



## [ TIMELY REPORT ]

다음-카카오 합병의 실질적 의미는?

Release Date : 2014년 5월 27일

**[Current Topic : 다음, 카카오 합병하다]**

2014년 5월 26일 국내 IT업계에 의미 있는 이벤트가 벌어졌다. 바로 다음과 카카오의 합병 발표. 합병 발표가 있자마자, 모든 언론들은 일제히 다음-카카오 합병에 따른 소식을 빠르게 전하기 시작했고, 크게 그룹핑 하면 다음과 같이 정리된다(하기는 다음-카카오 합병과 관련된 국내 기사들로부터 유사한 팩트끼리 모아본 결과에 근거하고 있음).

1) **합병 후 기업가치**

- 합병 형태는 다음 : 카카오 = 1:1.6 비율로 피합병법인 카카오의 주식을 합병법인인 다음의 발행 신주와 교환하는 방식으로 진행. 합병이 이루어지면 시가총액 3조 4,000억 원대의 초대형 기업 탄생예고(카카오의 장외 시장가치 2조 3,500억원, 다음의 시총 약 1조 590억 원, 코스닥 시총 기준 2위)

2) **합병 배경과 시너지 효과 -네이버와의 양강 경쟁 돌입**

- 합병 배경은 역시 네이버에 대한 견제. 온라인의 다음, 모바일의 카카오가 뭉쳐야만 온라인과 모바일을 장악하고 있는 네이버를 유일하게 견제 가능. 그러나 카카오톡의 수익구조가 '게임하기' 등 중개수수료가 84%를 차지할 정도로 일부 서비스에 의존적이라는 평. 시너지 효과적 측면에서도 글로벌 진출에 대한 과제는 여전히 남아있어 부정적인 시각도 존재

3) **게임 계의 지각변동 예고**

- 다음카카오 합병법인은 국내 전체 모바일 게임 시장의 약 20% 차지할 것으로 예상. 다음의 온라인 게임부문 분사 시, 카카오 게임사업부문과 통합하여 운영될 가능성도 배제할 수 없음

본 보고서는 상기 3가지 관점에서 로아컨설팅의 기본 의견을 개진하는 데 초점을 맞추고 있음을 밝힌다.

## [ Analysis: 다음-카카오 합병? 카카오의 다음 인수! ]

먼저 합병 후 기업가치와 관련해서는 상장사인 다음과 비상장사인 카카오의 합병으로 보도되고 있으나, 기실 이면을 들여다 보면, 카카오의 다음 인수나 진배 없어 보인다. 다음은 국내 벤처캐피탈 중 한 곳인 IDG벤처의 이희우 대표가 분석한 글이다.

1. 실제 평가 시가총액 : 4조
  - 다음은 시가총액 9,887억원 인정되었고 카카오는 3.1조원 평가됨. 카카오가 다음보다 3배 높은 가치로 합병됨. 실제로는 카카오(김범수 의장)의 다음 인수로 해석 가능 (합병후 최대주주는 김범수: 22.23%, 지분가치 9천억원 수준)
2. 합병비율
  - 다음 1 : 카카오 1.5557456
  - $1 / 1.5557459 = 0.6427786136756549$
  - 카카오 1주당 다음 주식 0.6427786136756549주
3. 수익가치 평가
  - 기업가치 평가에서 카카오는 자산가치 6,472원의 28.5배 수준인 184,734원(5.1조)에 수익가치를 평가 받음.
  - 수익가치 평가에 기준이된 추정 손익은 아래와 같음(외부평가보고서에 근거)
  - 매출 :2014년 4,300억원, 2015년 7,400억원, 2016년 9,600억원, 2017년 1.2조
  - 세후순익 : 2014년 1,700억원, 2015년 2,900억원, 2016년 3,900억원, 2015년 4800억원으로 추정

기사의 상당수는 현재 카카오톡의 장외시장에서의 시총과 다음의 코스닥 시총의 단순 합으로 합병법인의 가치를 산출하였으나, 전자공시시스템에 공개된 외부평가기관의 평가의견서 (<http://dart.fss.or.kr/dsaf001/main.do?rcpNo=20140526000019&dcmNo=4224961> 에서 전문을 볼 수 있음)를 살펴보면, **‘합병법인이 피합병법인을 합병함에 있어서 합병비율의 기준이 되는 합병당사회사의 주당 평가액은 합병법인과 피합병법인이 각각 72,910원(액면가액 500원)과 113,429원(액면가액 500원)으로 추정되었으며, 합병당사회사가 협의한 합병비율 1 : 1.5557456 은 적절한 것으로 판단된다**라고 명시되어 있다. 주당 평가액에 합병법인 및 피합병법인의 발행주식의 종류 및 수를 고려하여 계산하면 이희우 대표의 분석에서 처럼다음은 시가총액 9,887억원 인정되었고, 카카오는 3.1조원 평가된 것이다.

