

애널리스트 J의 *analytic essay*

카카오

카카오 분할 다르게 읽기

카카오만의 이야기일까?

지난 주 카카오의 기습적인 '인적분할' 공시 이후 동사의 주가는 급락하며 금주 들어서도 반등세를 보이지 못하고 있다. 회사로서는 그야말로 창사 이래 대대적인 지배구조 개편을 결정했고, 이는 향후 회사 운영을 더 잘 해보겠다는 의지에서 비롯된 것일텐데도 시장은 우선은 응원보다는 우려의 목소리를 높인 셈이다.

인적분할과 관련된 세부적인 개요와 향후 전략은 카카오 공시자료에 모두 나와 있으니, 당사는 이번 발표를 두 가지 좀 다른 관점에서 풀어내 보았다. 분할 이후 카카오가 짊어지게 될 새로운 과제에 집중하기에 앞서, 금번 이벤트는 한국 인터넷 플랫폼 기업도 이제 '성장하는 산업'의 단계에서 '성숙한 기업집단'의 단계로 넘어가고 있는 그 전환을 보여주는 첫 번째 큰 사건이라는 점에 주목한다. 한국 인터넷산업이 출범한 지 25여년이 지나면서 과거 우리나라 전통 대기업들이 50년대부터 약 50년에 걸쳐 경험한 사업확장, 다각화, 사업포트폴리오 재편이라는 생애주기의 다음 단계에 빠르게 진입한 것으로 해석해야 한다. 이전 제조업 중심 대기업의 계열분리 과정에서는 가족 간 지배권 및 상속 문제까지 중요하게 결합되어 있었다는 점과만 다를 뿐이다. 이번 사건을 산업 흐름 관점에서 생각해 보면, 카카오뿐만 아니라 언젠가는 네이버도 유사한 결정을 할 수 있다는 생각을 하게 된다.

도표 1. 카카오 인적분할 후 사업 재편 예상안

인적분할 후			
카카오X (존속회사)		카카오AI (분할신설회사)	
사업 영역	담당회사	사업 영역	담당회사
		특플랫폼, 맵플랫폼, 광고, 커머스 인프라/운영	카카오AI 디케이테크인, 케이앤웍스, 링키지랩
테크핀	카카오뱅크, 카카오페이, 카카오페이증권		
콘텐츠	카카오엔터테인먼트, SM엔터테인먼트, 카카오프코마		
모빌리티	카카오모빌리티		
투자	카카오인베스트먼트, 카카오펀더스		

자료: 회사

참고: 카카오인베스트먼트 보유 현금 및 주요 투자자산은 본 분할과 동시에 카카오X로 이관 예정

그런데 네이버는 1999년 설립 이후 이미 2013년에 한 차례 유사한 경험을 갖고 있다. 지금은 이미 기억에서 희미해졌을 수 있지만 현재의 NHN(181710)이 원래는 네이버의 사업부문인 한게임에서 출발했고, 회사의 성장 과정에서 두 사업의 전략, 자본배분, 조직문화가 달라지며 설립 14년 만에 게임을 인적분할해 났으로써 지금은 독립적인 두 개 회사로 남게 된 사건이다. 이후 네이버는 검색을 중심으로 커머스, 핀테크, 웹툰, 클라우드, AI라는 새로운 포트폴리오를 다시 구축해 왔다. 카카오가 톡, 광고, 커머스, AI를 금융, 모빌리티, 콘텐츠 등으로부터 떼어내어 독립된 두 체제로 재편하고자 하는 것을 단순히 AI 사업에 집중하기 위한 조직개편이나 저평가 해소 차원에서만 보기보다는 시간축을 넓혀 기업집단의 라이프사이클 과정 중 하나로 들여다볼 필요가 있는 이유다. 물론 카카오의 분할이 기업 성장 단계에서 필연적인 사건이라는 말을 하려는 것이 아니다. 분리 압력이 증가했음은 분명하지만, Alphabet은 지주 체계 완성, Amazon은 여전히 커머스와 AWS 사업 병행, 중국의 Tencent도 여러 이종산업을 지분투자 형태로 운영하고 있음을 생각하면 한국 인터넷 업체는 한국 자본시장 환경의 요구에 맞게 다른 모습으로 성장 그림을 만들어가고 있는 셈이다.

