

카카오의 로엔엔터테인먼트 인수 사례*

이 민 교**

박 진 우***

본 연구에서는 국내의 대표적 모바일 서비스 기업인 카카오가 음악 플랫폼 ‘멜론’으로 유명한 로엔엔터테인먼트를 1.9조원에 인수한 사례를 인수금액의 적정성, 인수금융 및 리파이낸싱, 인수 전·후 기업성과 및 추가흐름 등 재무적 관점의 이슈들을 중심으로 분석하고 있다. 분석 결과는 다음과 같이 요약된다.

모바일 음악 콘텐츠의 경쟁력을 확보하는 것이 필요했던 카카오는 2016년 1월 11일 로엔엔터테인먼트를 총 1조 8,743억원에 인수하기로 발표했다. 하지만 1.9조원에 달하는 인수금액의 고평가 논란과 함께 카카오가 대규모 인수 자금을 원활하게 조달할 수 있을지에 대한 시장의 우려가 컸다. 카카오가 인수한 로엔은 2013년 SK플래닛이 지배 구조 문제를 이유로 해외 사모펀드인 어피너티에 지분 52.6%를 2,659억원에 매각한 기업이었다. 이후 불과 2년 반 만에 주가가 5배 이상 상승한 상태에 약 23%의 경영권 프리미엄을 더해서 어피너티가 보유한 지분 61.4%와 SK플래닛이 동반매도권을 행사한 지분 15%를 합친 76.4%를 1조 8,743억원에 인수하기로 한 것이다. 카카오는 1.9조원에 달하는 인수자금을 조달하기 위해 어피너티와 SK플래닛을 상대로 제3자 배정 유상증자를 통해 7,544억원을 카카오 주식으로 지급했고, 나머지는 만기 6개월, 2.37% 금리의 브릿지론으로 조달한 8,000억원과 카카오가 보유한 현금으로 지급했다. 그리고 카카오는 8,000억원의 브릿지론을 다섯 차례에 걸친 회사채, 전환사채, 교환사채의 발행 및 판매를 통해 증장기 회사채로 전환하며 성공적인 리파이낸싱을 해냈다. 결과적으로 시장의 우려에도 불구하고 카카오의 로엔 인수에 따른 자금조달은 무리없이 성공적으로 마무리되었다.

로엔은 카카오에 인수된 이후 괄목할 만한 기업성적을 보여준다. 멜론의 가입자 수가 증가하며 로엔의 매출액이 상승세를 이어가고, 영업이익도 2017년 1,000억원을 돌파하며 의미있는 성과를 거두었다. 하지만 로엔의 주가는 인수가격에 크게 못 미치는 추가흐름을 보이고, 로엔을 인수한 카카오의 주가도 고가 인수 논란과 1.9조원의 인수자금 조달 문제 등에 대한 시장의 우려로 인수 후 거의 1년간 하락을 거듭한다. 이 후 카카오의 주가는 하락 이전 수준까지 회복하는 모습을 보이지만, 적어도 로엔 인수가 직접적으로 카카오의 주가에 긍정적인 영향을 주었다는 증거를 발견하기는 어렵다. 그리고 카카오와 멜론의 서비스 간 직접적인 시너지 효과가 부족하다는 지적이 이어지자, 2018년 3월 로엔의 사명을 카카오M으로 변경한데 이어 5월에는 카카오가 카카오M을 흡수합병하기로 발표한다. 이러한 합병의 효과가 어떻게 나타나고, 향후 계속될 카카오의 국내외 기업인수가 어떻게 진행될지 귀추가 주목된다.

주제어: 인수합병(M&A), 카카오, 로엔, 인수자금조달, 리파이낸싱

1. 서론

2016년 1월 11일 국내의 대표적 모바일 서비스

기업인 카카오는 음악 플랫폼 ‘멜론’으로 유명한 로엔엔터테인먼트(이하 ‘로엔’)를 인수하기로 발표하며 업계와 시장을 놀라게 했다. 카카오가 그동안 성장 전략으로 다음커뮤니케이션과의 합병을 비롯해¹⁾ 인

논문접수일: 2019. 01. 30. 1차 수정본 접수일: 2019. 03. 14. 게재확정일: 2019. 04. 29.

* 이 논문은 2019년도 한국외국어대학교 교내학술연구비 지원을 받았습니다.

** 한국외국어대학교 경영학과 대학원생(lmg9126@gmail.com), 제1저자

*** 한국외국어대학교 경영학과 교수(jwp@hufs.ac.kr), 교신저자

1) 카카오와 다음의 합병과정과 합병가액 결정방식에 대해서는 이민교, 박진우(2018)를 참조하기 바란다.

수합병(M&A)을 주로 이용해 온 것은 이미 잘 알려져 있지만,²⁾ 그 중에서도 카카오의 로엔 인수가 특히 주목받은 것은 카카오가 2010년 카카오톡의 성공으로 이름을 알린지 불과 6년 만에 약 1조 9천억원에 달하는 M&A ‘빅딜’을 진행한다는 것이었다. 1조 8,743억원이라는 인수금액은 국내 인터넷 업계의 M&A에서는 사상 최대의 인수금액이다. 기존의 기록이 2004년 다음커뮤니케이션이 라이코스를 인수할 때의 금액인 약 1,000억원이었다는 점을 감안한다면 파격적인 인수금액이 아닐 수 없었다.

기업이 인수합병(M&A)을 하는 동기는 여러 가지 존재하나, 그 중에서도 가장 중요한 고려사항은 시너지 효과(synergy effect)라고 할 수 있다.³⁾ 카카오는 ‘모든 것을 연결한다(connect everything)’는 비전 아래 카카오톡을 강력한 모바일 플랫폼으로 성장시키기 위해 노력을 기울여왔다. 이를 위해 게임, 결제, O2O(Online to Offline) 등 다양한 분야의 서비스 추가를 통해 플랫폼화를 진행하였으나, 모바일에서 높은 비중을 차지하는 음악 콘텐츠의 경쟁력에서는 아쉬움이 컸다. 모바일 콘텐츠 시장에서 음악은 동영상과 더불어 빈도나 사용시간 면에서 가장 높은 점유율을 보이지만, 이를 겨냥해 카카오가 이전에 벅스와 제휴해 내놓은 카카오뮤직은 시장에서 별다른 성과를 내지 못했다. 이러한 점에서 국내 메신저 점유율 1위인 카카오톡과 국내 음악 서비스 1위인 멜론의 결합은 큰 시너지를 낼 수 있을 것이라 기대되었다.

하지만 당시 로엔은 매출이 3년간 2배 가량 증가했지만, 특별한 신규 성장 동력없이 같은 기간동안 주

가가 6배 이상 증가해 이상급등이라는 평가를 받았다(뉴스1, 2016년 1월 18일자). 당연히 1조 8,743억원이라는 인수금액의 적정성 논란이 일었다. 게다가 유상증자 신주발행을 통해 지급되는 7,544억원을 제외하더라도 1조 1천억원이 넘는 현금이 지급되어야 하는 상황에서 카카오의 2015년 매출은 9,322억원, 현금유보액은 불과 3천억원에 지나지 않아, 시장에서는 시너지와 같은 인수효과에 대한 긍정적인 기대보다는 과도한 인수금액으로 카카오가 M&A에서 ‘승자의 저주(winner’s curse)’에 빠지는 것이 아닌가 하는 우려가 더 컸다.⁴⁾ 그러나 카카오는 8,000억원의 브릿지론을 통해 인수를 마무리 짓고 이에 대한 리파이낸싱을 성공적으로 해내면서 이러한 시장의 우려를 불식시켰고, 이 후 멜론은 카카오의 핵심 사업 중 하나로 자리매김하게 되었다.

이에 본 연구에서는 카카오의 로엔 인수 사례를 기업인수에서 가장 중요한 이슈라고 할 수 있는 인수금액 산정과 인수자금 조달을 중심으로 살펴보고자 한다. 기업인수에 관한 사례연구는 해외 뿐 아니라 국내에서도 활발하게 이루어지고 있으나, 대부분 경영전략적 측면에서 분석이 이루어지고 있다(정승화, 2004; 신형덕, 2007; 권영철, 이위범, 2011; 신용식, 전상경, 2013; 최영준, 권기찬, 2015 등). 인수금액을 지나치게 높게 산정하거나 무리해서 인수자금을 조달하여 ‘승자의 저주’에 빠져 심각한 재무적 곤경을 겪는 인수기업이 적지 않다는 점에서 기업인수를 재무적 관점에서 분석하는 사례연구가 필요하다.

이에 따라 본 연구에서 카카오의 로엔 인수와 관련

2) 카카오는 다음과의 합병 이후 버스 도착 안내 앱인 ‘서울버스’를 시작으로 키즈노트, 케이큐브벤처스, 셀잇 등을 인수했고, 2015년 5월에는 내비게이션 어플리케이션 ‘김기사’로 알려진 록앤올을 626억원에 인수했다. 또한 인도네시아 3대 SNS인 ‘Path’도 자산인수의 형식으로 263억원에 사들였다.

3) 기업의 인수합병(M&A) 동기에 대해서는 선우석호(2017)를 참조하기 바란다.

