

## 카카오 035720

### 카카오 M 합병 결정

**인터넷/게임**

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

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

**카카오, 카카오M 흡수합병**

5월 17일 카카오는 카카오M 합병을 결정 공시. 플랫폼 경쟁력을 강화하고 사업의 전문성 제고하고자 함. 구체적인 방향으로 1) 카카오톡과 멜론의 결합 통해 사용자 확대와 차별화된 서비스로 음악시장의 주도권 강화, 2) 콘텐츠, 데이터, 플랫폼의 결합 통해 시너지 더욱 확대, 3) 합병 후 카카오M의 음악 및 영상 사업을 별도 법인으로 분사하여 콘텐츠 제작력 강화할 것임

**카카오:카카오M의 합병비율은 1:0.8로 결정**

합병을 위한 이사회 결의일 기준 최근 1개월간의 산술평균 증가와 전일 증가 평균으로 합병 주가는 카카오와 카카오M이 각각 115,808원과 92,917원으로 결정. 이에 따라 합병비율은 1:0.8로 결정되었음. 합병기일은 2018년 9월 1일이며 신주상장예정일은 9월 18일임

카카오 투자자의 경우 1) 카카오M의 음원시장 경쟁력(국내 M/S 62%, 가입자 수 465만명)과 2) 뛰어난 수익성과 양호한 현금흐름, 2017년 매출액과 영업이익은 각각 5,803억원(+28.8% YoY), 1,027억원(+28.5% YoY)이었으며 OPM은 17.7% 기록, 1Q18 기준 보유 현금 및 현금성자산은 1,612억원이었음, 또한 3) 향후에도 카카오미니(AI스피커)에서 확인된 것처럼 카카오 비즈니스가 멜론과 발생할 시너지 풍부하다는 점 감안하면 흡수합병의 긍정적 효과 더욱 크다고 판단됨

**카카오M의 음악, 영상사업 분사로 +α도 가능**

카카오M의 음악 및 영상사업 법인은 별도법인을 분사하여 성장시키기로 결정하였음. 추후 외부 투자 및 증장기 기업공개 가능성도 열려있어 자회사 가치 재평가될 것. 현재 카카오M의 사업부는 멜론, 음악유통, 미디어 등 총 3개의 CIC (Company in Company)로 구성되어 있음. 카카오는 궁극적으로 멜론(C2C 음원플랫폼)만 흡수하며 음반유통과 미디어 사업부는 분사 예정

표1 카카오, 카카오M 합병 결정

구분	내용
피합병법인	주식회사 카카오M(계열회사, 음반의 기획, 제작 및 판매와 온라인 음원 서비스)
합병신주의 종류와 수	보통주 701.2만주
합병계약일	2018년 5월 18일
주주확정기준일	2018년 6월 1일
주주명부폐쇄기간	2018년 6월 4일 ~ 6월 8일
합병반대의사통지 접수기간	2018년 6월 4일 ~ 6월 18일
채권자이의 제출기간	2018년 7월 6일 ~ 8월 7일
합병기일	2018년 9월 1일
종료보고 총회일	2018년 9월 3일
합병등기예정일자	2018년 9월 3일
신주권교부예정일	2018년 9월 17일
신주의 상장예정일	2018년 9월 18일

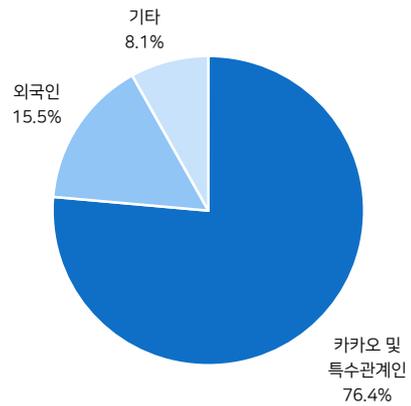
자료: 카카오, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 합병비율 산출 근거

항목	기준일	카카오	카카오M
1개월 가중평균 주가	2018년 4월 17일 ~ 5월 16일	114,719원	90,344원
1주일 가중평균 주가	2018년 5월 10일 ~ 5월 16일	115,706원	92,508원
최근일 주가	2018년 5월 16일	117,000원	95,900원
합병가액	산술평균 주가	115,808원	92,917원
<b>합병비율</b>		<b>1</b>	<b>0.8023366</b>

