

# 다음

(035720/매수)

## 카카오 우회 상장, 다시 중심에 서다

- 금요일 증가 기준 합병 이후 시가총액은 4.4조원, 그 중 카카오 가치는 3.4조원
- 카카오는 주요 MMS/SNS의 월이용자당 가치와 매출액 대비 시가총액 비교시 저평가
- 8/27~9/16일 주식매수청구권 행사, 10/14일 신주상장 예정일
- '매수' 투자의견과 목표주가 93,000원 유지

### 카카오톡은 모바일 인터넷의 지배자, 생태계를 구축 중

㈜다음커뮤니케이션이 존속법인이 되고 (주)카카오가 소멸되는 합병이 공시되었다. 합병비율은 다음과 카카오가 1:1.56이다. (주)다음은 최근 주가를 기준으로, (주)카카오는 본질가치로 평가한 합병가액은 각각 72,910원과 113,429원으로 결정되었다. 다음의 현재 기발행주식은 1,356만주, 카카오의 기발행주식은 2,700만주이다. **합병 가액 기준 시가총액은 다음이 72,910원 x 1,356만주(1조원), 카카오가 113,429 x 2,700만주(3조원)이다.**

카카오 주주에게는 전환 우선주를 포함하여 4,300만주의 신주가 발행되어 교부될 예정이다. 다음 가치평가도 이제 기존 다음 시가총액(1,356만주 x 다음 주가)에 더해 발행될 신주 시가총액(4,300만주 x 다음 주가)를 고려해야 한다. 지난 금요일 증가 78,100원을 대입하면 **다음 시가총액 1.06조원에 3.4조원(카카오 가치=4,300만주 x 78,100원)을 더해야 한다.**

현재 **3.4조원으로 계산된 (주)카카오를 여타 글로벌 MMS/SNS 대비 할인된 것으로 평가한다.** <그림 4, 5>에서 월이용자당 가치와 매출액 대비 시가총액을 글로벌 주요 주요 MMS/SNS과 비교하였다. 이를 보면 카카오는 여전히 가장 낮은 평가를 받고 있다.

이용자 트래픽을 비교하면 MMS 카카오가 충성도 높은 30~50대 소비 계층을 주 이용자로 확보한 것으로 알 수 있다.

다음이 카카이를 인수하는 형태이지만 1대 주주는 바뀐다. **합병 후 다음카카오의 1대 주주는 40.8%의 지분을 보유하게 될, (주)카카오 김범수 의장이다.** 향후 카카오가 해외 모바일 인터넷 시장에 적극적인 진출 시도를 할 것으로 기대하는 이유이다.

다음에 오랫동안 없었던 잠재 성장성 기대감이 구체화되고 있다. **카카오와의 합병을 다음에 긍정적인 변수로 본다.** 1) 모바일 인터넷에서 다시 한번 시장 지배력을 높일 수 있는 계기가 마련되었으며, 2) (주)카카오와의 신주 발행 합병 방식에는 EPS가 희석될 우려가 없어 기존 다음 투자자에게 유리한 조건이며, 3) 모바일광고, 전자상거래, 금융결제 등 새로운 수익모델이 점진적으로 가시화되면서 2015년에도 카카오 실적 모멘텀이 예상되고 있기 때문이다.

결산기 (12월)	12/11	12/12	12/13	12/14F	12/15F	12/16F
매출액 (십억원)	421	453	531	583	637	683
영업이익 (십억원)	117	102	82	78	92	113
영업이익률 (%)	27.8	22.5	15.4	13.4	14.4	16.5
순이익 (십억원)	108	76	66	61	75	94
EPS (원)	8,079	5,656	4,862	4,463	5,507	6,953
ROE (%)	26.9	15.7	12.5	10.8	12.2	13.8
P/E (배)	14.9	16.1	17.3	17.5	14.2	11.2
P/B (배)	3.5	2.4	2.0	1.7	1.6	1.4

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 다음, KDB대우증권 리서치센터

표 1. 합병 전후의 시가총액

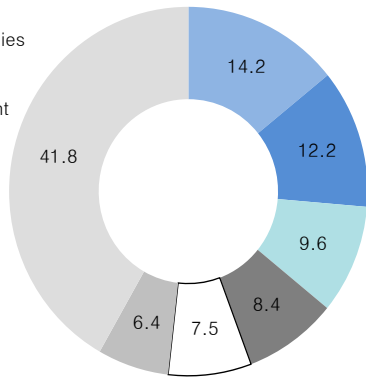
(원, 주, 십억원)

