

카카오 (035720)

인터넷

이창영



02)3770-5596
changyoung.lee@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	190,000원 (M)
현재주가 (5/17)	116,500원
상승여력	63%

시가총액	88,866억원
총발행주식수	76,280,122주
60일 평균 거래대금	702억원
60일 평균 거래량	558,497주
52주 고	161,000원
52주 저	95,200원
외인지분율	24.16%
주요주주	김범수 외 26 인 31.94%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(1.3)	(4.9)	22.4
상대	(1.1)	(5.9)	14.6
절대(달러환산)	(2.2)	(4.9)	27.0

부분통합에서 완전한 통합으로

카카오, 카카오M 합병 발표

‘카카오’를 존속회사로, ‘카카오M’을 소멸회사로 하여 양사 합병결의를 발표함. 합병비율은 ‘카카오M’ 1주당 ‘카카오’ 신주 0.8023366주를 지급하게 됨. 이로써 ‘카카오M’의 최대주주 ‘카카오’ 외의 소액주주들에게 총 4,789,435주의 ‘카카오’ 신주발행 교부될 예정이며, 2016년 4월 발행된 교환사채 2,300억원 보유자에게 지급될 ‘카카오’ 신주 2,223,215주가 발행될 예정이어서, 현재 ‘카카오’ 주식 수의 9.2%인 7,012,650주가 신주로 발행될 예정임.

합병 기일은 2018년9월1일이며, 합병가액은 현주가보다 각각 +0.4%, -5.3%인 117,000원, 92,917원으로 결정됨. 주식매수청구권은 소멸회사인 ‘카카오M’ 주주들에게 부여되는데, 매수예정가격이 현주가보다 5.3% 낮은 92,911원이어서, 실제 청구금액은 크지 않을 것으로 예상됨

합병의 의미와 효과

2016년 3월 카카오M 지분 인수 이후부터, 카카오-멜론간 ID 연동, 카카오-멜론 AI스피커 출시, 카카오톡 내 In App Play(Melon for Kakao) 도입 등 다양한 서비스 통합을 진행한 바 있음. 이를 통해 인수 전 유료회원 수 360만명에서 18년 1분기 465만명으로 100만명 이상 증가하였음.

따라서, 이번 합병발표가 양사간 사업 시너지 및 재무적 측면에서 새로운 기대가 커지는 이벤트로 보기는 어려울 것으로 보임.

다만, 양사가 별도 법인으로 존재하였기 때문에 불편했던 서비스가 보다 통합적으로 seamless하게 기획되고 운영될 수 있다가, 개인정보계정의 통합으로 카카오플랫폼을 활용한 사용자 친화적인 서비스로의 진화가 보다 빠르게 진행될 가능성은 있음

재무적 측면에서는 ‘카카오’가 ‘카카오M’ 지분의 76.42%를 보유, 매출 및 영업이익은 내부거래를 제외한 ‘카카오M’ 실적을 그대로 연결인식하고 있었던 상황이어서, 합병 후에도 큰 변화는 없겠으나, 신주발행으로 희석되는 주식 수 증가 보다 기존 ‘카카오M’ 순이익 중 비지배지분으로 제외되었던 부분을 순이익으로 인식되는 금액이 더 커, 실질적으로는 EPS증가효과를 가져올 수는 있을 것으로 추정 (18년 1분기 카카오 연결순이익 146억원, 카카오M 별도 순이익 209억원 중 카카오 연결로 인식되는 순이익 160억원, 합병 시 비지배지분으로 귀속되었던 49억원을 새로이 인식가능. 이는 연결순이익에 33.6%에 해당. 신주발행은 9.2%)

Quarterly earning forecasts

(억원, %)

	2Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	5,914	26.2	6.5	5,847	1.1
영업이익	414	-7.3	297.6	341	21.4
세전계속사업이익	524	45.5	41.0	470	11.6
지배순이익	258	128.5	86.4	319	-19.0
영업이익률 (%)	7.0	-2.5 %pt	+5.1 %pt	5.8	+1.2 %pt
지배순이익률 (%)	4.4	+2.0 %pt	+1.9 %pt	5.5	-1.1 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	14,642	19,723	24,268	28,676
영업이익	1,161	1,654	1,470	3,329
지배순이익	577	1,086	1,042	2,409
PER	106.1	68.7	85.3	36.9
PBR	1.8	1.9	2.2	2.0
EV/EBITDA	28.0	24.3	27.8	16.2
ROE	1.9	2.9	2.6	5.7

자료: 유안타증권

카카오, 카카오M 합병 개요 (단위: 주, 원)

