

카카오 035720

GDR 발행 결정 – 도약을 위한 준비

인터넷/게임

Analysts **김동희**
02-6098-6678
donghee.kim@meritz.co.kr

RA **윤율정**
02-6098-6673
euljeong.yun@meritz.co.kr

카카오, 755만주(약 1조 867억원) 규모의 GDR 발행 결정

12월 15일 카카오는 싱가포르증권거래소에 755만주(발행주식 총수의 11.1%, 1조 867억원 규모)의 GDR를 미국, 아시아 등 해외 기관투자자에게 제 3자 배정형태로 발행하기로 결정하였다. GDR의 발행가액은 144,000원이나 향후 청약일전 3~5거래일의 평균주가를 기준으로 재산정된다. 청약일은 1월 18일 혹은 1월 23일로 정해질 예정이며 신주 DR의 해외 상장예정일은 2018년 2월 2일이다.

카카오는 모집된 자금을 글로벌 콘텐츠/플랫폼 인수합병 및 투자에 9억달러, AI 관련 등 기술투자에 1억달러를 사용할 계획이다. 과거 김기사(2015년 5월 626억원에 인수), 로엔(2016년 1월, 1조 8,700억원에 인수) 사례 등을 볼 때, 당시에는 우려가 존재했으나 결과적으로 그동안 카카오의 '성장을 위한 투자'는 성공적이었다. 현재 김기사는 카카오내비/택시/대리기사 등 모빌리티 서비스의 근간이 되었으며, 로엔의 기업가치는 2년만에 47% 상승하였다.

주요 이슈 1) 왜 3자 배정이나, 2) 어떤 M&A가 가능할까?

투자자들은 자금조달의 방법이 1) 주주배정이 아닌 3자 배정이라는 점, 2) M&A가 조기에 가시화될 수 있을지 여부에 주목하고 있다. 우선 1.1조원의 증자금액이 상당한 규모라는 점과 외국인 투자를 적극적으로 유치해보겠다는 의도(12월 15일 기준 외국인 지분을 네이버 59.6% vs. 카카오 22.1%)에 기인하여 3자배정의 해외 GDR 발행을 결정하였다. 또한 GDR발행 의도가 과거 다른 기업들의 사례와 같이 차입금 상환 등의 재무구조 개선을 위한 것이 아닌 향후 성장을 위한 적극적 투자 결정이라는 측면에서 긍정적이다.

카카오 주가에 미치는 부정적 영향은 제한적

카카오 주가에 미치는 영향은 1) 국내 주식시장에 11.1%의 GDR이 상장 즉시 원주로 전환될 수 있어 오버행 가능성, 2) 유상증자에 따라 EPS 희석된다는 점, 3) GDR 발행의 경우 수요예측 등의 프로세스 진행에 1달여의 시간이 소요된다는 점으로 단기 주가에는 부정적일 수 있다. 그러나 카카오의 성장을 위한 M&A 및 투자가 새로운 도약을 위한 준비라는 점, 2018년 카카오의 성장은 광고/콘텐츠/커머스/카카오택시 등 O2O 등 모든 분야에서 순조롭게 진행되고 있어 단기 조정은 중장기 성장을 매수할 수 있는 기회로 판단한다.

카카오에 대한 투자 의견 Buy 및 적정주가 19만원을 유지하며 2018년 상반기 인터넷업종 Top Pick으로 지속 추천한다.

표1 카카오 유상증자 결정

항목	내용
증권의 종류	기명식 보통주
자금조달 목적	모바일 중심 글로벌 콘텐츠/플랫폼 회사 투자 AI 등 4차 산업 관련 국내외 기업 및 기술 투자
신주(보통주) 발행 수	754.65만주
증자전 발행주식총수	6,790.8만주
증자후 발행주식총수	7,545.5만주
액면가액	500원
모집(매출)가액	144,000원
모집(매출)총액	1조 867억원
모집(매출)방법	제3자배정
납입일	2018년 01월 24일
이사회결의일(결정일)	2017년 12월 15일
참고사항	전량 해외 주식예탁증권(GDR)의 근거가 되는 원주로서 발행되는 신주 위에 제시된 발행 주식수, 모집가액 등은 투자자 이해를 돕기 위한 참고 데이터에 불과 이사회 결의 전일 카카오 보통주 종가 144,000원과 미화 고시환율 1,086.7원 적용해 계산

자료: 카카오, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 카카오 주식예탁증권(DR) 발행 결정

항목	내용
DR 발행형태	신주DR
DR 발행총액	10억달러(US Dollar 기준)
자금조달 목적	모바일 중심 글로벌 콘텐츠/플랫폼 회사 투자 AI 등 4차 산업 관련 국내외 기업 및 기술 투자
1 DR당 원주 전환비율(%)	1:1
발행국가	해외시장
해외 상장 거래소	싱가포르 증권거래소
이사회결의일(결정일)	2017년 12월 15일
납입일	2018년 01월 24일
해외 상장 예정일	2018년 02월 02일
신주DR의 경우 신주상장예정일	2018년 02월 01일
대표주관회사	골드만삭스인터내셔널, 씨티그룹글로벌마켓
원주보관기관	한국예탁결제원
해외예탁기관	Citibank, N.A.

