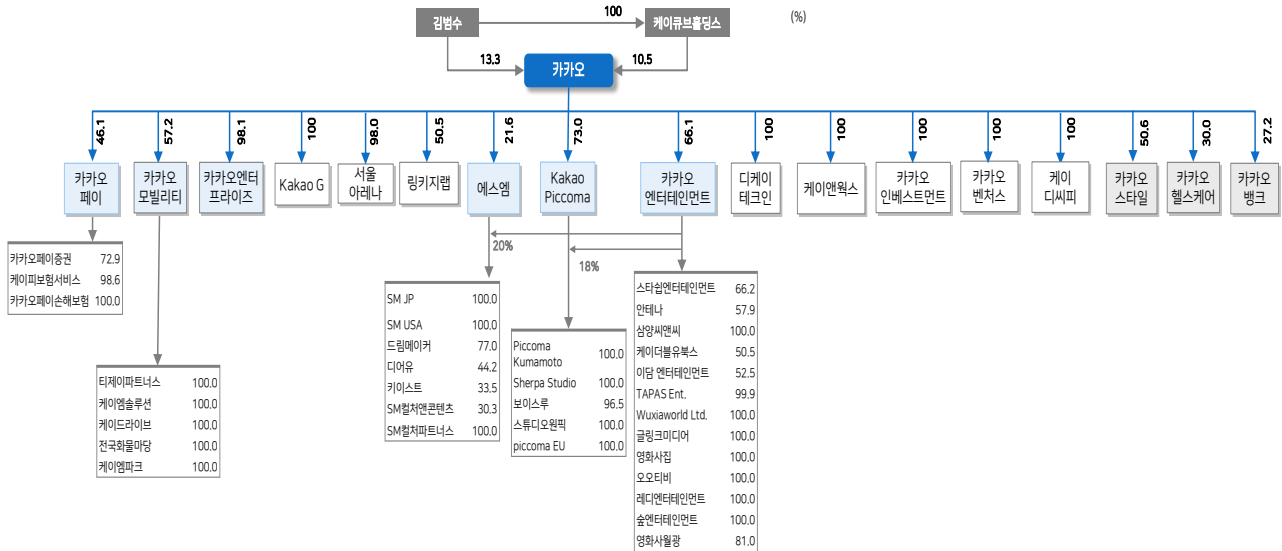
(수익률, %)	텐센트	알리바바	바이두	네이버	LY	메타
1W	3.9	2.6	-7.5	-2.6	3.8	-6.8
1M	-3.6	5.1	-13.1	15.0	17.0	-14.6
3M	4.1	-2.4	-26.3	11.3	27.7	-9.5
6M	-12.5	-16.4	-27.8	-12.8	40.4	-16.1
1Y	-22.9	6.3	9.6	-0.4	12.6	-25.6
YTD	-23.7	-13.9	-29.1	-8.5	26.0	-16.7
(PER, 배)						
2025	21.7	43.6	20.3	19.6	13.6	22.5
2026E	13.3	19.0	15.6	17.7	18.9	15.6
2027E	12.6	13.5	12.3	15.1	16.1	14.4
(PBR, 배)						
2025	4.2	2.0	1.2	1.4	0.9	7.7
2026E	2.7	2.1	0.8	1.1	1.2	4.6
2027E	2.3	1.8	0.7	1.1	1.1	3.6