## [합병당사회사의 개요]

구 분		합병법인	피합병법인
법인명		주식회사 다음커뮤니케이션	주식회사 카카오
합병 후 존속여부		존속	소멸
대표이사		최세훈	이제법, 이석우
주 소	본사	제주특별자치도 제주시 첨단로 242	경기도 성남시 분당구 판교역로 235 메이치스퀘어 N동 6층
	연락처	02-1577-3321	031-737-7460
설립연월일		1995년 2월 16일	2006년 11월 29일
납입자본금 (주1)		6,830,114,500원	13,821,940,000원
자산총액 (주2)		601,547,609,637원	218,293,226,724원
결산기		12월 31일	12월 31일
종업원수 (주2)		1,554명	516명
발행주식의 종류 및 수 (주3)		보통주 13,560,229주(액면 500원)	보통주 21,173,880주(액면 500원), 우선주 6,470,000주(액면 500원)

Source :외부평가기관의 평가의견서, 전자공시시스템

이희우 대표의 분석처럼 사실상 카카오가 다음 보다 3 배 높은 가치로 합병되는 것이고, 이는 노골적으로 이야기하면, 카카오의 실질적 대주주인 김범수 의장이 다음 인수를 통해 네이버와 대등하게 경쟁하겠다는 이야기로 해석할 수 있다.

사실, 다음의 최대주주인 이재웅 대표는 표면적으로 다음의 미래전략에는 그다지 관심이 없어 보이고, 그렇다고 모바일에서 다음의 차세대 먹거리를 찾을 만한 노력도 하지 않고 있다. 노골적으로 이야기하면, 이번 합병을 통해 이재웅 대표는 보다 높은 가치로 'Exit'할 수 있는 호기를 마련하였고, 김범수 의장은 모바일 경쟁력을 온라인으로까지 확대하여 여러 가지 본인이 구상하고 있는 전략을 새롭게 시도할 수 있는 발판을 마련한 셈이다.

이번 합병이 김범수 의장이 새로운 온라인-모바일을 아우르는 거대 합병법인의 주인공으로, 코스닥 상장사의 대장주로 우뚝 나서는 기폭제라는 점에서 이는 네이버와의 양강 구도 및 경쟁이라는 인과관계로 자연스럽게 이어진다.

합병배경과 시너지를 놓고 이런 저런 이야기가 언론지상을 통해 보도되고 있으나, 결론적으로 이번 합병은 김범수라는 도전적 '창업가' 개인이 'Next Round'로 퀀텀 점프를 하기 위한 '�肉之策'으로 보이며, 이는 카카오가 일단 국내 시장에서 네이버와 대등하게 경쟁하기 위해서는 다음 이외의 대안은 없다고 해도 과언이 아니기 때문이다.

많은 언론과 전문가가 글로벌 시장에서의 시너지는 거의 없다는 공통적인 의견을 내놓고 있는데, 일단 국내 시장에서 네이버와 대등하게 경쟁하기 위해서라도 온라인 포탈을 카카오가 품 안에 가지고 있어야 할 이유는 충분해 보인다. 즉, 양사의 합병배경은

김범수라는 개인의 입장에서 생각해보면 지극히 당연한 결론이라는 점이다. 거창한 합병배경과 시너지를 논하기 전에, 모바일 경쟁력만 보유하고 있는 창업가 입장에서 보면, 네이버라는 거대공룡과 제대로 한판 붙기 위해서라도 포탈이 필요할 수 밖에 없다는 것이다.

마지막으로 게임 계의 지각변동과 관련해서는 합병법인의 독이자 약이라고 할 수 있을 것이다. 삼성전자의 매출액 중 상당부분이 모바일 사업부문에 너무 의존적이기 때문에 위험하다는 평가와, 반대로 모바일 사업부문의 경쟁력이 삼성전자의 다른 유관 사업부문(메모리 반도체-시스템 LSI-디스플레이 등)의 경쟁력으로도 이어진다는 긍정론이 상존하고 있는 것과 유사하다.

카카오의 전체 매출액 중 60~70%가 게임하기 하나에 집중되어 있는 현실은 게임 사업부문에 너무 의존적이지 않느냐는 위험론과 오히려 게임 사업부문의 경쟁력으로 가입자가 늘어나고 있고, 글로벌 진출에도 게임만한 소재가 없으며, 이로 인해 늘어난 가입자에게 다양하고 새로운 서비스의 기회를 만들 수 있지 않느냐의 긍정론이 모두 상존하고 있는 것이다.