4) ‘승자의 저주’란 경쟁에서는 이겼지만 승리를 위하여 과도한 비용을 치름으로써 오히려 위협에 빠지게 되거나 커다란 후유증을 겪는 상황을 뜻하는 말이다. 주로 M&A 또는 법원 경매 등의 공개입찰 때 치열한 경쟁에서 승리하였지만 이를 위하여 지나치게 많은 비용을 지불함으로써 위협에 빠지는 상황을 의미한다. 국내에서 널리 회자되는 승자의 저주 사례로는 2006년 금호그룹의 대우건설 인수와 2007년 웅진그룹의 극동건설 인수 등을 들 수 있다.

해서 구체적으로 논의될 내용은 다음과 같이 요약된다. 첫째, 로엔이 창업 이후 걸어온 길을 간단히 돌아보고, 인수의 개요 및 카카오가 로엔을 합병해야 했던 필요성을 살펴본다. 둘째, 인수 과정에서 이슈가 되었던 외국계 사모펀드 Affinity Equity Partners의 막대한 차익실현과 당시 카카오와 불편한 관계에 있던 SK플래닛이 동반매도권을 행사하며 카카오의 주주가 된 배경, 그리고 가장 큰 논란이었던 인수금액의 적정성에 대해 살펴보게 될 것이다. 셋째, 가장 중요한 이슈로서 인수자금의 조달과 리파이낸싱에 대해 분석하게 되는데, 우선 총 금액 1조 8,743억원의 조달방식과 이 중 가장 큰 비중을 차지하는 브릿지론에 대해 살펴보고, 다음은 8천억원에 달하는 브릿지론을 저리로 리파이낸싱(refinancing)한 과정을 분석하게 될 것이다. 끝으로, 인수 이후 경영성과 및 주가변동을 분석하고, 인수 이후 합병 과정과 시너지 효과를 내기 위한 노력 등을 살펴보게 될 것이다.

II. 카카오의 로엔 인수

2.1 로엔엔터테인먼트 개요

로엔엔터테인먼트는 국내 최대 인터넷 음악 플랫폼인 멜론(Melon)을 운영하는 기업으로 잘 알려져 있으며, 음원 및 음반의 유통, 음악 관련 콘텐츠 투자·제작, 아이유와 같은 아티스트들의 매니지먼트 사업도 하고 있다. 2016년 카카오에 인수된 이후 2018년 3월에는 사명이 '카카오M'으로 변경되어 9월 1일 모회사인 카카오에 흡수합병되었다.

로엔의 전신은 1978년 설립된 시사영여사의 자회사로 어학용 테이프를 만드는 '서울음반'이었다. 1982년 법인 전환 이후 성장을 이어나가며 1999년에는 벤처기업으로 등록되었고 다음해인 2000년에는 코스

닥 시장에 상장되었다. 국내 최대 음반사로 거듭났던 서울음반이 '멜론'으로 대표되는 지금의 모습을 갖추게 된 것은 2005년 SK텔레콤에 인수되면서부터이다. SK텔레콤은 당시 종합엔터테인먼트사인 IHQ 지분 인수 및 엔터테인먼트 펀드를 설립하며 종합미디어 그룹으로의 도약을 노렸다. 당시 SK텔레콤은 음악 포털인 '멜론'을 서비스하며 안정적인 음원 공급을 위해 서울음반의 대주주인 YBM으로부터 구주 43.44%를 인수하고 제3자 배정 방식으로 발행된 신주를 인수하여 총 60%의 지분을 292억원에 확보하였다.

2008년에는 서울음반에서 로엔엔터테인먼트로 사명이 변경되었고, 2009년에는 현재 로엔의 핵심 콘텐츠라 할 수 있는 멜론을 SK텔레콤으로부터 넘겨받게 된다. 이후 멜론은 국내 최대의 음악 플랫폼으로 거듭났고 로엔은 SK텔레콤의 자회사로서 승승장구했다. 2011년에 SK텔레콤이 통신사업을 제외한 모든 플랫폼 서비스 사업을 물적분할하여 SK플래닛이란 자회사를 만들면서 로엔은 SK플래닛의 자회사로 편입되어 SK텔레콤의 손자회사가 되었다. 하지만 이로 인해 지주회사인 SK(주)의 증손회사가 된 로엔은 2013년 매각당하는 처지에 이르게 되었다. 왜냐하면 SK그룹이 공정거래법상 지주회사 체제를 유지하기 위해서는 증손회사에 해당하는 로엔의 지분을 100% 확보하거나 아니면 지분을 매각하여 계열회사에서 제외시켜야 했다. 상장회사인 로엔의 지분을 100% 확보하기 위해서는 SK플래닛이 보유하고 있지 않은 나머지 지분을 시장에서 공개매수를 통해 매입하여 상장폐지시켜야 하는데, 이를 위한 절차가 복잡할 뿐 아니라 적지 않은 자금이 필요하게 된다. 아니면 SK텔레콤으로 로엔 지분을 넘기거나 SK플래닛과 로엔을 합병하는 방법도 있었지만, 여러 가지 상황을 고민한 끝에 로엔을 매각하기로 결정한 것이다.

그때 로엔 인수에 나선 곳이 해외 사모펀드(private equity fund; PEF)인 Affinity Equity Partners

(이하 '어피너티')가 인수목적으로 설립한 특수목적법인(special purpose company: SPC)인 'Star Investment Holdings Ltd.'였다.⁵⁾ 어피너티는 로엔 지분 52.56%를 주당 2만원인 2,659억에 매입하였다. SK플래닛은 당시 로엔 매각 이유를 SK플래닛의 글로벌 성장을 도모하기 위해 선택과 집중에 따른 전략적 판단이라고 밝혔다(비즈니스위치, 2016년 1월 12일자). 하지만 기존 사업에서의 협력관계를 유지하고 경영에 참여한다는 의미로 15%의 지분을 남기는 조건을 두었고, 어피너티 역시 SK플래닛과 협력을 지속하기 위해 최선의 노력을 다한다는 조건을 받아들였다. 또한 SK플래닛은 매각조건으로 KT나 LG유플러스 등 동종업계에 매각하지 못하도록 하는 금지조항을 요구한 것으로 알려져 있다. 그리고 사모펀드인 어피너티의 특성상 추후 필연적으로 발생하는 기업 재매각에 대비해 로엔 매각 시 SK측에 먼저 인수의향을 묻는 우선매수권이 포함되었고, 어피너티가 로엔을 매각할 경우 SK플래닛의 잔여지분에 대해 함께 매각을 요구할 수 있는 동반매도권도 두었다.⁶⁾

어피너티에 인수된 2013년 이후 로엔은 공격적인 경영전략을 폈다. 그 해 12월에는 당시 걸그룹 '씨스타'가 속해 있던 스타쉽엔터테인먼트를 인수하고 이후 2년간 킹콩엔터테인먼트, 에이큐브엔터테인먼트 등 중소기획사를 인수하였다. 또한 음악적 스펙트럼 확장 및 산하 레이블 간 시너지 효과를 위한 '문화인'의 설립과 사업구조 변경을 통한 자회사 페이브엔터테인먼트와 크래커엔터테인먼트 신설 등 콘텐츠 생산자로서의 지위 강화를 노려 왔다. 모든 사모펀드의 기업인수가 그렇듯이 어피너티도 이렇게 기

업가치를 높인 다음에 궁극적으로는 로엔을 매각하는 것이 목적이었다.⁷⁾ 실제로 어피너티가 카카오에 로엔을 재매각하기까지 걸린 시간은 약 2년 6개월에 불과하다.

어피너티는 카카오에 로엔을 매도하기에 앞서 우선매수권이 있는 SK플래닛에 먼저 인수요사를 타진했으나, SK플래닛이 재인수를 거부하면서 카카오의 로엔 인수가 성사될 수 있었다. SK로서는 11번가 등 SK플래닛의 기존 이커머스 사업에 주력할 필요가 있었고, 무엇보다 로엔의 주가가 매각 당시보다 5배 이상 오른 상태이고 인수프리미엄까지 포함하면 총 인수금액이 1조 5천억원에 달한다는 점에서 금전적으로도 부담이 컸다. 특히, 로엔을 2년 반 만에 매도한 가격의 7배 이상에 재매입할 경우 경영의사결정의 실패에 대해 기업 내·외부에서 쏟아질 비난을 피할 수 없다는 점도 SK그룹이 로엔을 완전히 포기하게 만든 중요한 요인이었던 것으로 보인다.

2.2 카카오의 로엔 인수 개요

2016년 1월 11일 막강한 음악 콘텐츠를 통해 모바일 플랫폼 강화를 노린 카카오의 로엔엔터테인먼트 인수가 공식 발표되었다. 카카오는 로엔의 지분 76.4%를 총 1조 8,743억원에 인수할 것으로 알려지며, 당시 국내 IT 업계의 인수 사상 최대 규모를 기록하였다. 76.4%의 인수 지분은 사모펀드인 어피너티가 보유한 61.4%와 동반매도권을 보유한 SK플래닛의 지분 15%이다. 인수대금은 총 1조 8,743억원 중에서 7,544억원은 어피너티와 SK플래닛을 대상으로 하는 제3자 배정 유상증자를 통해 카카오

5) 대부분 사모펀드가 기업을 인수할 때는 직접 인수하기보다는 사모펀드가 출자한 서류상 회사(paper company), 즉 SPC를 설립하여 이 SPC가 인수 주체가 되도록 하는 방법을 사용한다.