도표 2. 카카오편할 일정

일자	일정
2026-08-21	분할계획서 승인을 위한 이사회 결의일
2026-08-21	주요사항보고서 제출일
2026-10-30	증권신고서 제출일
2026-11-23	분할 주주총회를 위한 주주확정일
2026-12-02	주주총회 소집공고 및 통지일
2026-12-17	분할계획서 승인을 위한 주주총회일
2026-12-17	주식병합 공고 및 통지일
2026-12-31	신주배정기준일
2027-01-01	분할기일
2027-01-04	분할등기 신청일
2027-01-27	변경상장 및 재상장일

자료: 회사

도표 3. 카카오편할 주주구성

주주명	보유주수(주)	지분율(%)
김범수	58,768,747	13.27
K CUBE HOLDINGS CO L	46,253,222	10.44
Maximo Pte Ltd	26,396,880	5.96
국민연금관리공단	23,873,979	5.39
블랙록	17,979,447	4.06
Vanguard Group Inc/T	13,296,133	3
FMR	5,641,701	1.27
삼성생명보험	5,150,168	1.16
Norges Bank	4,378,205	0.99
미래에셋그룹	2,624,288	0.59
카카오	2,440,723	0.55
크레디 아그리콜	1,856,257	0.42
디멘셔널 펀드	1,853,903	0.42
UBS	1,523,092	0.34
JP모간 채이스	1,319,851	0.3

자료: Bloomberg

도표 4. 카카오편할 전 후 요약 재무제표

구분	분할 전	분할준속회사 (가칭: 카카오편할)	분할신설회사 (가칭: 카카오편할아이)
자산총계	120,632	61,314	59,318
유동자산	28,904	654	28,250
비유동자산	91,728	60,660	31,068
부채총계	40,871	10,703	30,168
유동부채	27,358	4,796	22,562
비유동부채	13,513	5,907	7,606
자본총계	79,761	50,611	29,150

자료: 회사 / 참고: 상기 분할 후 재무상태표는 2026년 6월 30일 분할회사의 재무상태표를 기초로 작성됨

생각해 볼 수 있는 가장 큰 리스크, 과연 리스크일까?