	다음	카카오	비고
합병방법	인수회사	피인수회사	(주)다음커뮤니케이션이 (주)카카오를 흡수 합병
주당 합병가액	72,910	113,429	다음의 매수청구권 예정 가격은 73,424원
합병비율	1.00	1.56	카카오의 매수청구권 예정 가격은 113,429원
합병전 발행주식수(A)	13,560,229	26,996,580	카카오의 기발행주식은 보통주 2,048만주와 전환우선주 651만주
발행 신주수(B)	-	43,006,844	인수회사 다음은 피인수회사 카카오에 4,300만 신주(보통주 3,294만주 + 전환권행사를 대비한 종류주식 1,006만주)를 교부 예정
시가총액	1,059	3,359	(A) x 78,100원(5/23 증가) (B) x 78,100원(5/23 증가)
합병 후 시가총액		4,418	10월 14일 발행될 신주 상장 이후에는 다음의 기존 발행 주식에 카카오톡 주주 발행 신주가 추가되어 시가총액 계산

자료: 다음, 카카오, KDB대우증권 리서치센터

그림 1. 합병 전 다음 지분 구조

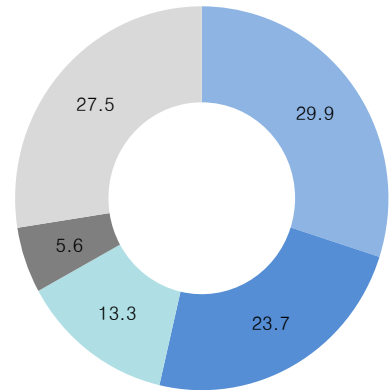
- 이재웅 외 1인
- KB자산운용
- Capital Group Companies
- Templeton Investment
- 국민연금공단
- Wellington Management
- 기타