6) 우선매수권(right of first refusal)이란 인수한 기업을 재매각할 경우 원래의 매각자가 그 지분을 동일한 조건으로 우선 매입할 수 있는 권리로서, 우선매수권을 가진 자가 그 지분의 매입을 먼저 거절해야 외부에 지분을 팔 수 있다는 의미로 우선거절권이라고도 한다. 한편, 동반매도권에 관해서는 뒤에서 상세하게 설명한다.

7) 2013년 어피너티가 로엔을 인수할 당시 15,000원 정도였던 주가가 인수 후에는 급등하여 2015년 말에는 8만원 대에 이르게 되었다.

주식으로 지급하고 나머지는 현금으로 지급하는 방식이다. 유상증자는 총 6,913,339주의 카카오 신주를 발행하여 어피너티와 SK플래닛이 각각 5,555,972주와 1,357,367주를 얻는 형태로 발행가액은 109,121원이며 1년간 전량 보호예수 조건으로 2016년 4월 1일에 상장되었다.⁸⁾ 그리고 1조원이 넘는 나머지만 인수대금에 대해서는 브릿지론(bridge loan)으로 조달한 8,000억원과 카카오의 기존 보유 현금으로 지급되었다.⁹⁾ 카카오의 로엔엔터테인먼트 인수에 대한 개요는 <표 1>을 통해 간략히 정리되어 있다.

2.3 카카오의 로엔 인수 필요성

카카오에서 밝힌 로엔 인수의 목적은 ‘모바일 콘텐츠 플랫폼 성장 동력 확보 및 경쟁력 강화’였다. 당시 카카오의 임지훈 대표는 “카카오톡만 있으면 원하는 것을 뭐든지 다 할 수 있게 하겠다”고 말하며, 카카오는 ‘모든 것을 연결한다(connect everything)’

는 비전 아래 카카오톡을 ‘만능 플랫폼’으로 성장시키겠다는 청사진을 그리며 이를 추진해 왔다. 이미 게임, 결제, O2O 등 다양한 분야의 서비스 추가를 통해 플랫폼화를 추진해 온 카카오는 특히 모바일에서 음악이란 콘텐츠가 가진 경쟁력에 주목했다. 모바일 콘텐츠 시장에서 음악은 동영상과 더불어 빈도나 사용시간 면에서 가장 높은 점유율을 보이지만, 이를 겨냥해 카카오가 이전에 ‘벅스’와 제휴해 내놓은 ‘카카오뮤직’이 시장에서 별다른 성과를 내지 못한 실정이었다.

따라서 국내 메신저 점유율 1위인 카카오톡과 국내 음악 서비스 1위인 멜론의 결합은 큰 시너지를 낼 수 있다는 점에서 긍정적으로 평가받았다. 가장 단기적이고 확실한 시너지는 국내 1위 서비스끼리의 연동이라는 점에서 멜론 유료가입자가 큰 폭으로 성장할 것이라는 전망이었다. 또한 카카오 이용자가 기존의 멜론 음원 서비스를 이용할 수 있다는 점에서 카카오 및 관련 서비스 가입자의 충성도가 제고

<표 1> 카카오의 로엔엔터테인먼트 인수 개요

이사회 결의일	2016년 1월 11일
양수일자	2016년 3월 16일
양수주식 수	19,322,346
양수금액	1,874,267,562,000원
양수 후 지분비율	76.40%
양수목적	모바일 콘텐츠 플랫폼 성장 동력 확보 및 경쟁력 강화
거래상대방	Star Investment Holdings Ltd. 및 SK플래닛
거래대금지급	1) 지급형태: 현금 및 유상증자를 통한 신주 발행 지급 2) 지급시기: 2016년 3월 16일 3) 자금조달방법 : 보유현금, 유상증자(제3자 배정), 인수금융, 투자유치 등
외부평가기관	한영회계법인

8) 이러한 제3자 배정 유상증자를 통해 어피너티와 SK플래닛은 카카오의 지분을 각각 8.30%와 2.02%를 확보하게 된다. 그리고 최대 주주인 김범수 의장과 우호세력의 지분은 33.7%가 되어 경영권 유지에는 지장이 없고, 텐센트는 8.37%를 보유하며 여전히 2대주주로 남게 된다.

9) 브릿지론이란 인수합병이나 부동산 개발사업 등을 위해 급히 필요한 자금을 일단 단기로 차입하여 조달한 다음에 시간을 갖고 리파이낸싱(refinancing)을 통해 중장기 차입으로 전환하는 자금조달 방식을 말한다. 카카오의 경우 인수자금으로 사용했던 6개월 만기 브릿지론을 인수 직후 리파이낸싱을 통해 어떻게 정리했는지에 관해서는 뒤에서 상세하게 설명한다.

될 것으로 기대되었다.

음악 콘텐츠의 확산에 있어서도 카카오톡이라는 매개를 통해 효과적인 확산이 가능해진다는 점도 장점으로 꼽혔다. 플랫폼의 지위를 이용해 콘텐츠를 유통시키면서 여러 가지 부가 서비스를 장악할 수 있다는 점에서 카카오는 로엔 인수를 통해 콘텐츠 플랫폼으로서의 영향력을 강화하고 다양한 활용방향을 모색할 수 있게 되었다. 멜론의 결제수단으로 카카오페이를 추가한다든지, 카카오페이지에서도 음원 판매를 가능하게 하거나, 카카오TV로 연예인들, 특히 로엔 소속 아티스트들의 콘텐츠를 독점적으로 제공할 수도 있다는 장점 등이 거론되었다.

인수 이후 로엔의 박성훈 대표는 한 언론과의 인터뷰에서 카카오와 콘텐츠의 결합에 대한 시너지의 중요성을 언급했다. 콘텐츠와 SNS 플랫폼과의 결합을 통해 SNS를 사용하며 누적되는 빅데이터가 대중의 취향 변화와 같은 문화 트렌드의 흐름을 읽어내고, 이를 얼마나 빠르게 파악해서 신규 사업으로 전환시킬 수 있는지가 성공을 가능하다고 주장했다. 로엔의 미래에 대해서도 음악회사를 넘어 종합 콘텐츠를 제공하는 기업으로 성장시키겠다는 비전을 밝혔는데, 이는 2018년 3월 변경된 새로운 사명에서도 찾아볼 수 있다. 새로운 사명인 '카카오M'은 Music(음악), Melon(멜론), Media(영상)를 모두 포함하는 것으로 종합 콘텐츠 미디어 브랜드로 확장해 나가겠다는 뜻을 담고 있다.

물론 로엔 인수에는 재무적인 목적도 있었다. 카카오는 광고와 게임부문에 대한 높은 매출의존도를 낮춰야 하는 숙제를 로엔 인수를 통해 해결하고자 했다. 카카오는 각종 O2O 사업으로 영역을 넓혀갔지만 바로 수익과 연결되는 신규 사업이 드물었고, 주로 게임 분야나 광고 분야의 수입에만 지나치게 의존하는 구조였다. 예를 들면, 인수 전년도인 2015년 3분기 기준으로 매출 2,295억원 가운데 광고가 1,429억원, 게임이 513억원으로 광고와 게임 매출

의 비중이 거의 대부분을 차지하고 있었다. 따라서 안정적인 새로운 수입원에 대한 필요성이 컸고, 로엔은 매년 600억원 이상 꾸준하게 이익이 발생하는 기업이었다. 그렇기에 카카오가 여러 사업을 런칭하고 자리 잡는 동안 꾸준한 수익을 올리며 재무적 안정성을 확보하는 데 로엔의 인수가 큰 도움이 될 수 있다고 판단했다.

그리고 카카오의 숙원 사업인 글로벌화에 대한 열망도 로엔 인수 동기 중 하나가 되었다. 네이버의 '라인'이 일본 및 동남아시아 시장을 통해 해외 사용자를 확보하고 'V live'를 통해 한류 아이돌의 라이브 개인방송 콘텐츠를 제공하는 동안, 카카오도 글로벌화에 대한 의지를 지속적으로 보여 왔지만 실질적인 성과는 없었다. 로엔은 이전부터 글로벌 시장에 진출하기 위한 교두보를 마련하고 그에 따른 콘텐츠의 강화를 위해서 2013년 9월 아티스트 매니지먼트 및 제작 사업부문에서 레이블 체제로 전환했고, 2014년 6월부터는 아티스트와 이용자 간을 연결하는 플랫폼으로의 진화를 통해 발전을 도모해 왔다. 따라서 카카오로서는 라인, 위챗, 페이스북 등 이미 글로벌 시장에 성공적으로 안착해 있는 다른 SNS 서비스에 비해 상대적으로 글로벌 시장에서 경쟁력이 약한 카카오톡의 한계를 극복하기 위해 로엔의 K-POP 음원 및 한류 동영상 등을 활용하여 향후 글로벌 플랫폼으로의 도약을 모색하는 전략을 세웠다고 볼 수 있다.

