

카카오 (035720)

2025 년 정상화, 2026 년 포인트는?

인터넷/게임

Analyst 이효진

hyojinlee@meritz.co.kr

4Q25 Preview: 3분기보다 플랫폼은 좋고 콘텐츠는 약하다

카카오의 4분기 연결 매출 및 영업이익은 각각 2조 1,019억원(+7.4% YoY)과 1,765억원으로 기존 추정을 유지한다. 3분기 대비 플랫폼 사업은 견조하나 콘텐츠는 신보 발매 부재, 픽코마 마케팅 재개 등으로 이익은 다소 미미해 보인다. 라이온하트가 2025년 신작과 <오딘> 지역 확장을 진행한 만큼 카카오게임즈의 영업권 조정(3천억원 가정)을 신규 반영, 세전이익을 조정했다.

4분기 비즈보드는 YoY 28% 증가한 높은 성과를 예상한다. 기존 광고판은 3개에 불과했다. 이번 업데이트로 전면 광고와 유사한 피드형이 추가되었는데 2배 매출의 60%를 가정했다. 다만 final goal을 변화시키지 않아 2027년까지 일매출 18억원으로 확대될 것이라 기존 추정은 유지한다. 최종 확대 값을 변화시키기 위해서는 1) 핵심 소비층에 대한 광고 노출로 ROAS가 증명되거나 2) 숏폼의 의미있는 성과가 필요하다. 커머스는 추석 효과로 11% 성장(계절성)을 전망한다. 이를 반영해 26년 이후 추정을 일부 변경했다. 1) 비즈보드의 ramp-up 시기를 당겼고 브랜드 메시지 상품 변화를 반영하여 특비즈 성과를 상향했다. 자회사에서는 2) 헬스케어(적자)가 연결에서 제외되었으며 3) 게임즈 개선 시기를 27년으로 이연, 적자폭을 확대했다.

2026년 관전 포인트

카카오톡 굵직한 개편은 지난해 마무리되었다. Chat GPT, 12월 페이/모빌리티가 온보딩되었으나 기대했던 만큼의 반응은 아니었다. 최근 쿠팡 사태에 대부분 커머스 사업자의 성과가 개선되고 있으나 카카오가 언급되지 않는 점도 다소 아쉽다. 시장이 기대했던 에이전트 도입의 성과가 가장 컸던 부분이 쇼핑 에이전트이기 때문이다. 올해는 '카나나 인 카카오톡'과 OTA 등 외부 서비스 온보딩이 예정되어 있다. 커머스 성과가 어렵다면 동 부문에서의 에이전트 성과가 증명되어야 업사이드가 생긴다.

적자 사업부 정리가 마무리 단계에 접어들며 동사의 Fwd PER이 40배 수준으로 하락했다. 특비즈 성과를 상향하나 밸류에이션 정상화를 반영하여 적용 밸류에이션을 47배에서 40배로 하향, 적정주가 75,000원을 제시한다. 시가총액 30조원의 벽은 순이익 1조 이상의 성장이 가시권에 접어든 때에 뚫릴 것으로 예상된다.

(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
2025E	8,080.6	675.8	432.9	978	685.6	23,827	61.5	2.5	15.7	4.2	82.9
2026E	8,466.9	922.6	833.8	1,885	92.7	25,638	33.9	2.5	13.6	7.6	81.1
2027E	8,969.6	1,106.7	1,073.7	2,427	28.8	27,991	26.3	2.3	11.5	9.1	79.3

Meritz Research 2026. 1. 7

Buy

(20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	75,000원
현재주가 (1.6)	63,800원
상승여력	17.6%

KOSPI	4,525.48pt
시가총액	282,266억원
발행주식수	44,250만주
유동주식비율	75.34%
외국인비중	30.88%
52주 최고/최저가	70,400원/35,750원
평균거래대금	1,899.2억원

주요주주(%)

김범수 외 75 인	24.11
국민연금공단	7.40
MAXIMO PTE	6.33

주가상승률 (%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	3.7	9.2	63.0
상대주가	-6.0	-26.3	-10.4