자료: 다음, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 합병 전 카카오 지분 구조

- 김범수
- 케이큐브홀딩스
- Maximo Pte. Ltd.
- 위메이드
- 기타

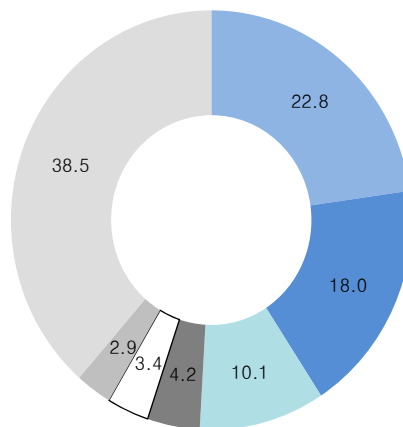


주1: Maximo Pte. Ltd. 는 중국 Tencent 계열의 투자자회사

주2: 케이큐브홀딩스의 지분 전체(100%)를 김범수 의장이 소유 중

자료: 카카오, KDB대우증권 리서치센터

그림 3. 합병 후 다음카카오 지분 구조 예상



주1: Maximo Pte. Ltd. 는 중국 Tencent 계열의 투자자회사

주2: 케이큐브홀딩스의 지분 전체(100%)를 김범수 의장이 소유 중

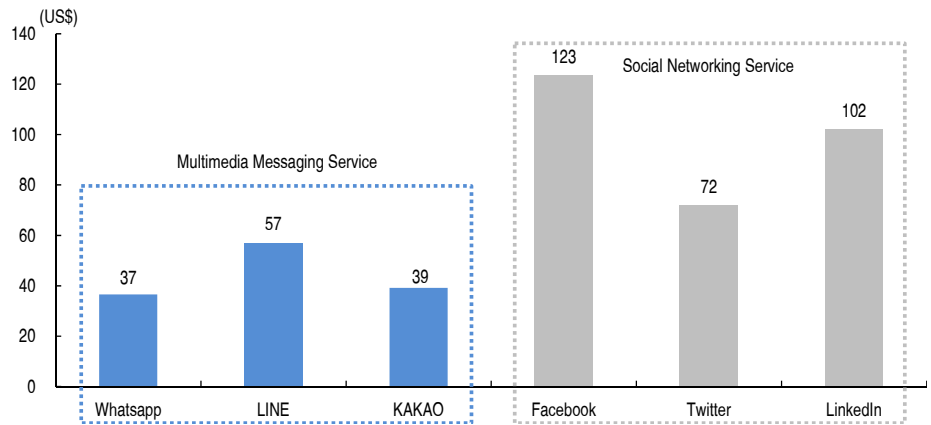
자료: KDB대우증권 리서치센터

표 2. 합병 관련 주요 일정

구분	(주)다음커뮤니케이션 (합병회사), (주)카카오 (피합병회사)
이사회 결의일	2014년 5월 23일
합병계약일	2014년 5월 23일
주주확정 기준일	2014년 7월 17일
주주명부 폐쇄기간	2014년 7월 18일 ~ 2014년 7월 22일
합병계약승인 주주총회	2014년 8월 27일
주식매수청구권 행사 기간	2014년 8월 27일 ~ 2014년 9월 16일
합병기일 및 종료보고일	2014년 10월 1일
주권교부 예정일	2014년 10월 13일
신주상장 예정일	2014년 10월 14일

자료: 다음, KDB대우증권 리서치센터

그림 4. 주요 MMS/SNS의 월이용자(MAU)당 가치



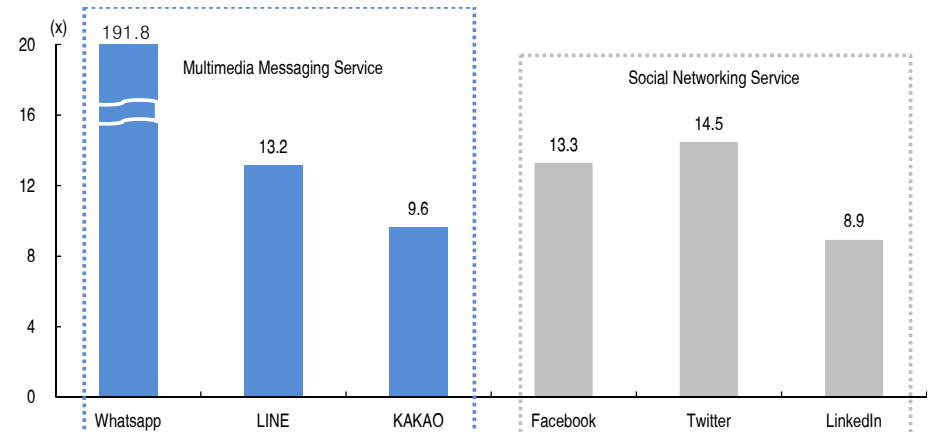
주1: LINE의 가치 12.9조원(현재 시가총액 중 NAVER 포털의 가치 12조원을 제외), MAU는 전체 가입자의 50% 가정

주2: KAKAO의 가치 3.36조원(5/23 증가 기준 통합시가총액 중 다음의 시가총액을 제외), MAU는 전체 가입자의 60% 가정

주3: LINE과 Whatsapp 가입자는 2014년 5월 기준, 나머지는 2014년 1분기 실적 발표시 공시된 가입자 데이터 기준

자료: 각 사, KDB대우증권 리서치센터

그림 5. 주요 MMS/SNS의 매출액 대비 시가총액 규모



주1: 각 사의 2014년 Bloomberg consensus 매출액 기준, LINE과 KAKAO는 동사 추정치 기준

주2: LINE 매출은 순액 기준

자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

표 3. 글로벌 인터넷 기업의 수익 지표 비교

(백만US\$, %)