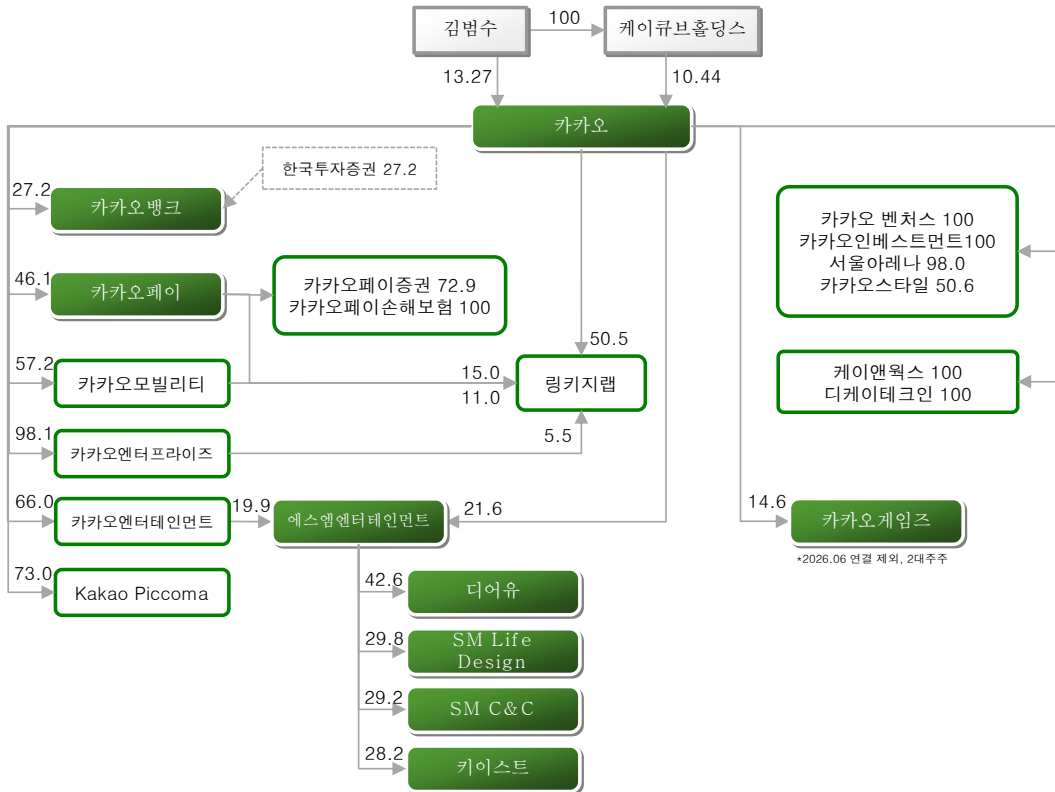
회사의 분할 발표에 대한 시장의 목소리는 대체로 다음 몇 개 문장으로 압축된다. 분할만으로 기업가치가 오르는 것은 아니다, 계열사 관리 부담을 줄이고 AI에 집중하려는 것이다, 다만 향후 신설회사(카카오AI)의 수익화가 과제다, 또한 존속회사(카카오X)는 지주회사 할인율이 높게 적용될 가능성이 높다 등이다. 즉 분할 결정의 배경, 방향성에는 기본적으로 공감하지만 이후 길도 순탄하지만은 않다라는 것이 중론이다. 하지만 대부분의 우려는 분할 여부와는 무관한, 현재 (주)카카오에 대한 걱정이라고 봐야 한다. 분할이라는 이벤트로 인해서 새롭게 걱정해야 할 리스크는 바로 '카카오 생태계 시너지 약화'다. 그런데 이것이 과연 1) 새롭게 걱정해야 할, 2) 리스크가 맞을까?

'새롭게 걱정해야 할' 것이 맞나 되묻는 이유는, 원래도 있던 리스크 아니냐라는 의문에서 나온 것이다. 회사의 지배구조 개편안을 듣고 첫 반응은 어찌보면 자연스러운 것으로 보인다. 카카오톡과 페이, 뱅크, 모빌리티를 갈라 놓으면 이들 간 이용자 트래픽으로 구축해 온 카카오 생태계 내 시너지가 깨지는 거 아닌가 하는 두려움이다. 태초의 시너지는 이들 사업 간 끈끈한 오너십에서 비롯된 것일 수 있다. 하지만 이들은 사업부문이 아니라 이미 독립된 법인들이다. 그 중 상당부분은 이미 상장했거나(페이, 뱅크) 다수의 투자자들로부터 자금을 유치한 상장 대기업들이다(모빌리티, 엔터 등) 따라서 (주)카카오의 편익을 위해 임의로 계열사들의 편익을 희생시킬 수 있는 구조가 아니며 서로 간 법적인 계약관계로 맺어진 사업구조 속 생태계에 있다고 봐야 한다. 물론 분할 전후의 전략적 이해관계는 분명 달라질 수 있다. 현재 계열사들이 별도 법인으로 각자의 이해관계를 이미 구축하고는 있지만, 지금 체제 하에서는 이들을 지배하거나 주요 지분을 보유하고 있는 주체는 여전히 (주)카카오다. 따라서 카카오 경영진 입장에서는 카카오톡도 잘 해야 하고, 페이도 뱅크도 모빌리티도 엔터도 다 잘 돼야 하는 방향으로 의사 결정을 할 수밖에 없다. 지금은 (주)카카오의 이익이 비록 극대화되지 않더라도 생태계 전체 부가가치가 높게 창출된다면 맞는 결정이라는 것이다. 하지만 지분관계가 없어지면 상황은 달라진다. 계열사 간 거래구조에 이해관계자들의 이해상충이 생길 수 있고 각자의 이익을 극대화하기 위한 의사결정을 하게 될 가능성이 높아진다. 이 지점에서 오히려 카카오 '인적분할'의 명분이 강하게 발생한다는 점에 우린 주목한다. 그리고 이는 두 번째 키워드인 과연 '리스크'일까 라는 질문과도 연결된다.