III. 카카오의 로엔 인수 관련 이슈

3.1 사모펀드 '어피너티'의 차익 실현

카카오의 로엔 인수에서 최대 수혜자는 사모펀드인 어피너티라고 할 수 있다. 어피너티는 2013년 7월

SK플래닛으로부터 주당 2만원에 로엔 주식 13,294,369주를 총 2,659억원에 매입한데 이어 그해 11월에는 리얼네트웍스로부터 주당 1만 4,000원에 2,234,221주를 취득했다. 이에 따라 어피너티가 로엔의 지분 61.4%를 확보하는데 소요된 금액은 총 2,972억원이었지만, 유상증자 받은 카카오 지분가치를 포함해서 불과 2년 반 만에 약 1조 5,000억원에 매도함으로써 시세차익만 약 1조 2,000억원을 실현했다.

한편, 카카오의 지분 8.3%를 받은 어피너티는 카카오와의 주주간 계약을 통해 몇 가지 유리한 조건을 얻어낸 것으로 알려졌다. 어피너티는 카카오 사외이사 1명을 지명할 수 있게 되었는데 당시 카카오 이사회가 사내이사 2명과 사외이사 4명 등 총 6명으로 구성되어 있었다는 점에서 이사회에 어느 정도 영향력을 행사할 수 있게 된 것이다. 또한 김범수의 장이 제3자에게 지분을 매각해 카카오의 경영권이 변동하게 될 경우 어피너티가 보유한 8.3%의 지분도 같은 조건으로 매도하도록 요구할 수 있는 동반매도권을 보장받았다. 이에 따라 어피너티는 카카오의 경영에도 참여할 수 있으면서 경영권 변동에도 대비할 수 있는 유리한 조건을 얻게 된 것이다.

사모펀드인 어피너티는 오래 전부터 국내 기업 인수를 통해 엄청난 수익을 챙겨 왔다. 어피너티는 2004년 UBS캐피탈의 아시아퍼시픽팀이 분사되어 만들어진 사모펀드이다. 외환위기 직후인 1998년부터 당시는 UBS캐피탈이 만도위니아, 만도, 해태제과 등 파산상태인 기업을 인수하여 매각하는 방식으로, 그리고 어피너티로 분사한 이후에는 더페이스샵, 하이마트, 오비맥주 등의 지분을 인수한 후 매각하는 방식으로 국내에서만 거의 10조원에 달하는 차익을 남긴 것으로 알려져 있다.¹⁰⁾

3.2 SK플래닛의 동반매도권 행사

앞서 언급한 바와 같이 SK플래닛은 로엔을 어피너티에 매각하면서 15%의 지분은 남기는 대신에 동반매도권을 보장받았다. 동반매도권(tag-along right)이란 대주주가 제3자에게 지분을 팔려고 할 때 다른 주주들도 원하면 같은 조건으로 보유한 지분을 함께 매도할 수 있는 권리를 의미한다. 동반매도권은 주주간 계약서에 선택적으로 포함되는 주식 양도 제한 조항 중 하나로서 일부 대주주가 일방적으로 자신의 지분만을 외부에 넘기고 떠나면 남은 주주의 지분 가치가 하락하여 손해를 보는 것을 방지하기 위한 보호 장치로 이해할 수 있다.

이에 따라 SK플래닛은 어피너티가 로엔 지분을 카카오에 매각할 때 같은 조건으로 보유한 지분을 함께 매각할 수 있었지만, 처음에는 SK플래닛은 카카오에 지분을 매각하는 것에 대해 유보적이었다. 왜냐하면 카카오와 SK플래닛이 모바일 플랫폼 부문에서 서로 사업영역이 겹치면서 걸끄러운 상태에 있었기 때문이다. 당시 카카오와 SK플래닛의 불편한 관계를 보여주는 사건이 바로 SK플래닛이 카카오의 '카카오톡 선물하기' 서비스를 시장지배적 지위 남용 행위로 공정거래위원회에 제소했던 건이다. 또한 2015년 11월에는 카카오가 인수한 록앤올의 내비게이션 서비스 '김기사'가 SK플래닛이 서비스하는 T맵의 지적재산권을 침해했다며 SK플래닛이 록앤올을 상대로 T맵 전자지도 정보의 무단 사용 중단과 관련 정보 폐기 및 5억원의 피해보상금을 요구하는 민사소송을 서울중앙지방법원에 제기한 상태였다.

이와 같이 카카오와 불편한 관계를 이어오던 SK플래닛은 동반매도권 행사를 망설이다가 결국 15%의 로엔 지분을 카카오에 매각하며 카카오의 주주가 되는 것을 선택했다. 이에 따라 SK플래닛은 2,199

10) 어피너티는 2017년 한국경영학회 투자금융 부문 최우수 경영대상을 수상하였다.

역원의 현금과 카카오 신주 1,357,367주를 받아 카카오의 지분 2.02%를 얻었다. 이는 로엔의 경영권이 카카오에게 완전히 넘어가는 상황에서 15%의 로엔 지분이 더 이상 의미가 없다는 판단과 함께 카카오의 성장성을 고려하면 신주에 대한 보호예수기간 1년이 지나고 전량 매각을 통해 이익을 실현할 수 있을 것이라는 기대감이 반영된 판단으로 분석된다. 실제로 1년 뒤인 2017년 4월 SK플래닛은 보유한 카카오 지분 전량을 블록딜 방식으로 주당 83,600원에 매각하여 1,134억원을 수취했다. 하지만 1년 전 당시 가치인 1,481억원에는 미치지 못하면서 결국 SK플래닛은 로엔 지분 15%를 매각 당시 받은 현금을 포함하여 총 3,333억원에 매각한 결과가 되었다.

3.3 인수금액의 적정성 논란

기업인수에 있어서 최대 논란거리는 역시 인수금액이다. 이론적으로 인수금액은 피인수기업의 가치에 인수 후 시너지 효과를 합한 금액을 상한으로 하여 그 이내에서 결정되어야 한다. 하지만 기업의 미래 수익가치를 예상하는 것이 결코 쉽지 않고 인수 후 시너지 효과까지 예측하는 것은 더 더욱 힘든 일이다. 또한 미래가치를 힘들게 추정을 했다고 하더라도 경영환경이 급변하기 때문에 기업가치를 미래현금흐름의 현재가치로 추정하는 현금흐름할인(discounted cash flow: DCF)법은 불확실성이 매우 높은 작업일 수밖에 없다. 따라서 실무적으로 인수금액의 적정성을 논의할 때는 비슷한 업종의 다른 기업 또는 최근 기업인수에서 적용된 PER, PBR, EV/EBITDA 등과 비교하는 상대가치법이 자주 사용된다. 따라서 본 연구에서도 상대가치법에 따라 카카오의 로엔 인수금액의 적정성에 대해 분석해 보자 한다.

우선 카카오가 로엔 인수금액으로 결정한 1조 8,743 억원은 약 2년 반 전에 어퍼너티가 SK플래닛으로부터

로엔을 인수했을 때보다 5배 이상 비싼 것으로, 국내 인터넷 업계의 M&A에서는 사상 최대의 인수금액이다. 그동안 인터넷 업계에서 가장 큰 인수금액을 지불한 사례가 2004년 다음커뮤니케이션이 라이코스를 인수할 때 1,000억원 안팎의 인수 규모였고, SK커뮤니케이션즈를 3대 인터넷 기업으로 올려놓았던 2004년 싸이월드 인수에는 약 75억원이 들어갔으며, 2006년 NHN이 인수한 검색기술 벤처 '첫눈'의 인수 규모도 350억원 정도였다는 점을 감안한다면 파격적인 금액이 아닐 수 없다. 이에 인수금액의 적정성에 대한 논란이 인수 발표 당시부터 끊임없이 제기되었다.

당시 로엔은 3년간 매출이 2배 증가했지만 특별한 신규 성장 동력없이 같은 기간동안 주가가 6배 이상 증가해 시장에서 이상급등이라는 평가를 받고 있었다. 실제로 기업의 주가 적정성의 평가 기준이 되는 PER을 보면, 당시 3개월 평균 로엔의 PER는 39.27 배로서 경쟁사인 박스의 27.33배보다 높았고, 당시 SK텔레콤과 합병 직전까지 갔었던 CJ헬로비전의 PER이 12.85배였다는 점에서 로엔 주가에 대한 거품 논란이 끊이지 않았다(뉴스1, 2016년 1월 18일자). 이렇게 이미 높아진 로엔의 주가에 카카오는 약 23%를 경영권 프리미엄으로 더해 인수가격을 주당 97,000원에 책정하여 주당 인수가격이 로엔의 주당 순자산가치의 10배, 즉 PBR이 무려 10배에 달했다. 순자산의 10배라는 가격을 지불해야 할 때는 인수에 따른 시너지나 멜론 가입자의 급증과 같이 높은 사업 및 이익의 성장세가 예상되어야 하는데, 로엔의 순이익은 증가하고 있었지만 증가율은 둔화되는 추세에 있었다. 당시 삼성전자의 경우에도 PBR은 2배에 지나지 않았고, 한창 시장의 기대를 받던 셀트리온과 같은 바이오 벤처기업이 약 10배 정도의 PBR을 보여주고 있었다. 그리고 시장에서는 카카오 측에서 주장하는 인수에 따른 시너지 효과가 사업 제휴만으로도 충분히 그 만큼의 효과를 낼 수 있다고

평가하면서 1.9조원의 인수금액에 대해 회의적인 시각이 지배적이었다(비즈니스포스트, 2016년 1월 12일자).