구분	존속회사	소멸회사
회사명	카카오	카카오엠
발행주식수	76,273,522	25,291,705
합병비율	1	0.8023366
신주발행주식	7,012,650	
카카오 외 카카오 M 주주에게 교부될 주식	4,789,435	
교환사채 보유자에게 교부예정인 주식	2,223,215	
합병 후 총 주식수	83,286,172	
합병가액	117,000	92,917
현주가(5/17종가)	116,500	98,100
차이	0.4%	-5.3%
18년 1분기 별도법인 당기순이익	534억원	209억원
18년 1분기 연결 순이익	147억원	

자료: 카카오, 유안타증권 리서치센터

카카오-카카오M 합병일정(카카오M 기준)

합병계약일		2018년 05월 18일
주주확정기준일		2018년 06월 01일
주주명부	시작일	2018년 06월 04일
폐쇄기간	종료일	2018년 06월 08일
합병반대의사통지 접수기간	시작일	2018년 06월 20일
	종료일	2018년 07월 04일
주주총회에정일자		2018년 07월 05일
주식매수청구권 행사기간	시작일	2018년 07월 06일
	종료일	2018년 07월 25일
구주권제출기간	시작일	2018년 07월 06일
	종료일	2018년 08월 31일
매매거래 정지에정기간	시작일	2018년 08월 30일
	종료일	2018년 09월 17일
채권자이의 제출기간	시작일	2018년 07월 06일
	종료일	2018년 08월 07일
합병기일		2018년 09월 01일
종료보고 총회일		2018년 09월 03일
합병등기에정일자		2018년 09월 03일
신주권교부예정일		2018년 09월 17일
신주의 상장예정일		2018년 09월 18일

자료: DART

카카오 (035720) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	14,642	19,723	24,268	28,676	32,788
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	14,642	19,723	24,268	28,676	32,788
판매비	13,481	18,069	22,799	25,347	27,992
영업이익	1,161	1,654	1,470	3,329	4,796
EBITDA	2,299	2,952	2,933	4,988	6,473
영업외손익	-158	-121	668	859	911
외환관련손익	78	-134	-69	-69	-69
이자손익	-48	33	-50	-51	-47
관계기업관련 손익	-104	90	772	792	792
기타	-85	-110	15	188	236
법인세비용차감전순이익	1,003	1,533	2,137	4,188	5,707
법인세비용	348	282	869	1,256	1,427
계속사업순이익	655	1,251	1,268	2,931	4,280
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	655	1,251	1,268	2,931	4,280
지배지분손이익	577	1,086	1,042	2,409	3,517
포괄손익	649	1,191	1,109	2,835	4,172
지배지분포괄이익	578	1,027	837	2,140	3,149

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	12,170	19,931	24,535	26,230	29,392
현금및현금성자산	6,416	11,168	16,871	18,163	20,950
매출채권 및 기타채권	2,529	3,104	3,206	3,582	3,933
재고자산	126	216	147	174	199
비유동자산	42,672	43,563	45,647	46,796	47,928
유형자산	2,539	2,710	3,337	3,663	3,907
관계기업 등 지분관련자산	1,171	1,619	3,078	4,537	5,996
기타투자자산	1,385	2,106	2,336	2,336	2,336
자산총계	54,841	63,494	70,181	73,026	77,320
유동부채	8,060	10,409	15,250	15,767	16,276
매입채무 및 기타채무	3,232	4,251	7,190	7,307	7,416
단기차입금	2,039	1,744	2,144	2,544	2,944
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	9,752	8,007	8,993	8,993	8,993
장기차입금	7,959	6,208	6,208	6,208	6,208
사채	0	0	0	0	0
부채총계	17,812	18,416	24,243	24,760	25,269
지배지분	34,325	40,291	41,317	43,411	46,815
자본금	339	340	382	382	382
자본잉여금	31,050	36,036	36,036	36,036	36,036
이익잉여금	3,040	4,025	4,967	7,263	10,667
비지배지분	2,704	4,787	4,620	4,855	5,235
자본총계	37,029	45,078	45,938	48,266	52,050
순차입금	1,132	-7,727	-11,932	-12,824	-15,211
총차입금	9,999	7,952	8,352	8,752	9,152