	시가총액	매출액			영업이익			영업이익률			순이익			순이익률			EPS		
		13	14F	15F	13	14F	15F	13	14F	15F	13	14F	15F	13	14F	15F	13	14F	15F
NAVER	23,981	2,113	2,746	3,364	479	787	1,129	22.7	28.7	33.6	1,734	583	835	82.1	21.2	24.8	10.0	18.1	25.7
다음	1,034	485	558	613	75	76	87	15.4	13.7	14.2	60	61	75	12.4	11.0	12.2	4.0	4.6	5.6
인터파크	680	2,679	3,400	3,801	44	71	95	1.6	2.1	2.5	7	32	38	0.3	0.9	1.0	0.1	0.5	0.6
Google	376,228	59,825	52,367	62,039	13,966	18,686	22,725	23.3	35.7	36.6	12,920	15,162	18,453	21.6	29.0	29.7		26.7	31.6
Yahoo	35,258	4,680	4,499	4,636	577	726	828	12.3	16.1	17.9	1,366	1,381	1,623	29.2	30.7	35.0	1.1	1.6	1.8
Amazon	143,683	74,452	90,789	108,973	745	1,024	2,539	1.0	1.1	2.3	274	491	1,562	0.4	0.5	1.4	0.6	3.4	6.0
Facebook	157,448	7,872	11,850	15,590	2,804	6,089	8,093	35.6	51.4	51.9	1,491	2,904	4,059	18.9	24.5	26.0	0.8	1.4	1.8
Twitter	18,340	665	1,267	2,045	-636	29	176	-95.6	2.3	8.6	-645	-647	-439	-97.1	-51.1	-21.5	-1.8	0.0	0.3
LinkedIn	18,983	1,529	2,126	2,820	48	311	391	3.1	14.6	13.9	27	-49	48	1.8	-2.3	1.7	-0.1	1.6	2.5
Groupon	4,291	2,574	3,208	3,684	76	46	130	2.9	1.4	3.5	-95	-38	52	-3.7	-1.2	1.4	-0.1	0.1	0.3
Yahoo Japan	25,596	3,857	4,929	5,493	1,971	2,113	2,358	51.1	42.9	42.9	1,249	1,305	1,472	32.4	26.5	26.8	0.2	0.2	0.3
Rakuten	16,339	5,321	5,789	6,459	926	1,066	1,293	17.4	18.4	20.0	440	589	742	8.3	10.2	11.5	0.3	0.4	0.6
Baidu	58,739	5,196	7,746	10,713	1,820	1,927	2,770	35.0	24.9	25.9	1,711	1,838	2,589	32.9	23.7	24.2	5.1	5.5	7.7
Sohu	2,287	1,400	1,702	2,070	183	-222	0	13.1	-13.0	0.0	-15	-190	-18	-1.1	-11.1	-0.9	-3.1	-4.1	-0.3
Sina	3,101	665	787	984	23	15	88	3.4	1.9	8.9	45	15	96	6.8	1.8	9.7	0.3	0.7	1.6
Youku	3,403	493	677	937	-111	-51	56	-22.4	-7.5	6.0	-94	-41	40	-19.2	-6.1	4.3	-0.6	-0.1	0.5
Tencent	N/A	9,831	12,673	15,574	2,810	4,287	5,498	28.6	33.8	35.3	2,522	3,628	4,654	25.6	28.6	29.9	N/A	0.4	0.5
평균								8.7	15.8	19.1				8.9	8.1	12.8			

주: 5/26 장 종료 시점 Bloomberg consensus 기준

자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

표 4. 글로벌 인터넷 기업의 수익 지표 비교

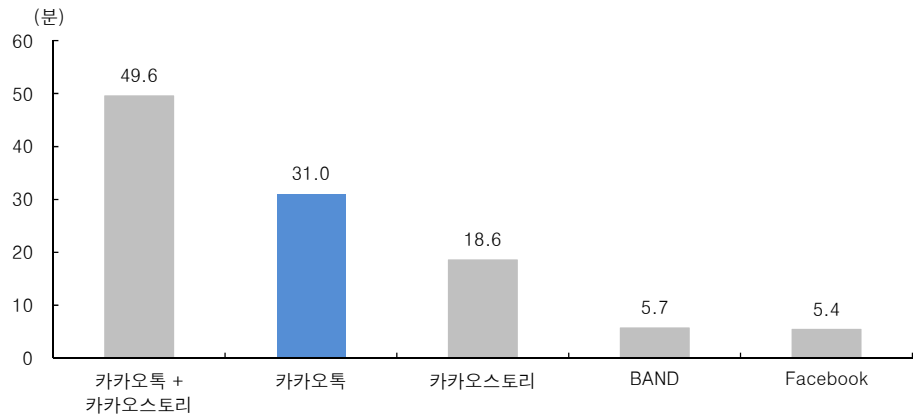
(백만US\$, %)