하지만 카카오 측에서는 로엔의 주가에 23%만을 경영권 프리미엄으로 더해 책정된 인수금액은 매우 적절한 가격으로, 일반적으로 경영권 인수의 경우 30% 이상을 프리미엄으로 더하는 관례에 비해 합리적인 딜이라고 반박했다. 그리고 시너지에 있어서도 멜론은 국내 디지털 음원 시장에서 60%라는 높은 점유율을 보이고 있고, 아이유와 같은 소속가수들을 통한 음원 및 동영상 콘텐츠를 생산·제공할 수 있는 이점이 있으며, 이를 통한 다양한 형태의 사업 연계가 가능할 것으로 보고 있었다. 또한 로엔의 안정적인 실적이 카카오의 재무 안정성이 기여할 수 있다고 보았는데 로엔은 2014년 매출 3,233억원, 영업이익 585억원, 2015년에는 매출 3,576억원, 영업이익 634억원을 달성하며 꾸준한 성과를 올리

고 있었다.

한편, 약 23%인 인수프리미엄에 대해 인수가액의 적정성에 대한 평가를 맡은 한영회계법인은 외부평가기관 의견서에서 평균적인 경영권프리미엄에 해당된다며 적정의견을 제시하였다. 여기에 사용된 평가 기준은 시장기준 평가방식으로 증권시장에서 형성된 주가를 기초로 주식발행 기업의 시장가치를 평가하는 방법이다. 주가는 합병비율 산정 시에 이용되는 기준주가를 이용하였는데,¹¹⁾ 이에 대해서는 상장주식의 가치 평가에 있어서 주가의 평가 시점에 대한 규정이 특별히 존재하지 않기 때문에 가장 합리적이라 할 수 있는 기준을 이용하였다고 설명하고 있다. 평가기관의 의견서에서 경영권 프리미엄 평가에 사용된 양수도 거래 리스트는 <표 2>에 나타나 있다. 경영권 프리미엄의 측정에는 당시 최근 1년간 양수 지분율이 20% 이상이며 거래대금이 200억원 이상인 거래 중에서 정상적인 회사의 경영권 이전으로 볼 수

<표 2> 로엔의 경영권 프리미엄 평가에 이용된 거래

기준일	발행회사	양수도 주식 수 (주)	양수도 금액 (억원)	양수도 지분율 (%)	양수도 단가 (원)	기준 주가 (원)	경영권 프리미엄 (원)	경영권 프리미엄 (%)
2015.12.28	한일진공	15,582,910	350	48.78	2,246	2,281	-35	-1.53
2015.12.07	네오팜	2,079,140	721	27.87	34,690	36,245	-1,555	-4.29
2015/12.06	세우테크	3,300,000	209	33.00	6,333	3,851	2,482	64.46
2015.11.30	차디오스텍	4,273,322	235	22.64	5,500	3,883	1,617	41.64
2015.11.27	유비케어	17,714,411	797	43.97	4,500	4,309	191	4.43
2015.09.24	제닉	1,602,431	700	25.44	43,680	37,362	6,318	16.91
2015.07.08	필링크	1,940,393	227	27.34	11,699	11,714	-15	-0.13
2015.05.07	박스	4,734,640	875	35.00	18,481	15,992	2,489	15.56
2015.05.06	솔루에타	3,000,000	387	27.21	12,900	12,298	602	4.90
2015.05.04	동일제지	13,709,500	736	34.54	5,366	2,865	2,501	87.29
2015.02.17	동양생명	67,779,432	11,319	63.01	16,700	11,733	4,967	42.33
2015.02.11	알톤스포츠	4,750,000	508	41.10	10,700	10,707	7	-0.07

자료: 금융감독원 전자공시

11) 합병비율 산정 시 이용되는 기준주가법에 대한 상세한 내용은 김홍기(2011)을 참조하기 바란다.

〈표 3〉 로엔 경영권 프리미엄의 범위 및 주당 평가액 (단위: 원)

구분	주당 경영권프리미엄	주당 평가액
경영권 프리미엄 반영 전	-	78,917
최고 프리미엄율(87.29%) 반영 시	68,887	147,804
단순평균 프리미엄율(22.63%) 반영 시	17,859	96,776
최소 프리미엄율(-4.29%) 반영 시	(3,385)	75,532

자료: 금융감독원 전자공시

없는 거래를 제외한 경영권 이전이 동반된 주식 양수도 사례를 먼저 선정하고, 이 중에서 극단치를 제외한 나머지를 기준으로 최소치와 최고치를 적용하여 경영권 프리미엄의 범위를 산정하고 또한 평균 프리미엄율을 결정하였다고 밝히고 있다.

이에 따라 로엔의 기준주가는 2016년 1월 10일을 기산일로 한 최근 1개월간의 거래량 가중산술평균인 79,904원, 최근 1주일 평균 78,248원, 최근 일 종가인 78,600원을 산술 평균한 78,917원으로 산정되었다. 그리고 경영권 프리미엄은 상술한 조건에 해당되는 22건 양수도 거래 중에서 프리미엄 비율 상위 및 하위 25%를 극단치로 보고 제외한 나머지 12건의 양수도 거래를 기준으로 경영권 프리미엄을 계산하였다. 즉, 〈표 2〉에 정리되어 있는 12건의 사례 중 최소 프리미엄율은 -4.29%, 최고 프리미엄율은 87.29%로 나타났고, 단순평균 프리미엄율은 22.63%로 나타나고 있다. 이렇게 계산된 프리미엄율과 기준주가를 바탕으로 주당 평가액을 구한 결과가 〈표 3〉에 나타나 있다. 즉, 로엔의 기준가격으로 산정된 78,917원에 최고 프리미엄율인 87.29% 적용 시 147,804원, 최소 프리미엄율인 -4.29% 적용 시에는 75,532원이 되고, 그리고 평균 프리미엄율인 22.63%를 적용하면 96,776원으로 계산되는데, 이는 실제 주당 인수가격인 97,000원에 근접한 가격으로 카카오의 로엔 인수프리미엄이 평균적인 범위에 속한다는 근거로 제시하고 있다.

IV. 인수자금 조달 및 리파이낸싱

4.1 인수자금 조달

카카오가 로엔의 보통주 19,322,346주(지분율 76.4%)를 인수하기 위해서는 어피너티와 SK플래닛에 지급되는 7,544억원 규모의 카카오 주식을 제외하고도 현금으로 무려 1조 1,199억원을 인수대금으로 지급해야 했다. 당시 카카오의 현금 및 현금성 자산은 약 3,000억원, 단기금융상품은 약 2,660억원으로 대부분의 금액을 외부에서 조달해야 하는 상황이었다. 그렇다면 카카오는 1조 원이 넘는 나머지 인수금액을 어떻게 마련했을까? 〈표 4〉에서는 카카오가 인수자금을 어떻게 조달했는지를 정리해 보여 주고 있다.

카카오는 현금유보액 3천억원 가량을 제외한 나머지 8천억원을 로엔 인수의 금융주관사인 삼성증권과 한국투자증권에서 각각 4,000억원씩 만기 6개월, 연 2.37% 금리의 브릿지론으로 조달할 수 있었다. 2.37%라는 금리는 2015년 카카오가 발행한 2.41% 금리의 회사채와 비슷한 수준이다. 일반적으로 인수금융은 은행권이 강세를 보이는 영역이었지만 실제로 주선사로 선정된 것은 증권회사인 삼성증권과 한국투자증권이었다. 이는 당시 은행권과 증권사간에 카카오의 로엔 인수를 서로 다른 시각으로 바라보았기 때문이다. 은행권은 전통적으로 공장 등의 유형

〈표 4〉 카카오의 로엔 인수대금 조달 방식

내용	금액	비고
총 인수대금	1조 8,743억원	로엔 지분 76.4%
유상증자	7,544억원	어피너티, SK플래닛 대상 제3자 배정
브릿지론	8,000억원	만기 6개월, 금리 2.37%(삼성증권과 한국투자증권)
보유현금	3,199억원	-

자산을 기반으로 물건을 제조해 파는 업종이 주 고객이 되어왔다. 하지만 카카오는 제조를 기반으로 하지 않는 인터넷 기업으로서 인터넷 업종은 변화의 정도가 다른 업계에 비해 크다는 점에서 은행권은 향후 성장성과 인수 이후의 시너지 측면에서 카카오의 불확실성을 크게 보았다. 하지만 증권업계의 시각은 달랐다. 당시 증권업계는 IB(투자은행) 부문 경쟁력 강화를 목표로 블루오션인 인수금융 시장에서 경쟁력을 강화하는 데 힘썼다. 기존의 IB 주력사업인 기업공개(IPO)나 회사채 발행 등에 비해 비교적 높은 수수료 수익(인수금액의 1.0~1.5%)을 거둘 수 있기 때문이다. 이러한 분위기에서 증권회사들은 카카오의 로엔 인수를 도전해볼 만한 기회로 받아들인 것이다.