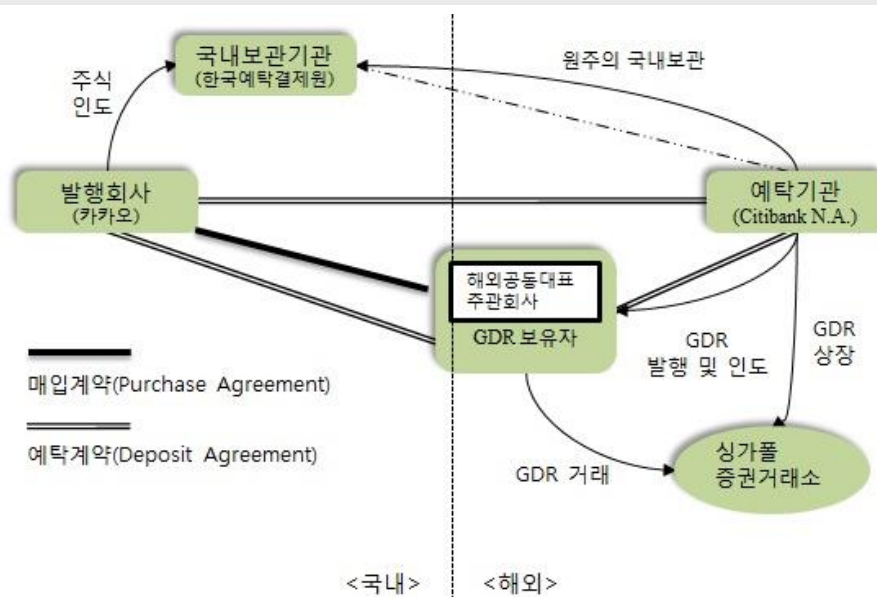
자료: 카카오, 메리츠증권증권 리서치센터

표3 모집 자금의 사용 목적

항목	세부 투자 내역	투자 시기	지역	금액(백만달러)
모바일 중심 글로벌 콘텐츠 / 플랫폼 회사 인수합병 및 투자				
글로벌 콘텐츠 분야	게임, 동영상, 웹툰 등 우수 콘텐츠 보유 기업 및 개발 능력 보유 기업 인수합병 및 투자	2018년 중 목표	아시아/북미 등	900
글로벌 플랫폼 분야	지속적인 이용자 수 성장과 유지를 위한 잠재성 있는 플랫폼 기업 인수합병 및 투자			
AI 등 4차 산업 관련 국내외 기업 및 기술 투자				
AI 관련 기업 및 기술 투자	강화 학습, 비지도 학습, 신경망 학습 최적화 등 인공지능 원천 기술 확보 및 우수 인재 확보	2018년 ~ 2019년 중 목표	아시아, 북미 등	100
기타 4차 산업 관련 기업 및 기술 투자	사물인터넷 (IoT), 로봇, 자율주행자동차 등 4차 산업 관련 업계 선도적 지위 확보하기 위한 국내외 기업 및 기술 투자			
합계				1,000

자료: 카카오, 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 카카오 해외 주식예탁증권(GDR) 발행 구조



자료: 카카오, 메리츠증권증권 리서치센터

표4 카카오 해외 주식예탁증권(GDR) 발행 관련 투자 참고사항

해외 주식예탁증권(GDR) 발행 방법

- 금번 발행하는 신주는 전량 해외 주식예탁증권(Global Depositary Receipts, "GDR")의 근거가 되는 원주로서 발행되는 것
- 금번 발행되는 신주를 원주로 하여 해외 기관투자자들을 대상으로 총 최대 미화 10억달러의 GDR 발행 결정
- 제3자 배정 방식으로 발행된 신주를 해외 예탁기관에 예탁하고 예탁된 원주를 기초로 해외 DR을 발행하여 해외 기관투자자들에게 배정
- 카카오는 GDR발행과 관련하여 신주 전량을 해외 예탁기관인 Citibank, N.A.에 원주로 발행할 예정
- 발행된 GDR은 싱가포르증권거래소(Singapore Exchange Securities Trading Limited)에 상장될 예정