주가그래프



표1 카카오 4Q25E 실적 Preview

(십억원)	4Q25E	4Q24	(% YoY)	3Q25	(% QoQ)	기존 추정치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	2,101.9	1,957.1	7.4	2,086.6	0.7	2,101.6	0.0	2,123.3	-1.0
영업이익	176.5	75.4	133.9	208.1	-15.2	176.2	0.1	193.6	-8.9
세전이익	-99.6	-444.0	적지	254.7	적전	159.7	N/A	139.6	N/A
순이익	-25.1	-225.5	적지	124.9	적전	155.4	N/A	86.2	N/A
영업이익률(%)	8.4	3.9		10.0		8.4		9.1	
세전이익률(%)	-4.7	-22.7		12.2		7.6		6.6	
순이익률(%)	-1.2	-11.5		6.0		7.4		4.1	

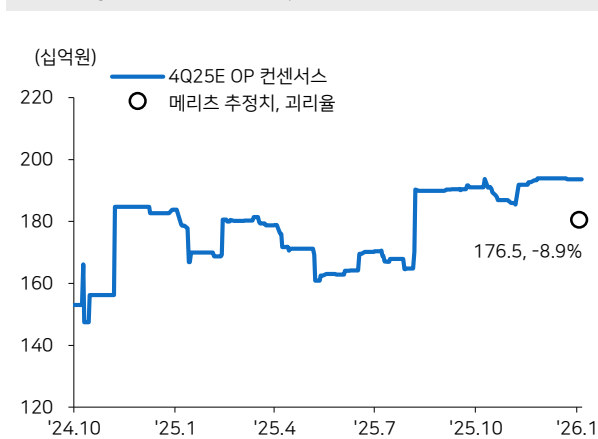
자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터

표2 카카오 2025년 · 2026년 실적 추정치 변경

(십억원)	2025E			2026E		
	신규 추정치	기존 추정치	(% diff.)	신규 추정치	기존 추정치	(% diff.)
매출액	8,080.6	8,080.2	0.0	8,466.9	8,571.1	-1.2
영업이익	675.8	675.6	0.0	922.6	909.6	1.4
세전이익	542.8	802.1	-32.3	1,023.9	1,103.6	-7.2
순이익	432.9	681.4	-36.5	833.8	953.8	-12.6
영업이익률(%)	8.4	8.4	0.0%p	10.9	10.6	0.3%p
세전이익률(%)	6.7	9.9	-3.2%p	12.1	12.9	-0.8%p
순이익률(%)	5.4	8.4	-3.1%p	9.8	11.1	-1.3%p

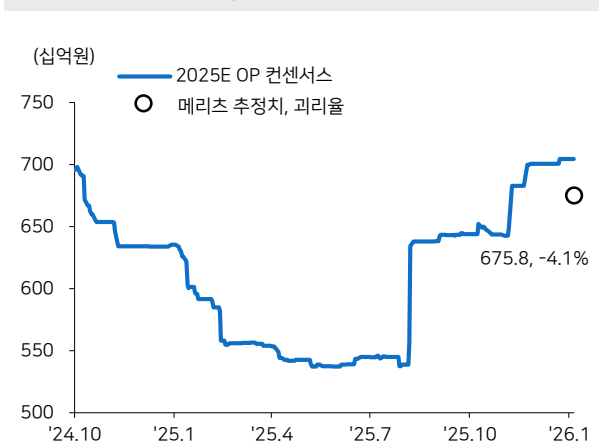
자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터

그림1 4Q25E 분기 영업이익, 컨센서스 9% 하회 전망



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2025E 영업이익, 컨센서스 4% 하회 전망



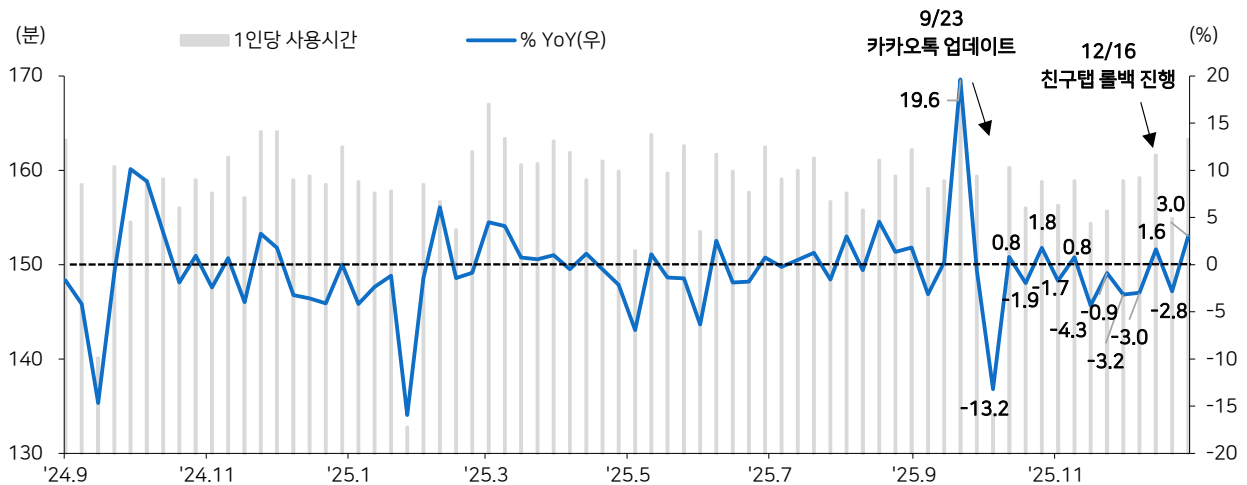
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 카카오 적정주가 산출