그 중에서도 삼성증권과 한국투자증권이 주선사로 선정된 것은 그동안 두 회사가 카카오와 인연이 있었다는 점도 작용했다. 삼성증권은 2014년 카카오가 다음과 합병하는 작업을 도운 바 있고, 2013년에는 카카오 우리사주조합 일부가 지분 유동화를 원하자 자사 고객들에게 특정금전신탁 방식으로 25만주의 주식을 전량 처분해 주기도 했다. 한국투자증권의 경우에는 2011년 다른 벤처캐피탈이 투자를 망설이던 카카오에 자회사인 한국투자파트너스를 통해 40억원을 투자해서 약 600억원 이상의 차익을 낸 바 있고, 카카오가 로엔 인수 당시 추진 중이었던 '카카오뱅크' 컨소시엄에 한국투자금융지주가 함께 참여하고 있었다. 이러한 인연을 바탕으로 은행을 제치고 두 증권회사가 인수금융에 참여할 수 있었다.

당시 두 증권회사 입장에서는 연 2.37%라는 금리가 사실상 노마진이고 자칫 역마진이 날 수도 있는 상황이었지만 카카오와의 이후 관계가 더 중요하다고 판단한 것이다.

그리고 카카오가 브릿지론을 적극적으로 활용할 수 있었던 것은 우수한 기업 신용등급도 큰 역할을 했다. 카카오는 인수발표 불과 두 달 전인 2015년 11월 회사채 시장에 처음 뛰어 들었는데 이때 3년물 1,500억원 어치 발행하려던 것을 수요예측에서 2,400억원으로 조사되자 2,000억원으로 증액 발행한 경험이 있었다. AA-라는 우수한 신용등급과 안정적인 재무구조 및 현금창출력이 인정받은 결과였다.

4.2 성공적인 리파이낸싱

카카오는 기존에 보유한 현금 3,199억원과 브릿지론을 통해 빌린 8,000억원으로 유상증자 이외의 인수대금을 지불하며 로엔 인수 거래를 마무리하는데 성공했지만, 남은 과제는 6개월 안에 8,000억원에 달하는 브릿지론 대출을 어떻게 상환하고 중장기 금융으로 대체, 즉 리파이낸싱(refinancing)하는가였다. 카카오는 당시 로엔 인수로 인해 자산규모가 5조 원을 넘기며 대기업 집단으로 지정된 상황이었다. 비록 공정거래위원회가 대기업 집단 기준 자산 규모를 10조 원 이상으로 완화되면서 3개월 만에 지정해제 되기는 했지만, 카카오가 리파이낸싱에 나선 2016년 3월과 4월은 신생 대기업 집단으로서 시험대에 올라있던 시기였다. 카카오 및 관계사의 사

업 대부분이 초기 단계에 머무르는 상태에서 대기업 집단에 적용되는 32개 법령 및 78개의 규제로 인해 주력사업부문인 O2O 사업이 각종 규제의 적용대상이 될 위기에 있었고, 주요 성장전략이었던 스타트업과의 M&A에도 어려움이 생길 수밖에 없었다. 카카오의 계열사로 편입되는 것만으로도 상호출자제한 규제가 적용되고 벤처캐피탈의 투자가 금지되며 IT 업종 진출이 제한되는 등 활동 제약이 커졌기 때문이었다. 또한 기업규모가 커진 만큼 더 많은 관심을 받게 되면서 카카오택시 등의 O2O 서비스가 소상공인 생존권을 침해한다는 비판에도 직면하게 되었다.

이러한 상황에서 8,000억원에 달하는 단기부채를 성공적으로 리파이낸싱하는 것은 카카오의 재무건정성을 확보하면서 동시에 미래에 대한 긍정적인 전망을 보여줄 수 있다는 점에서 중요했다. 카카오는 최대한 빠른 기간인 1~2개월 안에 낮은 금리의 증장기 회사채로 리파이낸싱하겠다는 계획을 세웠다. 실

제로 카카오는 8,000억원의 단기 차입금을 2016년 4월 말까지 다섯 차례에 걸친 회사채, 전환사채, 교환사채의 발행 및 판매를 통해 증장기 회사채로 전환하며 성공적인 리파이낸싱을 해냈다. <표 5>에서는 카카오의 브릿지론 8,000억원에 대한 구체적인 리파이낸싱 결과를 보여주고 있다.

이 중 가장 눈에 띄는 것은 발행규모 2,500억원의 전환사채(CB)와 발행규모 2,300억원의 교환사채(EB)이다.¹²⁾ 2,500억원 규모의 전환사채는 카카오 보통주를 전환대상으로 하고, 만기는 5년이지만 발행일로부터 3년이 지나면 조기상환 청구권(put option)을 행사할 수 있다. 전환가액은 주당 120,014원으로 책정되었는데, 이는 기준주가의 120%에 해당하는 금액이다.¹³⁾ 2,300억원 규모의 교환사채는 로엔의 보통주를 교환대상으로 하고, 만기는 5년이지만 발행일로부터 3년이 지나면 조기상환 청구권을 행사할 수 있다는 점에서 전환사채와 동일한 발행

<표 5> 카카오의 8,000억원 브릿지론 리파이낸싱

구분	발행시기	만기	발행금액 (억원)	이자율	발생이자 (억원)	비고
전환사채 (CB)	2016년 4월	5년	2,500	0%	0	전환가액 120,014원(20%할증) 3년 후 조기상환요구가능
교환사채 (EB)		5년	2,300	0%	0	교환가액 104,933원(25%할증) 3년 후 조기상환요구가능
공모 회사채		3년	1,800	1.97%	35.46	
		5년	700	2.29%	16.03	
사모 회사채	2016년 3월	3년	700	2.08%	14.56	
총합			8,000	가중평균 0.83%	66.05	

12) 전환사채와 교환사채는 회사채로 발행되지만 일정한 조건이 되면 채권자가 주식으로 전환 또는 교환할 수 있는 채권을 말한다. 다만 전환사채는 채권을 발행한 기업의 주식으로 전환할 수 있고, 교환사채는 발행한 기업이 보유한 다른 기업의 주식으로 교환할 수 있다는 점에서 서로 다르다.

13) 전환사채의 전환가액이 결정되는 방식은 자본시장법의 하위 규정인 '증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정'(일명 '증발공') 제 5-22조 1항 및 제 5-24조 1항을 참조하기 바란다.

조건을 갖고 있었다. 그리고 카카오가 설정한 로엔 보통주 교환가액은 주당 104,933원으로 발행 결정일에 로엔 주식의 증가인 82,000원보다 27.5% 높은 수준으로 결정되었다.

여기서 주목할 점은 카카오가 발행한 전환사채와 교환사채 모두 이자율이 0%로 투자자에게 이자가 지급되지 않는다는 점이다. 일반적으로 전환사채와 교환사채는 전환권 또는 교환권이 없는 일반사채에 비해 낮은 수익률을 갖는 것이 원칙이지만, 0%의 금리는 상당히 파격적인 수준이었다. 그럼에도 불구하고 이들 전환사채와 교환사채는 성공적으로 발행되었는데, 이는 투자자들이 카카오 또는 로엔의 미래에 대해 긍정적으로 보고 이들 주가가 상승하면 전환 또는 교환을 통해 높은 수익을 실현할 가능성이 높다고 평가했기 때문이었다.

나머지 3,200억원은 일반 회사채 발행을 통해 충당하였다. 2016년 3월에 발행된 사모회사채는 700억 규모로 3년 만기에 이자율 2.08%, 4월에 발행한 공모회사채는 총 2,500억원 규모로 이 중 1,800억원은 3년 만기에 이자율 1.97%, 나머지 700억원은 5년 만기에 이자율 2.29%로 발행되었다. 이들 회사채의 이자율이 모두 2% 안팎으로 연간 이자 부담은 약 66억원인데 이자의 세금감면 혜택까지 고려하면 현금흐름상 이자비용은 50억원 정도로 카카오가 부담없이 소화할 수 있는 수준이었다. 또한 카카오와 로엔 모두 각각 2,000억원 이상의 현금 및 현금성자산을 보유하고 있어 만일 3년 뒤 전환사채나 교환사채의 조기 상환 요구가 있더라도 큰 문제가 되지않는 상황이었다. 이처럼 카카오가 자체적으로 리파이낸싱에 성공하면서, 로엔 인수자금 마련을

위해 외부에서 재무적 투자자를 끌어들이 필요가 사라져 독자적인 경영체제를 계속 유지할 수 있었다는 점도 긍정적인 부분으로 평가되었다.