	시가총액	PER			PBR			PSR			EV/EBITDA			ROE			ROA		
		13	14F	15F	13	14F	15F	13	14F	15F	13	14F	15F	13	14F	15F	13	14F	15F
NAVER	23,981	68.3	40.3	28.3	14.0	11.2	8.2	10.0	8.7	7.1	31.0	25.0	17.9	103.5	33.5	34.6	62.2	19.7	22.7
다음	1,034	17.9	16.5	13.5	1.9	1.8	1.6	2.0	1.9	1.7	7.0	7.0	6.2	10.5	11.0	12.3	8.4	9.3	10.3
인터파크	680	84.1	20.9	17.7	1.6	1.6	1.5	0.2	0.2	0.2	11.5	10.3	8.5	1.9	8.0	8.6	0.7	3.7	4.4
Google	376,228	N/A	20.7	17.5	N/A	3.1	2.9	N/A	7.2	6.1	17.1	12.3	10.3	15.6	17.9	18.2	12.2	14.4	15.0
Yahoo	35,258	33.0	21.8	19.0	2.7	2.6	2.4	8.8	7.8	7.6	30.7	23.3	21.9	9.5	11.4	12.1	7.8	6.0	6.5
Amazon	143,683	N/A	90.9	52.0	13.9	12.8	10.3	1.8	1.6	1.3	35.1	21.4	16.2	3.2	7.9	15.1	0.9	2.2	3.9
Facebook	157,448	81.8	43.0	33.6	9.4	8.7	6.9	17.0	13.3	10.1	31.3	19.9	15.1	13.4	19.4	21.0	11.2	18.9	20.4
Twitter	18,340	N/A	782.1	121.0	6.1	6.8	7.0	18.2	14.5	9.0	N/A	79.6	36.2	N/A	-6.1	-1.2	N/A	-7.4	-1.6
LinkedIn	18,983	N/A	94.5	61.8	6.9	6.6	6.0	10.9	8.9	6.7	111.2	31.9	21.9	-0.5	3.3	6.0	-0.4	2.8	5.1
Groupon	4,291	N/A	57.2	25.2	5.2	4.2	4.4	1.5	1.3	1.2	30.8	11.0	8.1	-16.2	5.3	14.1	-6.1	2.7	4.5
Yahoo Japan	25,596	21.0	19.8	17.6	4.2	3.6	3.1	6.8	5.2	4.7	N/A	9.6	8.1	21.5	19.2	18.4	15.8	14.3	14.3
Rakuten	16,339	36.9	27.6	22.1	5.4	4.6	3.8	3.0	2.8	2.5	14.5	11.3	9.5	15.9	18.3	19.2	1.6	2.0	2.5
Baidu	58,739	33.4	30.7	21.8	9.1	7.2	5.4	10.5	7.6	5.5	24.1	23.5	16.5	32.1	26.0	28.2	18.2	14.0	16.4
Sohu	2,287	N/A	N/A	N/A	1.8	2.0	2.0	1.6	1.3	1.1	10.6	N/A	13.3	-9.6	-12.6	-2.0	-3.7	-6.4	0.6
Sina	3,101	134.7	68.1	29.7	2.7	2.0	1.9	4.4	3.9	3.2	N/A	43.0	17.0	2.2	2.1	6.6	1.2	1.1	3.8
Youku	3,403	N/A	N/A	40.2	2.4	2.1	2.0	6.6	5.0	3.6	86.2	85.7	19.7	-6.3	-1.5	5.7	-5.4	-2.3	3.9
Tencent	N/A	N/A	166.6	131.1	N/A	49.7	37.5	N/A	N/A	N/A	31.5	N/A	N/A	32.8	32.8	32.1	17.1	18.3	18.7
평균		56.8	100.1	40.8	5.8	7.7	6.3	6.9	5.7	4.5	33.8	27.7	15.4	14.3	11.5	14.7	8.8	6.7	8.9