### [Commentary: 플랫폼 경쟁관점에서는 '호재']

다음-카카오의 합병발표는 사실 뒤집어 놓고 보면, 카카오 김범수 의장 개인의 새로운 도전이자, 국내에서 네이버 편향적인 온라인-모바일 포탈 서비스의 형국을 좀 더ダイナミック하게 변화시킬 시장의 호재이기도 하다.

플랫폼 전략에서 사용자 네트워크가 특정 플랫폼에 싱글호밍(Single-Homing)<sup>1</sup>되느냐, 아니면 멀티호밍(Multi-Homing)<sup>2</sup>되느냐의 이슈가 매우 중요한데, 국내 포탈 시장은 온라인, 모바일 모두 공히 네이버(라인)로 싱글호밍 되는 현상이 심화되어 왔다. 이런 상황에서 다음-카카오의 등장은 이 시장이 다시 멀티호밍 되는 방향으로 전환되는 기폭제가 될 것으로 보인다.

플랫폼으로 모여드는 다양한 이용자 그룹이 하나의 플랫폼에 종속되지 않고, 2~3개의 플랫폼을 이용하면서 최적의 플랫폼을 찾아나갈 수 있는 상황에서 보다 고객지향적인 서비스가 나오기 마련이며, 이런 측면에서 다음-카카오의 국내에서의 선전, 그리고 글로벌 시장으로의 적극적인 진입을 기대한다.

<sup>1</sup>싱글호밍(Single-homing): 사용자 네트워크에서 하나의 플랫폼밖에 이용할 수 없는 상황(특정 플랫폼 사업자가 독점적인 지위를 누림)

<sup>2</sup> 멀티호밍(Multi-Homing) : 사용자 네트워크에서 하나보다 많은 플랫폼을 이용할 수 있는 상황(플랫폼 사업자간의 경쟁이 치열함)

# “From Analysis To Zeroing business risk”

ROA Consulting (로아컨설팅)은 Smart Device 기반의 기술전략, TRM/PRM 전략 수립, 서비스 및 비즈니스 모델 개발과 실행 전략을 전문으로 하는 컨설팅 기관입니다

로아컨설팅은 2010년 이후 Platform과 Business Model이라는 ICT시장의 핵심 키워드를 중심으로 새로운 연구 및 조사활동을 시작해 왔으며, 국내 굴지의 IT 대기업을 대상으로 다양한 Platform Business Model 관련 전략컨설팅 및 신규사업모델 기획 업무를 진행해 왔습니다. 최근에는 Platform Business Model이 가장 많이 출현하는 Start Up 기업들을 대상으로 사업모델 검증/분석, 실제 비즈니스 디벨롭먼트, 초기 투자 참여 등 외연을 확장하고 있으며, 자체 개발한 비즈니스 모델 게임 방법론, 혁신적 아이디어 창발기법인 아그리디어스(Agrideas) 툴킷을 개발하여 500여 개 이상의 스타트업 워크샵을 진행해 왔습니다.

로아컨설팅은 이와 더불어 2013년 1월 넥스트박스(Next Box)라는 교육센터를 강남뽕뽕사거리에 오픈하고, 2014년 3월, 자회사인 로아 인벤션랩을 설립하여, Garage Box(차고)라는 브랜드로 본격적인 스타트업 액셀러레이션(입주 - 인큐베이션 - 초기 투자 연계) 비즈니스를 추진하고 있습니다.

From Analysis To zeroing Business Risk!. Smart Device가 새로운 유통채널 및 Media로 등장하는 지금, ROA Consulting은 고객 여러분의 Smart Device 출현에 따른 새로운 BM의 발굴과 혁신, 창조와 변화 프로세스를 가장 잘 이해하고 정립할 수 있는 컨설팅 기관입니다.

## ROA Consulting Consultants who are contributing this strategy report

David Kim, CEO, Head Consultant

Imagine Hahn, Head Director

Kevin Ahn, Partner

Ji Hyung Han, Chief Consultant

Haneui Lim, Chief Consultant

So Yeon Kim, Chief Consultant

Kyung Hyun Lee, Chief Consultant

Mi Young Park, Consultant

Juhee Kim, Research Analyst

Jee-Soo Kim, Research Analyst

For a complete list of ROA Consulting's strategy report, go to [www.roaconsulting.co.kr](http://www.roaconsulting.co.kr)