V. 인수 이후 성과 및 변화

5.1 인수 이후 기업성과 및 주가

로엔은 카카오에 인수된 이후 괄목한 만한 기업성과를 보여준다. 특히, 인수 이후 로엔의 멜론이 2위권 업체들과 거리를 벌리며, 2017년 5월 기준 멜론의 모바일 스트리밍 접속자가 549만명으로 2위인 지니뮤직의 170만명과는 큰 격차로 업계 1위를 지켰다. 그리고 2017년 한 해에만 기존 이용자의 약 10%에 해당하는 50만명 정도의 신규회원이 유입되었다.(아시아경제, 2017년 6월 8일자) <표 6>에서는 2011년부터 2017년까지의 로엔의 매출액과 영업이익을 제시하고 있는데, 로엔의 매출액은 완만한 상승세를 보이다가 어피너티에 매각된 이후인 2013년부터 급증하여 2013년 2,526억원에서 카카오에 인수되기 직전 해인 2015년에는 3,576억원을 기록하였다. 같은 기간 영업이익도 2013년 373억원에서 2015년 634억원을 기록하며 두 배 가까이 증가하였다. 그리고 카카오에 인수된 이후인 2016년에 로엔의 매출액이 4,500억원을 넘어선데 이어 2017년에는 5,803억원을 기록하며 가파른 상승세를 이어갔다. 영업이익도 2017년 처음으로 1,000억원을 돌파하며 의미있는 성과를 거두었다.

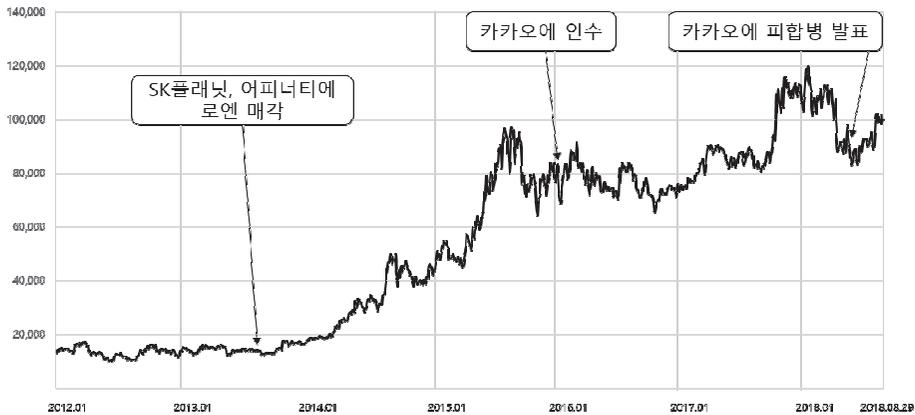
<표 6> 로엔의 매출액 및 영업이익 변화 (단위: 억원)

연도	2011년	2012년	2013년	2014년	2015년	2016년	2017년
매출액	1,672	1,850	2,526	3,233	3,576	4,506	5,803
영업이익	294	301	373	585	634	799	1,027

이러한 로엔의 기업성고가 주가흐름에 어떻게 반영되었는지 살펴보기 위해 2012년부터 카카오 인수 이후 피합병으로 거래가 정지된 2018년 8월 말까지의 주가 변화를 <그림 1>을 통해 그래프로 보여주고 있다. 2013년까지는 주당 2만원을 밑돌던 로엔의 주가가 어피너티가 인수한 이후 2014년부터 급등하여 불과 2년 만에 9만원대로 상승하였고, 카카오가 인수를 시도한 2015년 말에는 8만원 전후에서 움직였다. 결국, 카카오는 로엔을 기준주가 78,917원에 약 23%의 프리미엄을 더한 97,000원에 인수했으나, 로엔의 주가는 2017년 중반까지 7~8만원대에

서 횡보를 거듭하며 인수가격에 크게 못 미치는 주가흐름을 보인다. 그러다가 로엔의 실적이 가시화된 2017년 중반 이후 주가가 상승하며 한 때 12만원에 육박하기도 했으나, 2018년 1분기 이후에는 다시 하락한다. 그리고 2018년 3월 로엔의 사명을 카카오 M으로 변경한데 이어 5월에는 카카오에의 흡수합병이 결정되지만, 카카오M의 주가에는 별 다른 영향을 미치지 못한다.

한편, 로엔을 인수해서 보유하다가 흡수합병시킨 카카오의 2015년부터 2018년까지의 주가흐름은 <그림 2>에서 보여주고 있다. 로엔 인수 발표 직전 12만



<그림 1> 로엔(카카오M)의 주가 추이(2012년~카카오에 피합병 이전)



<그림 2> 카카오의 주가 추이(2015년 이후)

원 정도 이던 카카오의 주가는 발표 이후에 고가 인수 논란과 1.9조원의 인수자금 조달 문제 등에 대한 시장의 우려로 거의 1년간 하락을 거듭하면서 2016년 말에는 8만원 이하로 하락한다. 그러나 인수대금의 성공적인 리파이낸싱과 로엔의 경영성과가 가시화되면서 2017년 들어 본격적인 상승세를 타며 하락 이전 수준까지 회복하는 모습을 보였다. 하지만 이러한 카카오의 주가흐름을 로엔 인수에만 연관지어서 설명할 수는 없다. 카카오는 로엔 인수 후에도 카카오뱅크의 출범, 카카오게임즈의 상장 이슈, 가상화폐 거래소인 업비트 지분투자, 카카오택시의 유료화 등 수 많은 사업들의 성과가 카카오 주가에 영향을 미쳤기 때문이다. 다만, 2018년 5월 18일 카카오가 카카오M과의 시너지를 극대화하겠다는 포부와 함께 카카오M의 흡수합병을 발표했지만, 당일 카카오 주가가 전일 대비 2.58% 하락하면서 합병에 따른 시너지 효과에 대해 주식시장에서 별로 평가받지 못했음을 알 수 있다.

5.2 카카오의 카카오M 흡수합병

앞서 언급한 바와 같이 카카오는 2018년 5월 18일 이사회를 열고 카카오와 카카오M(구, 로엔)을 합병

하기로 결의했다. <표 7>에서 카카오와 카카오M의 합병의 개요와 일정을 간략히 제시하고 있다. 카카오가 제출한 회사합병 결정 공시자료에서 밝히고 있는 합병의 이유는 '플랫폼 경쟁력 강화 및 사업 전문성 제고'이다. 그리고 이에 대한 구체적인 방향으로 크게 세 가지를 제시하였다. 첫째는 카카오톡과 멜론의 강한 결합을 통해 사용자 확대와 차별화된 서비스로 음악시장의 주도권을 강화한다는 것이다. 둘째로 콘텐츠, 데이터, 플랫폼, 기술의 유기적인 결합을 통해 양사의 시너지를 강화하고, 세 번째는 합병 후 카카오M의 음악 및 영상 사업을 별도 법인으로 분사하여 콘텐츠 제작 경쟁력을 강화해 나간다는 계획이다.

이러한 계획에 따라 '이엔컴퍼니'란 일종의 가교 기업을 세워 멜론을 제외한 나머지 음악 및 영상 콘텐츠와 아티스트 레이블을 넘기고, 카카오M이 카카오에 흡수합병된 직후에 이엔컴퍼니는 소멸된 회사명인 카카오M으로 변경되었다. 결국 로엔 인수가 높은 인수금액에 비해 시너지 효과가 부족하다는 지적을 받아왔던 카카오 입장에서는 이러한 합병을 통해 멜론에 집중하여 사업의 전문성을 높이는 방향으로 시너지 효과를 보여주고자 한 것이다. 또한 카카오M이 보유한 현금을 합병을 통해 카카오가 투자에 활

<표 7> 카카오와 카카오M의 합병 개요 및 일정

합병방법	카카오가 카카오M을 흡수합병
합병 후 존속회사	카카오
합병 후 소멸회사	카카오M
합병비율	1(카카오) : 0.8023366(카카오M)
이사회 결의일	2018년 05월 17일
합병계약일	2018년 05월 18일
합병승인을 위한 주주총회일	2018년 07월 05일
합병기일	2018년 09월 01일
신주상장일	2018년 09월 18일
합병목적	플랫폼 경쟁력 강화 및 사업 전문성 제고

자료: 금융감독원 전자공시

용할 수 있게 된 점도 합병의 이유로 볼 수 있다.

카카오와 카카오M 주식 간 1 : 0.8023366이라는 합병비율은 자본시장법의 합병가액 산정방법에 따라 결정되었다. 즉, 카카오와 카카오M 모두 상장법인이었기 때문에 합병 기산일로부터 최근 1개월의 거래량 가중산술평균종가, 최근 1주일의 거래량 가중산술평균종가, 최근일의 종가를 산술평균한 가액을 기준주가로 하고, 여기에 할증 또는 할인없이 기준주가인 115,808원과 92,917원을 각각 카카오와 카카오M의 합병가액으로 하였다. 이에 따라 합병비율은 존속회사인 카카오 1 대 소멸회사인 카카오M 0.8023366으로 계산되어 카카오M 주식 1주가 카카오 주식 약 0.8주로 바뀌게 된 것이다.