발행주식 수 및 발행가액

- 발행주식 수는 GDR 발행 절차에 따라 변경될 수 있음
- 발행주식총수는 이사회결의일 전일(2017년 12월 14일) 카카오 보통주 증가144,000원과 미화 고시환율 1,086.70원을 적용하여 계산
- 제시된 수치는 투자 판단을 돕기 위해 참고적으로 기재한 것에 불과함. 실제 발행예정가액 및 발행주식수를 의미하는 것은 아님
- 신주발행가액 및 기존주가에 대한 할인율은 GDR 발행을 위해 해외 현지 수요예측(bookbuilding process) 결과에 따라 확정 예정

발행 일정

- 해외 GDR의 청약일은 2018년 1월 18일 내지 2018년 1월 23일 중 어느 하루로 정해질 예정
- 납입일, 신주권교부예정일, 신주의 상장예정일은 GDR의 청약일에 맞추어 정해질 예정
- 2018년 1월 24일은 실제 납입예정일이 아닌 참고적으로 기재한 예정 날짜. 해외 발행절차의 진행경과에 따라 변동될 수 있음
- 실제 납입일은 발행절차의 진행경과에 따라 결정될 GDR의 청약일로부터 대략 5영업일 이내의 날짜로 정해질 것으로 예상

자료: 카카오, 메리츠증권증권 리서치센터

표5 카카오 과거 M&A 사례

시기	기업명	인수금액	지분율	특징
2015년 5월	룩앤울(김기사)	626억원	100%	카카오내비/택시/대리기사 등 모빌리티 서비스의 근간
2016년 1월	로엔엔터테인먼트	1조 8,700억원	76.4%	인수 후 2년만에 기업가치 47% 상승, 분기 매출 57% 성장, 분기 영업이익 45% 성장

자료: 카카오, 메리츠증권증권 리서치센터

표6 카카오 국내외 경쟁사 순현금 보유 현황

회사명	순현금 보유액(백만달러)	국가	비고
카카오	407	대한민국	포털 업체
NAVER	2,381	대한민국	포털 업체
넷마블게임즈	2,125	대한민국	게임 업체
넥슨	3,333	대한민국	게임 업체
Facebook	38,289	미국	Facebook 운영
Twitter	2,486	미국	Twitter 운영
Tencent	1,931	중국	WeChat 운영
Line	943	일본	Line 운영(네이버 계열)

주: 순현금 = 현금및현금성자산 - 총차입금 잔액 (연결기준), 단기금융상품 포함. 최근 공시일 기준, 12월 14일 기준 환율 적용

자료: 카카오, 메리츠증권증권 리서치센터

표7 카카오 Valuation - 적정주가 산출 내역

(십억원)	내용	비고
카카오톡 가치	6,450.0	
MAU(만명)	4,300.0	
MAU 당 가치(원)	150,000	글로벌 SNS 평균 인당가치
자회사 가치	6,396.68	
로엔	2,170.0	지분율 76.4%, 시가총액 2.8조원
카카오페이	358.2	지분율 61%, 5,882억원 가정
카카오게임즈	880.0	지분율 80%, 1.1조원 가정
카카오 모빌리티	1,129.6	지분율 69.3%, 1.6조원 가정
카카오페이지	460.8	지분율 57.6%, 8,000억원 가정
카카오뱅크	544.0	지분율 34%, 8,000억원 가정
기타 자회사	846.3	
순현금	1,114.6	
NAV	13,953.5	
적정주가(원)	184,924	
현주가(원)	142,500	
상승여력(%)	29.8%	