(원)	비고
EPS(원)	1,776 2026-2027년 지배순이익 평균치
적정배수(X)	40 기존 과거 5년 평균 47배→Fwd 12M PER 40배 활용
적정주가	75,000 74,582원 반올림
현재주가(원)	63,800
상승여력(%)	17.6

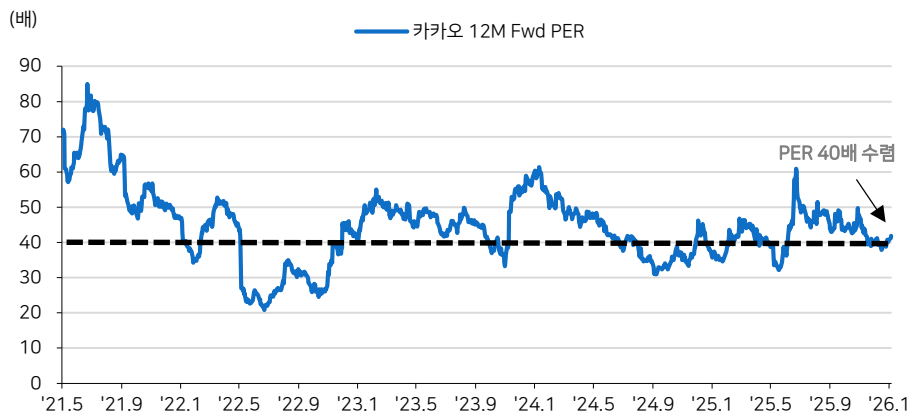
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 카카오톡 주간 1인당 평균 사용시간