카카오는 AI에이전트 기업으로의 청사진을 제시할 때 마다 카카오 생태계의 유기적인 연결성과 시너지를 항상 강조해 왔다. 반면 필자는 이에 대해서 늘 의문을 가져왔다. 서로 다른 이해관계를 갖고 있을 수 있는 계열사들이 장기적으로 굳이 카카오톡만 바라보고 사업해야 할 당위성이 이해되지 않았고, 카카오에게도 이러한 방식의 생태계 구축이 장기적인 경쟁력 확보에 불리할 수 있다고 생각했기 때문이다. 이번 분할이 순조롭게 이루어진다면 카카오AI(분할신설법인)는 비로소 '사용자 입장에서' 최적의 AI 에이전트 파트너가 누구일지에 대해 폭넓게 시각을 여는 시도를 하게 될 것이다. 즉 회사의 목표가 카카오 생태계(계열사 포함)의 수익 극대화에서 사용자에게 선택받을 수 있는 최적의 조합을 찾는 것으로 바뀔 수 있게 된다. 회사가 카카오톡 메신저에 갇혀 '생태계 owner'로서 기능해 왔다면 앞으로는 회사가 주장해 온 '오케스트레이션 플랫폼'으로서의 면모를 제대로 갖춰 볼 기회를 갖게 되는 것이다.

주주총회 특별결의 요건을 갖추기 위해서는 국민연금을 비롯하여 외국인 투자자들 설득이 필요한 상황이다. 분할의 명분은 분명하다. 그리고 시장이 생각하는 분할 시 따르는 리스크도 생각보다 비용이 크지 않을 가능성이 높다. 지주회사 할인이라면 지금도 사실상 적용 받고 있다. 이번 의사결정에서 당사는 회사의 목표주가를 낮춰야 할 치명적인 결함을 발견하지는 못했다. AI 수익화 여부와 카카오톡 내에서 AI에이전트 구현에 대한 의구심은 분할 이벤트와 무관하게 회사가 짊어지고 있는 과제다. 목표주가 70,000원과 매수 의견을 유지한다.

도표 5. 카카오 지배구조 현황(2026년 반기 말 기준)



자료: 회사, 신영증권 리서치센터

유통/섬유의복/인터넷 담당 서정연 seo.jung-yeon@shinyoung.com

Compliance Notice

투자등급

기업분석

매수 : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 목표주가 10% 이상의 상승이 예상되는 경우

중립 : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 $\pm 10\%$ 이내의 등락이 예상되는 경우

매도 : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 목표주가 -10% 이하의 하락이 예상되는 경우

산업분석

비중확대 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 높게 가져갈 것을 추천

중립 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중과 같게 가져갈 것을 추천

비중축소 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 낮게 가져갈 것을 추천

본 자료에 수록된 내용은 당 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 소장에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

[당사의 투자 의견 비율 고지]

당사의 투자 의견 비율			
기준일 (20260630)	매수 : 90.45%	중립 : 9.55%	매도 : 0%

[당사와의 이해관계 고지]

종목명	LP(유동성공급자)		시장조성자		1%이상보유	계열사 관계여부	채무이행보증	자사주신탁 계약
	ELW	주식	주식선물	주식옵션				

카카오

-

-

-

-

-

-

-

-

-

카카오 : 과거 2년간 투자 의견 및 목표주가 변동내역	추천일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)	
				평균주가	최고(저) 주가



2026-08-25	매수	70000
2025-10-13	매수	70000

— 주가 — 코스피 — 목표주가 ■ 매수 ■ 중립 □ 커버되지 않음