주: 5/26 장 종료 시점 Bloomberg consensus 기준

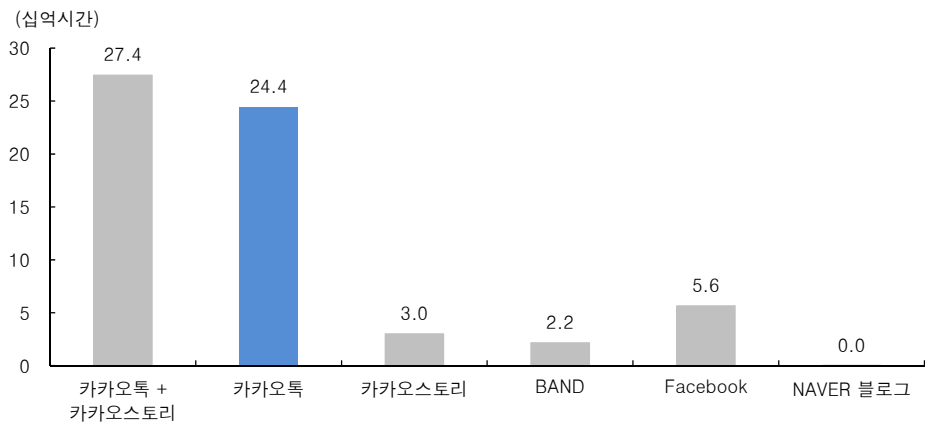
자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 6. 국내 주요 SNS 일평균 체류 시간



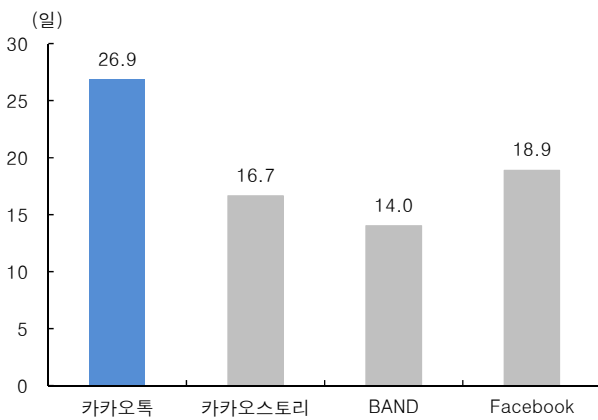
주: 2014년 4월 기준  
자료: Koreanclick, KDB대우증권 리서치센터

그림 7. 국내 주요 SNS 총 체류 시간



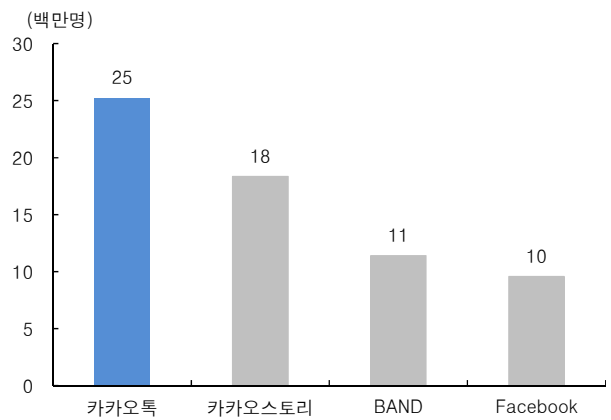
주: 2014년 4월 기준  
자료: Koreanclick, KDB대우증권 리서치센터

그림 8. 국내 주요 SNS 평균재방문일 수



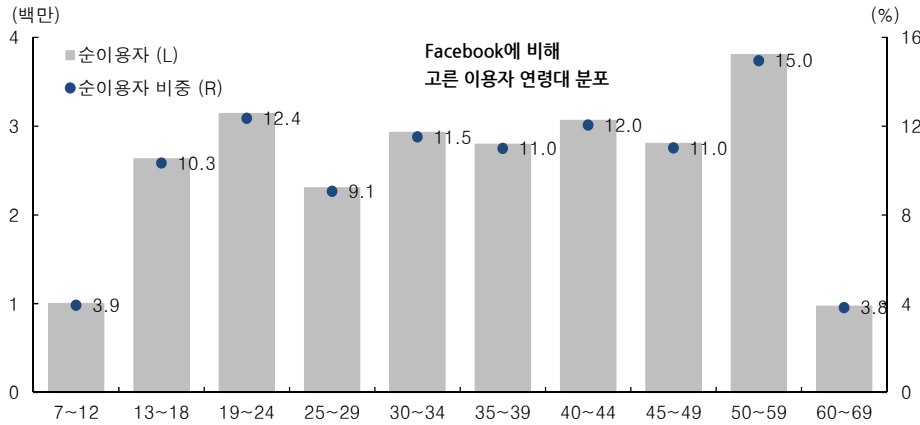
주: 2014년 4월 기준  
자료: Koreanclick, KDB대우증권 리서치센터