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	3,173	3,719	5,994	4,820	6,209
당기순이익	655	1,251	1,268	2,931	4,280
감가상각비	562	607	723	1,024	1,106
외환손익	-42	117	69	69	69
종속, 관계기업 관련손익	5	-134	-772	-792	-792
자산부채의 증감	1,154	280	3,291	275	294
기타현금흐름	839	1,598	1,414	1,312	1,251
투자활동 현금흐름	-10,000	-3,547	-1,190	-1,888	-1,888
투자자산	-1,079	-1,107	-687	-687	-687
유형자산 증가 (CAPEX)	-810	-752	-1,350	-1,350	-1,350
유형자산 감소	5	29	0	0	0
기타현금흐름	-8,117	-1,718	847	149	149
재무활동 현금흐름	9,238	4,676	8,184	8,130	8,130
단기차입금	1,996	-2,016	400	400	400
사채 및 장기차입금	5,926	-4	0	0	0
자본	0	0	42	0	0
현금배당	-113	-160	-160	-173	-173
기타현금흐름	1,430	6,856	7,903	7,903	7,903
연결범위변동 등 기타	34	-97	-7,285	-9,770	-9,664
현금의 증감	2,445	4,751	5,703	1,292	2,786
기초 현금	3,972	6,416	11,168	16,871	18,163
기말 현금	6,416	11,168	16,871	18,163	20,950
NOPLAT	1,161	1,654	1,470	3,329	4,796
FCF	2,240	2,176	4,276	2,915	4,219

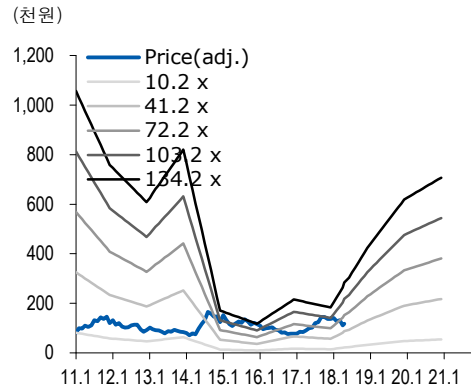
자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

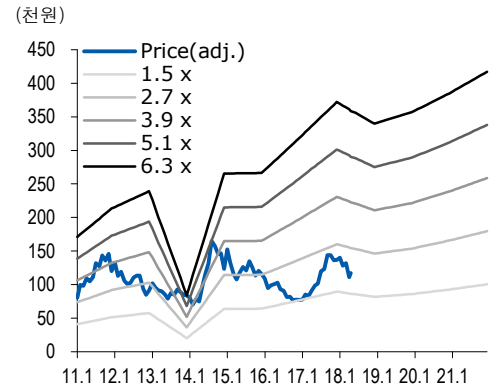
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	874	1,602	1,366	3,158	4,611
BPS	50,769	59,336	54,169	56,914	61,377
EBITDAPS	3,482	4,355	3,845	6,539	8,486
SPS	22,178	29,101	31,814	37,593	42,984
DPS	148	148	148	148	148
PER	106.1	68.7	85.3	36.9	25.3
PBR	1.8	1.9	2.2	2.0	1.9
EV/EBITDA	28.0	24.3	27.8	16.2	12.2
PSR	4.2	3.8	3.7	3.1	2.7

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	57.1	34.7	23.0	18.2	14.3
영업이익 증가율 (%)	31.1	42.4	-11.1	126.5	44.1
지배지분이익 증가율 (%)	-23.8	88.3	-4.0	131.1	46.0
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	7.9	8.4	6.1	11.6	14.6
자본이익률 (%)	3.9	5.5	4.3	8.4	10.7
EBITDA 마진 (%)	15.7	15.0	12.1	17.4	19.7
ROIC	2.7	3.7	2.6	7.5	11.6
ROA	1.3	1.8	1.6	3.4	4.7
ROE	1.9	2.9	2.6	5.7	7.8
부채비율 (%)	48.1	40.9	52.8	51.3	48.5
순차입금/자기자본 (%)	3.3	-19.2	-28.9	-29.5	-32.5
영업이익/금융비용 (배)	8.1	14.7	11.7	25.4	35.0

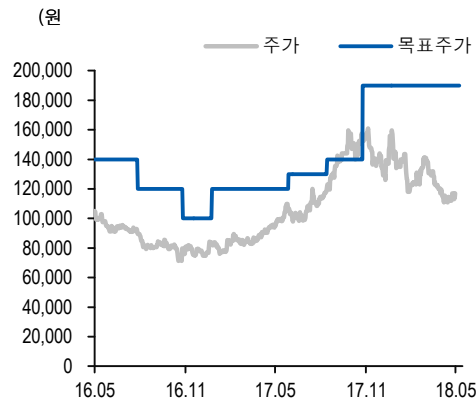
P/E band chart



P/B band chart



카카오 (035720) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-05-18	BUY	190,000	1년		
2017-11-10	BUY	190,000	1년		
2017-08-30	BUY	140,000	1년	1.38	13.93
2017-06-13	BUY	130,000	1년	-17.47	-7.69
2017-01-09	BUY	120,000	1년	-26.59	-8.50
2016-11-11	BUY	100,000	1년	-21.71	-15.70
2016-08-12	BUY	120,000	1년	-32.70	-26.17
2016-02-11	BUY	140,000	1년	-29.84	-19.57

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.6
Buy(매수)	86.5
Hold(중립)	12.0
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2018-05-15

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 이창영)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.