자료: 카카오, 메리츠증권증권 리서치센터

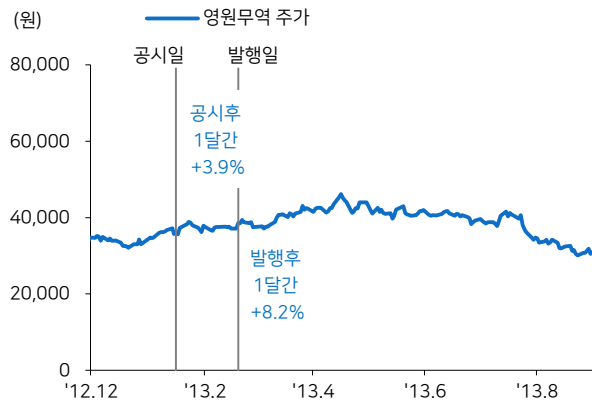
표8 과거 국내 기업의 GDR 발행 사례

발행 기업	발행 시기	발행목적	발행규모	공시후 주가수익률	발행후 주가수익률
영원무역	2013년 02월 14일	해외 생산설비 증설 및 신규 투자	350만주 / 1,232억원 (시가총액대비 8.6%)	3.9%	8.2%
두산인프라코어	2013년 12월 20일	외화 표시 부채 상환	3,880만주 / 4,212억원 (시가총액대비 23.0%)	-10.9%	1.6%
기업은행	2014년 04월 22일	중소기업대출 지원 자금확보	2,620만주 / 3,045억원 (시가총액대비 4.7%)	-5.9%	7.4%
한화케미칼	2014년 05월 08일	외화 차입금 및 해외채권 상환, 시설투자 등	2,166만주 / 3,534억원 (시가총액대비 15.4%)	0.8%	3.0%

주: 공시 혹은 발행후 1개월간 주가수익률, 발행 공시일 시가총액 기준

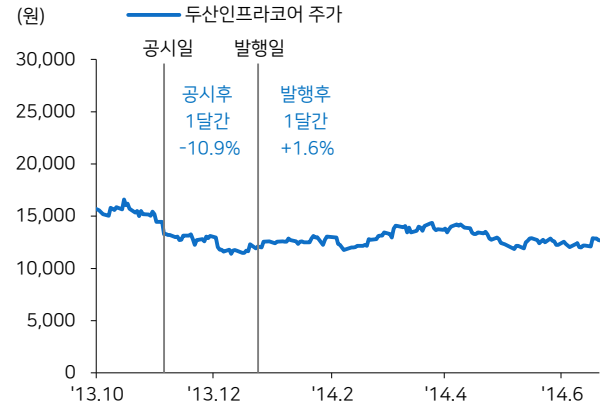
자료: 전자공시시스템, 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 영원무역 GDR 발행 당시 주가 추이



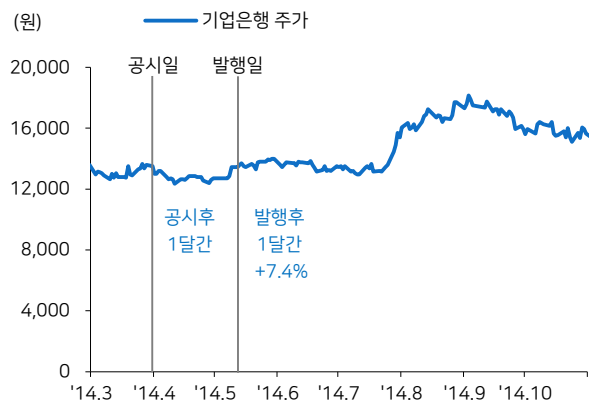
자료: Wisefn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 두산인프라코어 GDR 발행 당시 주가 추이



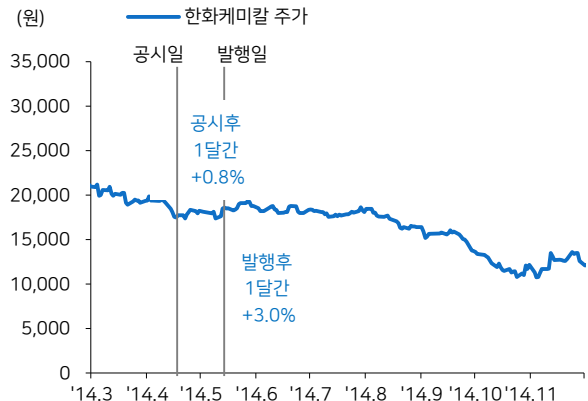
자료: Wisefn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 기업은행 GDR 발행 당시 주가 추이



자료: Wisefn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 한화케미칼 GDR 발행 당시 주가 추이



자료: Wisefn, 메리츠증권증권 리서치센터

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	932.2	88.6	75.7	1,269	-78.4	42,472	91.2	2.7	39.3	3.0	23.3
2016	1,464.2	116.1	57.7	874	-25.0	50,765	88.1	1.5	24.3	1.9	48.1
2017E	1,976.5	187.4	127.6	1,883	116.2	51,593	75.7	2.8	32.1	3.7	45.3
2018E	2,340.8	253.3	133.3	1,963	13.2	67,668	72.6	2.1	24.8	3.3	34.1
2019E	2,613.7	363.7	229.9	3,387	51.0	67,803	42.1	2.1	20.0	5.0	33.1

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 12월 18일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 12월 18일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 12월 18일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김동희, 윤율정)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.