그림 9. 국내 주요 SNS 국내 월간 순이용자 현황



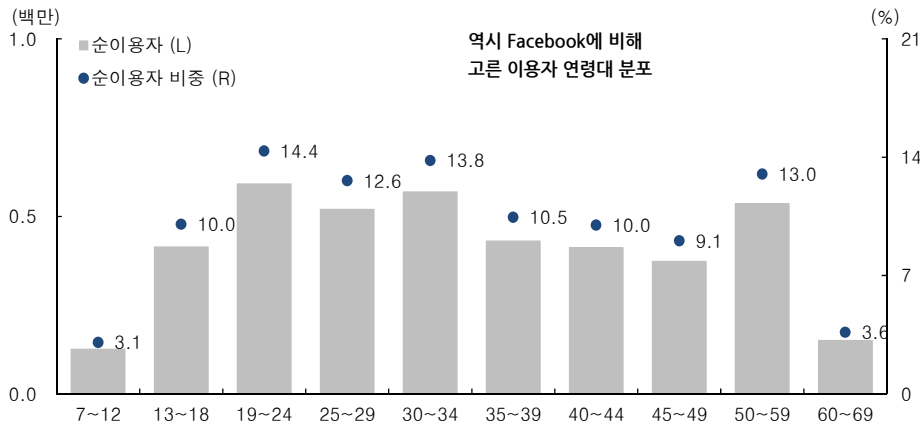
주: 2014년 4월 기준  
자료: Koreanclick, KDB대우증권 리서치센터

그림 10. 연령별 이용자 구성: 카카오톡



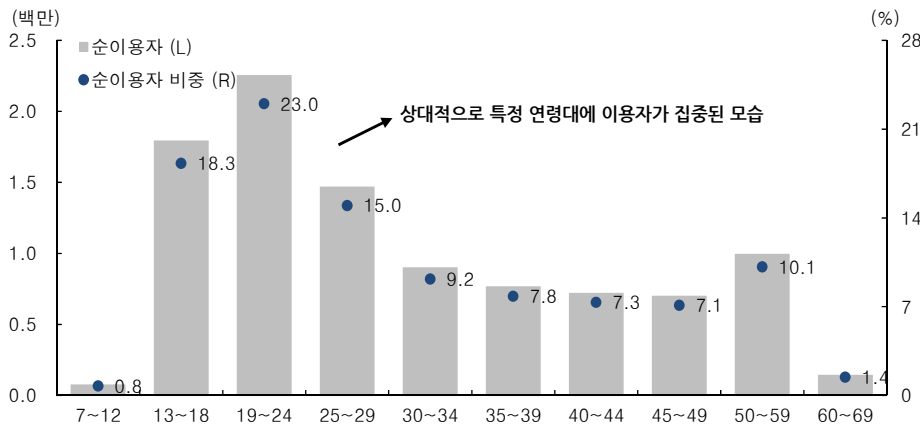
주: 2014년 4월 기준  
자료: Koreanclick, KDB대우증권 리서치센터

그림 11. 연령별 이용자 구성: LINE



주: 2014년 4월 기준  
자료: Koreanclick, KDB대우증권 리서치센터

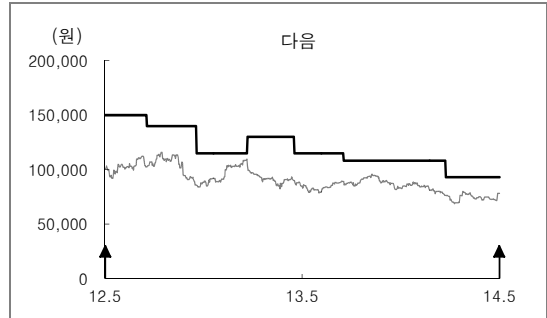
그림 12. 연령별 이용자 구성: Facebook



주: 2014년 4월 기준  
자료: Koreanclick, KDB대우증권 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

종목명(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가(원)
다음(035720)	2014.02.16	매수	93,000원
	2013.08.11	매수	108,000원
	2013.05.12	매수	115,000원
	2013.02.14	매수	130,000원
	2012.11.12	매수	115,000원
	2012.08.12	매수	140,000원
	2012.05.24	매수	150,000원



투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
비중축소 : 향후 12개월 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당시의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.