주1: 2026.8.21 종가 기준

주2: 알리바바, LY는 회계연도(FY) 기준

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

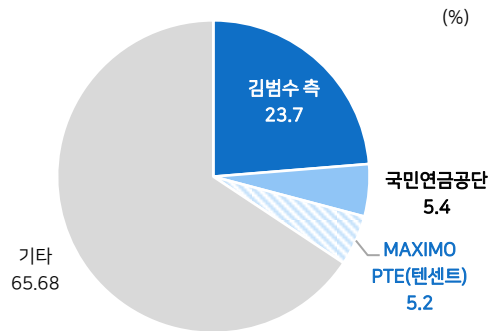
그림2 6월말 기준 카카오 지배 구조도



주: 회색 표시는 관계기업에 해당

자료: DART, 메리츠증권 리서치센터

그림3 카카오 현재 주주구성: 텐센트 5.2% 보유 중



자료: DART, 메리츠증권 리서치센터

그림4 방준혁 넷마블 의장, 텐센트 보유 지분 13.4% 인수

방준혁 넷마블 의장, 텐센트 보유 지분 13.4% 인수... 책임경영·지배구조 강화

└ 3740억원 규모 인수해 지분율 38.34%로 확대...시장 불확실성 해소



자료: 지디넷코리아, 26.8.21, <방준혁 넷마블 의장, 텐센트 보유 지분 13.4% 인수...책임경영·지배구조 강화>

표4 텐센트(MAXIMO PTE.)의 카카오 지분 변동 이력

시기	지분율	유형	내용
2012.04	13.80%	신주 취득(전환우선주)	720억원 투입(360만주 취득), 김범수 다음 2대주주 진입
2014.10 이후	9.90%	합병 신주 교부	카카오와 다음 합병 계약 체결, 텐센트는 기존 14%에서 10% 수준으로 지분 감소, 2대주주 지위 유지
2015.03	9.63%		*2026.05 다트 공시 기준상 9.63%에서 5.75%로 3.88% 감소
2020.12	6.33%	1차 매각 개시 전	
2021.03	5.95%	1차 장내 매도	총 32만 0,473주(지분율 0.38%) 및 금액은 약 1,500억원, 3월 중 11거래일에 걸쳐 장내 매도
2025.12	5.97%	2차 매각 개시 전	
2026.05	5.75%	2차 장내 매도	총 98만 9,524주(지분율 0.22%) 및 금액은 약 457억원, 5월 중 5거래일에 걸쳐 장내 매도 변경 사유: 경영권 영향 목적에서 단순투자목적으로 보유목적 변경

자료: DART, 메리츠증권 리서치센터 정리

표5 카카오 실적 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출	1,748	2,144	2,087	2,121	1,942	2,098	2,041	2,119	8,099	8,201	8,498
플랫폼부문	1,022	1,086	1,087	1,249	1,204	1,230	1,223	1,286	4,444	4,944	5,156
특비즈	583	573	562	653	630	643	617	691	2,371	2,581	2,717
포털비즈	74	78	73	72	68	0	0	0	297	68	0
플랫폼 기타	366	435	453	524	506	587	606	595	1,777	2,295	2,439
콘텐츠부문	899	1,005	1,057	939	788	868	818	832	3,900	3,307	3,342
게임	145	143	154	98	0	0	0	0	540	0	0
뮤직	438	518	565	525	485	558	514	541	2,046	2,098	2,132
에스엠	231	303	322	319	279	350	287	341	1,175	1,257	1,295
스토리	241	250	241	221	211	211	214	200	953	836	855
미디어	75	94	96	96	92	99	91	91	361	374	355
% YoY											
매출	-12.1	6.9	8.6	8.8	11.1	-2.1	-2.2	-0.1	3.0	1.3	3.6
플랫폼부문	7.1	13.7	15.2	19.3	17.8	13.3	12.5	3.0	13.9	11.2	4.3
특비즈	12.9	12.8	12.1	17.4	8.1	12.3	9.9	5.8	13.9	8.9	5.2
포털비즈	-12.5	-10.9	-4.8	-13.9	-8.8				-10.6		
플랫폼 기타	3.2	20.8	23.7	28.6	38.5	35.0	33.8	13.7	19.5	29.1	6.3
콘텐츠부문	-13.0	-4.3	8.0	3.2	-12.4	-13.6	-22.6	-11.4	-1.8	-15.2	1.0
게임	-40.3	-38.9	-34.0	-39.9					-38.2		
뮤직	-6.5	1.3	20.0	11.7	10.7	7.9	-9.1	3.0	6.5	2.5	1.6
에스엠	5.2	19.3	32.8	16.5	20.6	15.4	-10.9	7.0	59.3	6.9	3.0
스토리	6.4	16.0	10.3	8.7	-12.4	-15.8	-11.5	-9.2	10.3	-12.3	2.2
미디어	-21.2	5.2	75.3	29.6	23.1	5.2	-5.0	-5.0	15.2	3.5	-5.0
영업비용	1,621	1,980	1,879	1,888	1,731	1,821	1,745	1,831	7,367	7,129	7,327
% to sales	92.7	92.4	90.0	89.0	89.1	86.8	85.5	86.4	91.0	86.9	86.2
% YoY	-13.3	5.8	4.9	2.7	6.8	-8.0	-7.1	-3.0	0.0	-3.2	2.8
인건비	479	489	477	497	445	448	443	463	1,942	1,799	1,866
매출연동비	701	717	748	768	701	746	662	699	2,934	2,809	2,778
외주/인프라비	206	233	261	250	208	223	226	252	950	909	942
마케팅비	87	88	102	116	73	97	109	124	393	402	423
상각비	206	222	208	204	197	192	186	199	840	774	797
금융영업비용	20	31	14	27	51	46	67	69	91	232	280
영업이익	127	164	208	233	211	277	296	287	732	1,072	1,171
% YoY	5.9	22.4	59.4	110.6	66.0	69.0	42.3	23.6	47.8	46.4	9.2
영업이익률(%)	7.3	7.6	10.0	11.0	10.9	13.2	14.5	13.6	9.0	13.1	13.8
별도	104	108	101	128	119	126	105	118	440	468	528
% YoY	-24.5	-17.0	-1.1	4.4	14.8	17.0	4.0	-7.7	-10.5	6.4	12.8
영업이익률(%)	15.7	16.5	15.7	17.6	17.0	17.7	15.2	15.5	16.4	16.3	17.6
자회사	23	56	108	105	92	151	192	169	292	604	643
% YoY	흑전	1,308.6	272.7	흑전	292.8	168.7	78.2	61.7	8,721.6	106.9	6.4
영업이익률(%)	2.2	3.8	7.4	7.5	7.4	10.9	14.2	12.5	5.4	11.3	11.7
상장 자회사 제외 OP	123	136	169	190	161	186	232	209	629	798	869
% YoY	-1.9	-3.4	21.3	39.6	30.7	36.8	36.9	9.8	16.2	26.8	8.9
영업이익률(%)	10.4	9.1	12.1	13.3	11.8	13.1	16.3	14.6	11.4	14.2	15.1