자료: Wiseapp, 메리츠증권 리서치센터

그림4 카카오 12M Fwd PER 추이



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

표4 카카오 실적 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E	2027E
매출	1,864	2,028	2,087	2,102	1,984	2,097	2,193	2,193	7,872	8,081	8,467	8,970
플랫폼부문	993	1,055	1,060	1,181	1,091	1,140	1,138	1,253	3,901	4,289	4,621	4,921
특비즈	553	542	534	640	627	621	597	698	2,082	2,270	2,544	2,749
포털비즈	74	78	73	79	70	74	69	75	332	304	289	275
플랫폼 기타	366	435	453	462	393	444	472	480	1,487	1,715	1,789	1,897
콘텐츠부문	871	973	1,027	921	893	957	1,055	940	3,971	3,791	3,846	4,049
게임	145	143	154	130	117	106	170	115	873	572	509	668
뮤직	438	518	565	523	486	548	588	564	1,920	2,044	2,185	2,222
에스엠	231	303	322	315	255	333	354	362	737	1,171	1,304	1,344
스토리	213	219	211	193	219	213	206	191	864	836	830	853
미디어	75	94	96	74	71	89	91	70	313	339	322	306
% YoY												
매출	-6.3	1.2	8.6	7.4	6.4	3.4	5.1	4.3	4.2	2.7	4.8	5.9
플랫폼부문	4.0	10.5	12.3	12.8	9.8	8.0	7.4	6.1	9.8	10.0	7.7	6.5
특비즈	7.2	6.8	6.6	15.0	13.3	14.6	11.8	9.1	5.0	9.0	12.1	8.1
포털비즈	-12.5	-10.9	-4.8	-5.0	-5.0	-5.0	-5.0	-5.0	-3.5	-8.4	-5.0	-5.0
플랫폼 기타	3.2	20.8	23.7	13.5	7.5	2.1	4.2	3.8	21.1	15.3	4.3	6.0
콘텐츠부문	-15.7	-7.3	5.0	1.2	2.6	-1.7	2.8	2.1	-0.8	-4.5	1.4	5.3
게임	-40.3	-38.9	-34.0	-20.3	-19.4	-25.5	10.5	-11.6	-13.5	-34.5	-11.1	31.4
뮤직	-6.5	1.3	20.0	11.3	11.0	5.8	4.0	7.8	11.4	6.5	6.9	1.7
에스엠	5.2	19.3	32.8	15.0	10.0	10.0	10.0	15.0	-2.6	58.8	11.3	3.1
스토리	-6.2	1.4	-3.3	-4.7	3.0	-2.4	-2.6	-1.1	-6.3	-3.2	-0.8	2.8
미디어	-21.2	5.2	75.3	0.0	-5.0	-5.0	-5.0	-5.0	-9.7	8.2	-5.0	-5.0
영업비용	1,758	1,842	1,879	1,925	1,822	1,845	1,905	1,973	7,411	7,405	7,544	7,863
% to sales	94.3	90.8	90.0	91.6	91.8	88.0	86.8	89.9	94.2	91.6	89.1	87.7
% YoY	-5.9	-1.5	4.9	2.3	3.6	0.2	1.4	2.4	4.4	-0.1	1.9	4.2
인건비	479	489	477	511	480	486	479	526	1,917	1,956	1,970	2,060
매출연동비	701	717	748	721	714	708	748	721	3,018	2,887	2,891	2,980
외주/인프라비	206	233	261	267	236	245	251	263	880	967	995	1,055
마케팅비	87	88	102	109	89	91	107	118	406	385	406	435
상각비	206	222	208	218	214	222	217	240	862	854	893	919
금융영업비용	20	31	14	31	25	28	30	33	77	95	116	126
영업이익	105	186	208	176	162	251	289	220	460	676	923	1,107
% YoY	-12.4	38.8	59.4	134.0	53.7	35.2	38.8	25.0	-0.1	46.9	36.5	20.0
영업이익률(%)	5.7	9.2	10.0	8.4	8.2	12.0	13.2	10.1	5.8	8.4	10.9	12.3
별도	104	108	101	157	144	154	124	188	492	469	609	715
% YoY	-24.5	-17.0	-1.1	28.2	38.6	42.4	23.1	19.7	-7.7	-4.6	29.8	17.4
영업이익률(%)	15.7	16.5	15.7	20.7	19.7	21.1	17.8	23.2	19.0	17.3	20.5	22.7
자회사	1	78	108	19	18	98	165	32	-32	206	313	391
% YoY	흑전	1,859.9	272.7	흑전	1,114.0	25.3	53.4	68.1	적지	흑전	51.7	25.0
영업이익률(%)	0.1	5.7	7.4	1.4	1.4	7.2	11.0	2.3	-0.6	3.8	5.7	6.7
상장 자회사 제외 OP	101	158	169	157	147	226	222	190	507	596	797	855
% YoY	-19.4	12.2	21.3	54.6	45.9	43.6	30.9	21.7	20.6	17.6	33.8	7.4
영업이익률(%)	7.8	11.5	12.1	10.9	10.6	15.8	15.5	13.0	8.8	10.8	13.9	14.5

자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터

카카오 (035720)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	7,557.0	7,871.7	8,080.6	8,466.9	8,969.6
매출액증가율(%)	11.2	4.2	2.7	4.8	5.9
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	7,557.0	7,871.7	8,080.6	8,466.9	8,969.6
판매관리비	7,096.1	7,411.5	7,404.7	7,544.3	7,862.9
영업이익	460.9	460.2	675.8	922.6	1,106.7
영업이익률(%)	6.1	5.8	8.4	10.9	12.3
금융손익	9.0	24.3	16.8	25.4	34.0
종속/관계기업손익	4.0	53.7	67.1	76.5	85.4
기타영업외손익	-2,122.1	-541.0	-216.9	-0.6	144.0
세전계속사업이익	-1,648.2	-2.8	542.8	1,023.9	1,370.1
법인세비용	168.4	159.1	136.2	304.4	368.2
당기순이익	-1,816.7	-161.9	406.6	719.5	1,001.9
지배주주지분 순이익	-1,012.6	55.3	432.9	833.8	1,073.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	1,341.1	1,250.5	1,387.7	1,804.8	2,279.5
당기순이익(손실)	-1,816.7	-161.9	406.6	719.5	1,001.9
유형자산상각비	489.2	575.7	597.6	625.1	643.0
무형자산상각비	271.4	259.6	272.6	286.2	300.6
운전자본의 증감	248.0	-4.4	110.9	173.9	334.0
투자활동 현금흐름	-1,779.9	10.4	399.6	-715.9	-1,055.2
유형자산의증가(CAPEX)	-575.2	-379.6	-500.0	-800.0	-800.0
투자자산의감소(증가)	-504.2	-307.6	434.0	-215.0	-175.5
재무활동 현금흐름	1,019.6	-521.3	-119.6	-10.5	-3.8
차입금의 증감	306.8	-121.9	-90.0	22.2	28.9
자본의 증가	723.5	71.0	0.2	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	553.3	755.9	1,667.7	1,078.4	1,220.5
기초현금	4,835.9	5,389.2	6,145.1	7,812.9	8,891.2
기말현금	5,389.2	6,145.1	7,812.9	8,891.2	10,111.7