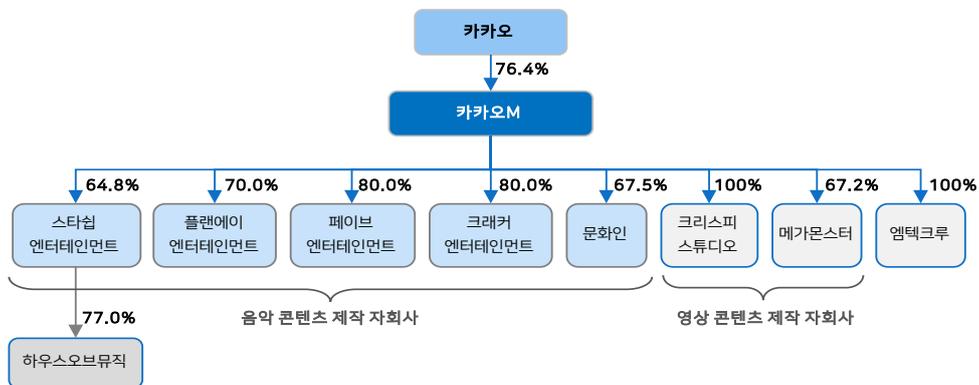
자료: 카카오, 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 카카오M 지분구조



주: 2018년 1분기 말 기준  
자료: 카카오M, 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 카카오M 지배구조



주: 2018년 1분기 말 기준  
자료: 카카오M, 메리츠증권증권 리서치센터

**표3 카카오M 손익계산서**

(십억원)	2014	2015	2016	2017
<b>영업수익</b>	<b>323.3</b>	<b>357.6</b>	<b>450.6</b>	<b>580.3</b>
% YoY growth	28.0%	10.6%	26.0%	28.8%
디지털 음원	292.4	309.2	368.0	469.6
음반유통	19.0	21.6	49.1	74.9
기타	12.0	26.8	33.6	35.8
<b>영업비용</b>	<b>264.8</b>	<b>294.2</b>	<b>370.7</b>	<b>477.6</b>
인건비	28.6	28.6	37.1	43.9
지급수수료	144.5	160.3	190.2	235.2
인세	33.8	31.1	40.1	57.0
광고선전비	6.9	7.1	13.2	16.8
기타	51.0	67.1	90.1	124.7
<b>영업이익</b>	<b>58.5</b>	<b>63.4</b>	<b>79.9</b>	<b>102.7</b>
% YoY growth	56.6%	8.4%	26.0%	28.5%
% OP Margin	18.1%	17.7%	17.7%	17.7%
기타수익/비용	1.1	2.4	2.9	-7.9
<b>세전이익</b>	<b>59.6</b>	<b>65.8</b>	<b>82.8</b>	<b>94.8</b>
<b>당기순이익</b>	<b>45.8</b>	<b>50.3</b>	<b>62.1</b>	<b>68.6</b>
% YoY growth	34.3%	9.8%	23.5%	10.5%
% NP Margin	14.2%	14.1%	13.8%	11.8%

자료: 카카오M, 메리츠증권증권 리서치센터

**표4 카카오M 재무제표**

(십억원)	2014	2015	2016	2017
<b>유동자산</b>	<b>240.3</b>	<b>271.0</b>	<b>343.8</b>	<b>439.7</b>
현금 및 현금등가물	161.6	187.1	242.6	316.2
매출채권 및 기타채권	57.1	57.9	75.3	85.4
기타 유동자산	21.6	26.0	25.9	38.1
<b>비유동자산</b>	<b>63.6</b>	<b>91.8</b>	<b>110.0</b>	<b>104.3</b>
유형자산	12.7	11.7	36.7	38.2
무형자산	34.0	46.7	43.5	33.8
기타 비유동자산	16.9	33.4	29.8	32.3
<b>자산총계</b>	<b>303.9</b>	<b>362.8</b>	<b>453.8</b>	<b>544.0</b>
<b>유동부채</b>	<b>95.7</b>	<b>112.1</b>	<b>148.0</b>	<b>188.3</b>
<b>비유동부채</b>	<b>2.4</b>	<b>4.7</b>	<b>3.5</b>	<b>2.2</b>
<b>부채총계</b>	<b>98.1</b>	<b>116.8</b>	<b>151.4</b>	<b>190.5</b>
<b>자본총계</b>	<b>205.8</b>	<b>246.0</b>	<b>302.4</b>	<b>353.5</b>
<b>부채 및 자본총계</b>	<b>303.9</b>	<b>362.8</b>	<b>435.8</b>	<b>544.0</b>

자료: 카카오M, 메리츠증권증권 리서치센터

**Compliance Notice**

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 5월 18일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 5월 18일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 5월 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, 윤을정)

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