주: 중단영업손익 미분류 기준 / 자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터

Company Data

카카오 (035720)

KOSPI	6,912.95pt
시가총액	158,587억원
발행주식수	44,298만주
유동주식비율	75.69%
외국인비중	28.77%
52주 최고/최저가	67,700원/33,150원
평균거래대금	957.2억원

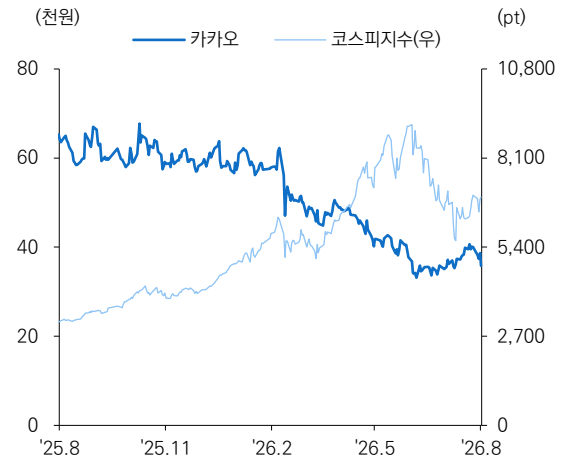
주요주주(%)

김범수 외 76 인	24.08
MAXIMO PTE	5.74
국민연금공단	5.39

주가상승률(%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	1.4	-38.2	-44.1
상대주가	-1.0	-48.0	-74.6

주가그래프



Financial Data

(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	적자전환	21,948	-23.9	2.47	20.2	-10.3	81.7
2024	7,864.0	495.3	55.3	125	흑자전환	22,858	306.8	1.67	12.3	0.6	84.8
2025	8,099.2	732.0	491.5	1,110	791.9	25,483	54.1	2.36	15.4	4.6	82.5
2026E	8,200.7	1,072.0	715.5	1,616	45.5	26,996	22.2	1.33	5.6	6.2	73.7
2027E	8,497.7	1,170.5	1,092.9	2,467	52.7	29,388	14.5	1.22	4.6	8.8	65.8

카카오 (035720)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	7,557.0	7,864.0	8,099.2	8,200.7	8,497.7
매출액증가율(%)	11.2	4.1	3.0	1.3	3.6
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	7,557.0	7,864.0	8,099.2	8,200.7	8,497.7
판매관리비	7,096.1	7,368.8	7,367.1	7,128.7	7,327.2
영업이익	460.9	495.3	732.0	1,072.0	1,170.5
영업이익률(%)	6.1	6.3	9.0	13.1	13.8
금융손익	9.0	37.3	-5.4	125.6	131.2
총속/관계기업손익	4.0	56.4	89.6	124.2	141.4
기타영업외손익	-2,122.1	-539.3	-194.8	-187.5	35.4
세전계속사업이익	-1,648.2	49.7	621.5	1,134.3	1,478.5
법인세비용	168.4	160.5	94.7	334.5	334.3
당기순이익	-1,816.7	-161.9	518.0	740.0	1,144.2
지배주주지분 손이익	-1,012.6	55.3	491.5	715.5	1,092.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	1,341.1	1,250.5	1,404.8	1,041.4	2,204.5
당기순이익(손실)	-1,816.7	-161.9	518.0	740.0	1,144.2
유형자산상각비	489.2	575.7	582.7	541.5	558.2
무형자산상각비	271.4	259.6	257.5	270.4	283.9
운전자본의 증감	248.0	-4.4	-106.4	-510.5	218.2
투자활동 현금흐름	-1,779.9	10.4	-478.2	2,249.2	-974.3
유형자산의증가(CAPEX)	-575.2	-379.6	-479.2	-800.0	-800.0
투자자산의감소(증가)	-504.2	-328.4	-226.6	250.6	-93.3
재무활동 현금흐름	1,019.6	-521.3	-708.2	-368.2	-848.9
차입금의 증감	306.8	-35.8	-403.7	-335.1	-815.7
자본의 증가	723.5	71.0	-107.8	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	553.3	780.6	204.0	2,922.4	381.3
기초현금	4,835.9	5,389.2	6,169.8	6,373.8	9,296.2
기말현금	5,389.2	6,169.8	6,373.8	9,296.2	9,677.5