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	9,988.2	10,958.8	12,476.9	13,507.8	14,940.0
현금및현금성자산	5,389.2	6,145.1	7,812.9	8,891.2	10,111.7
매출채권	622.0	537.7	552.0	578.4	612.7
재고자산	138.6	64.9	66.6	69.8	74.0
비유동자산	15,191.8	14,814.2	13,710.0	13,663.6	13,695.5
유형자산	1,336.9	1,286.1	1,188.5	1,363.4	1,520.3
무형자산	5,768.9	5,136.8	4,564.2	4,128.0	3,827.4
투자자산	5,365.0	5,726.3	5,292.3	5,507.2	5,682.8
자산총계	25,180.0	25,773.0	26,186.9	27,171.4	28,635.6
유동부채	7,564.1	8,632.7	8,328.8	8,659.9	9,090.7
매입채무	241.9	227.3	233.4	244.5	259.0
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	3,541.1	3,507.6	3,571.8
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	845.6	327.9	827.9	827.9	827.9
부채총계	11,321.4	11,830.1	11,869.9	12,167.5	12,662.5
자본금	44.5	44.4	44.6	44.6	44.6
자본잉여금	8,839.9	8,911.0	8,911.0	8,911.0	8,911.0
기타포괄이익누계액	-1,050.4	-723.6	-723.6	-723.6	-723.6
이익잉여금	1,922.1	1,943.5	2,343.8	3,144.9	4,185.9
비지배주주지분	4,094.9	3,801.6	3,775.3	3,661.0	3,589.2
자본총계	13,858.6	13,942.9	14,317.0	15,003.9	15,973.1

Key Financial Data

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	16,990	17,728	18,254	19,138	20,274
EPS(지배주주)	-2,277	125	978	1,885	2,427
CFPS	2,662	2,928	3,010	4,121	4,918
EBITDAPS	2,746	2,918	3,493	4,145	4,634
BPS	21,948	22,858	23,827	25,638	27,991
DPS	61	68	74	74	74
배당수익률(%)	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1
Valuation(Multiple)					
PER	-23.9	306.8	61.5	33.9	26.3
PCR	20.4	13.0	20.0	15.5	13.0
PSR	3.2	2.2	3.3	3.3	3.1
PBR	2.5	1.7	2.5	2.5	2.3
EBITDA(십억원)	1,221.5	1,295.5	1,546.1	1,833.9	2,050.3
EV/EBITDA	20.2	12.6	15.7	13.6	11.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-10.3	0.6	4.2	7.6	9.1
EBITDA 이익률	16.2	16.5	19.1	21.7	22.9
부채비율	81.7	84.8	82.9	81.1	79.3
금융비용부담률	2.2	2.6	2.5	2.3	2.2
이자보상배율(x)	2.8	2.3	3.4	4.7	5.6
매출채권회전율(x)	14.2	13.6	14.8	15.0	15.1
재고자산회전율(x)	50.6	77.3	122.9	124.1	124.8

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)

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	86.1%
중립	13.3%
매도	0.6%

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

카카오 (035720) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*	주가 및 적정주가 변동추이
					평균 최고(최저)	
2023.11.27	기업브리프	Buy	65,000	이효진	-17.3 -6.5	
2024.01.15	기업브리프	Buy	77,000	이효진	-27.2 -20.6	
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	1년 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	-18.1 -8.5	
2026.01.07	기업브리프	Buy	75,000	이효진	- -	