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025	2026E	2027E
유동자산	9,988.2	10,721.7	12,374.2	15,072.5	15,606.6
현금및현금성자산	5,389.2	6,169.8	6,373.8	9,296.2	9,677.5
매출채권	622.0	548.7	569.5	576.6	597.5
재고자산	138.6	81.1	76.5	77.5	80.3
비유동자산	15,191.8	15,051.4	15,409.4	12,596.9	12,648.1
유형자산	1,336.9	1,362.5	1,556.7	1,815.2	2,057.0
무형자산	5,768.9	5,170.7	5,227.8	2,407.4	2,123.4
투자자산	5,365.0	5,749.9	6,066.1	5,815.5	5,908.8
자산총계	25,180.0	25,773.0	27,783.5	27,669.4	28,254.7
유동부채	7,564.1	8,545.2	8,779.8	9,365.7	8,986.2
매입채무	241.9	228.1	228.1	230.9	239.3
단기차입금	1,052.6	1,458.4	938.2	768.2	768.2
유동성장기부채	99.9	0.0	0.0	660.0	0.0
비유동부채	3,757.2	3,284.9	3,778.9	2,372.0	2,225.6
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	845.6	327.9	990.6	330.6	330.6
부채총계	11,321.4	11,830.1	12,558.6	11,737.6	11,211.8
자본금	44.5	44.4	44.3	44.2	44.2
자본잉여금	8,839.9	8,911.0	8,803.3	8,803.5	8,803.5
기타포괄이익누계액	-1,050.4	-723.6	-173.5	-173.5	-173.5
이익잉여금	1,922.1	1,943.5	2,684.5	3,366.9	4,426.6
비지배주주지분	4,094.9	3,801.6	3,948.7	3,973.2	4,024.5
자본총계	13,858.6	13,942.9	15,224.9	15,931.8	17,042.8

Key Financial Data

	2023	2024	2025	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	16,990	17,710	18,296	18,520	19,183
EPS(지배주주)	-2,277	125	1,110	1,616	2,467
CFPS	2,662	2,928	3,461	4,003	4,860
EBITDAPS	2,746	2,997	3,552	4,255	4,543
BPS	21,948	22,858	25,483	26,996	29,388
DPS	61	68	75	75	75
배당수익률(%)	0.1	0.2	0.1	0.2	0.2
Valuation(Multiple)					
PER	-23.9	306.8	54.1	22.2	14.5
PCR	20.4	13.0	17.4	8.9	7.4
PSR	3.2	2.2	3.3	1.9	1.9
PBR	2.47	1.67	2.36	1.33	1.22
EBITDA(십억원)	1,221.5	1,330.6	1,572.3	1,883.9	2,012.6
EV/EBITDA	20.2	12.3	15.4	5.6	4.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-10.3	0.6	4.6	6.2	8.8
EBITDA 이익률	16.2	16.9	19.4	23.0	23.7
부채비율	81.7	84.8	82.5	73.7	65.8
금융비용부담률	2.2	2.6	2.2	2.0	1.7
이자보상배율(x)	2.8	2.4	4.1	6.5	8.3
매출채권회전율(x)	14.2	13.4	14.5	14.3	14.5
재고자산회전율(x)	50.6	71.6	102.8	106.5	107.7

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

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	89.7%
중립	10.3%
매도	0.0%

2026년 6월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

카카오 (035720) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2024.08.09	기업브리프	Buy	51,000	이효진	-20.0	38.0	
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	-37.7	-16.9	
2026.08.07	기업브리프	Buy	52,000	이효진	-25.0	-21.7	
2026.08.24	기업브리프	Hold	37,000	이효진	-	-	