한편, 합병 발표 이후 국민연금을 비롯한 일부 카카오M 소액주주들은 카카오 주주로의 전환이 주주 가치를 훼손할 우려가 있다며 반대 의사를 표했다. 소액주주들이 우려한 부분은 크게 수익성과 배당 측면으로, 먼저 수익성 측면에서 카카오의 자기자본이익률(ROE)은 2017년 2.9%를 기록한 반면에 카카오M은 21.7%를 나타내며 카카오에 비해 훨씬 높았다. 또한 배당에 있어서도 카카오M은 2016년에는 주당 1,004원을 배당했고 2017년에도 주당 574원을 배당하며 각각 40.5%, 21.4%의 배당성향을 보인 반면에 카카오는 2016년과 2017년 모두 주당 148원을 배당하면서 배당성향이 약 9%에 그쳤다. 그렇지만 카카오가 보유한 카카오M의 지분이 76.4%에 달했기 때문에 카카오M의 소액주주들이 주주총회에서 합병 결정이 통과되는 것을 막을 수는 없었다.

다만, 합병이 주주총회에서 통과된 이후에도 여전히 걸림돌이 된 것은 주식매수청구권이었다.¹⁴⁾ 카카오M의 주식매수청구권 총액 한도는 1,000억원으로,

주식매수청구권 행사가격인 92,911원을 기준으로 약 107만 6천여 주에 해당하며 당시 소액주주 보유 주식 수인 약 591만주의 18.2%에 달하는 규모이다. 하지만 합병발표 이후 카카오M의 주가가 한 때 8만 원대 초반까지 떨어지며 주식매수청구권 행사가격인 92,911원을 꾸준히 하회하면서, 주식매수청구권을 행사한 주식 수는 239만 6,622주로 집계되었고 전체 금액으로는 약 2,226억원에 달하며 1,000억원을 훨씬 넘게 되었다. 그럼에도 불구하고 카카오M은 이들 주식을 모두 매수하기로 결정하며 합병을 철회하지 않았다. 한편, 카카오의 입장에서는 합병으로 인한 발행 신주가 기존 발행주식 수의 10%를 넘지 않는 소규모 합병이었기 때문에 주주총회 승인이 필요 없고 주주들에게도 주식매수청구권이 부여되지 않았다. 다만, 상법 제527조의 3 규정에 따라 존속회사인 카카오 발행주식 총수의 20% 이상에 해당하는 주식을 소유한 주주가 소규모 합병에 반대하는 의사를 회사에 서면으로 통지할 경우 주주총회의 승인을 거쳐야 한다는 조건이 있었으나 실현되지는 않았다.

5.3 시너지 효과

카카오는 로엔을 인수한 이후에 카카오 서비스와 멜론을 결합해 시너지를 내려고 노력했고, 대표적으로 AI(인공지능) 스피커 분야에서 의미있는 성과를 얻을 수 있었다. 카카오가 출시한 AI 스피커 ‘카카오 미니’는 풍부한 음악 데이터베이스를 갖춘 멜론과의 연동을 장점으로 내걸고 있다(연합뉴스, 2017년 10월 25일자). 음악재생이 핵심 기능인 AI 스피커의 성패가 음악 콘텐츠 확보에 달려있다는 점에서 카카오 미니의 성공은 카카오와 멜론의 시너지의 성과를 가

14) 상법 제522조의 3에 의거해 합병에 관한 이사회 결의에 반대하는 주주가 주주총회 전에 회사에 대하여 서면으로 그 결의에 반대하는 의사를 통지하는 경우 주주총회의 결의일로부터 20일 이내에 회사에 대하여 자신이 소유하고 있는 주식의 매수를 청구할 수 있는 권리, 즉 주식매수청구권을 갖는다. 한편, 회사는 합병발표 시 주식매수청구권 행사에 응할 수 있는 총액 한도를 정해 놓고, 만일 이 총액을 넘는 주식매수청구권이 행사되면 합병을 철회할 수 있는 선택권을 갖는다.

시적으로 보여주는 결과물이라 할 수 있다. 하지만 이러한 성과에도 불구하고 당초 목표했던 서비스 간 직접적인 시너지 효과에 대해서 미흡하다는 지적이 많았다.

결국 카카오가 카카오M(구, 로엔)을 흡수합병한 것도 시너지 효과를 강화하려는 움직임이라 할 수 있다. 합병 이후 카카오는 카카오톡과 멜론을 유기적으로 결합하기 위해 카카오톡에서 멜론 플레이어를 전면 배치하게 된다. 이는 멜론 서비스를 독립적으로 실행시켜야 하고 카카오톡 대화방에서 음악을 공유하는 서비스 정도로 활용되었던 과거의 방식에서, 카카오톡에서 멜론 플레이어를 직접 이용할 수 있도록 변경한 것이다. 그리고 카카오는 합병 후 판교 본사로 옮겨온 멜론 부문 직원들의 자리를 카카오톡 부서 바로 옆으로 배치하며 물리적인 거리감도 줄이려고 노력한 것으로 알려져 있다.

특히, 카카오는 AI 분야에서 멜론을 적극적으로 활용하려고 시도하고 있다. 멜론을 통해 축적된 음원 콘텐츠 데이터는 현행 개인정보보호법에서는 개인정보의 없이 제3자에게 제공할 수 없도록 되어 있다. 이는 계열사 간에도 마찬가지로 적용되어 모회사인 카카오에서도 그동안 멜론의 데이터를 직접적으로 활용할 수 없었다. 하지만 합병을 통해 하나의 법인이 되면서 멜론을 통해 축적된 데이터를 더욱 효율적으로 활용할 수 있게 되었고, AI 서비스의 학습효과 역시 높일 수 있을 것으로 기대하고 있다. 카카오는 AI 스피커인 카카오미니 이후 시각엔진을 탑재한 AI 서비스를 준비 중이고, 건설사 및 가전 제조사와 함께 카카오의 사물인터넷(IoT) 플랫폼화도 진행 중이다(씨넷, 2018년 11월 8일자). 멜론이 단순히 음악 서비스를 넘어 카카오의 AI 사업부문에 도움을 주고 있는 것이다.

VI. 결론

본 연구에서는 국내의 대표적 모바일 서비스 기업인 카카오가 음악 플랫폼 멜론으로 유명한 로엔엔터테인먼트를 1.9조원에 인수한 사례를 인수금액의 적정성, 인수금융 및 리파이낸싱, 인수 전·후 기업성과 및 추가흐름 등 재무적 관점의 이슈들을 중심으로 분석하고 있다. 분석 결과는 다음과 같이 요약된다.

2016년 1월 11일 카카오가 로엔엔터테인먼트를 총 1조 8,743억원에 인수하기로 발표했다. 카카오는 '모든 것을 연결한다(connect everything)'는 비전에 따라, 카카오톡을 강력한 모바일 플랫폼으로 성장시키기 위해서는 모바일에서 높은 비중을 차지하는 음악 콘텐츠의 경쟁력을 확보하는 것이 필요했다. 이러한 점에서 국내 메신저 점유율 1위인 카카오톡과 국내 음악 서비스 1위인 멜론의 결합은 시너지 측면에서 긍정적인 기대를 낳았다. 하지만 1.9조에 달하는 인수금액의 고평가 논란과 함께 카카오가 대규모 인수자금을 원활하게 조달할 수 있을지에 대한 시장의 우려가 컸다.

카카오가 인수한 로엔은 2013년 SK플래닛이 지배구조 문제를 이유로 해외 사모펀드인 어피너티에 지분 52.6%를 2,659억원에 매각한 기업이었다. 이후 불과 2년 반 만에 주가가 5배 이상 상승한 상태에 약 23%의 경영권 프리미엄을 더해서 어피너티가 보유한 지분 61.4%와 SK플래닛이 동반매도권을 행사한 지분 15%를 합친 76.4%를 1조 8,743억원에 인수하기로 한 것이다. 이처럼 높은 로엔 인수금액에 대해 시장에서는 고평가 논란이 잇달았다. 한편, 인수프리미엄 적정성에 대한 평가를 맡은 한영회계법인은 의견서에서 합병비용 산정 시에 이용되는 기준주가법에 따라 로엔의 기준주가를 78,917원으로 평가하고, 경영권프리미엄율은 최근 1년간 국내에서 있었던 주식 양수도 사례에서 극단치를 제

외한 평균값으로 22.63%를 적용하여 96,776원으로 계산하며, 실제 주당 인수가격인 97,000원은 적정한 경영권프리미엄이 적용된 가격이란 의견을 제시하였다. 하지만 이러한 의견은 인수프리미엄의 적정성에 관한 내용일 뿐, 이미 급등한 주가에 카카오가 로엔을 인수했다는 점에서 여전히 인수가격의 고평가 논란에서 자유로울 수는 없었다.

이보다 더 중요한 이슈는 1.9조원에 달하는 인수자금 조달방식과 카카오의 조달능력이었다. 우선 카카오는 어퍼네티와 SK플래닛을 상대로 제3자 배정 유상증자를 통해 7,544억원을 카카오 주식으로 지급하기로 했다. 그리고 현금으로 지급해야 하는 1조 1,199억원 중에서 3,199억원은 카카오의 보유 현금으로, 나머지 8,000억원은 로엔 인수의 금융주관사인 삼성증권과 한국투자증권에서 각각 4,000억원씩 만기 6개월, 2.37% 금리의 브릿지론으로 조달했다. 문제는 임시방편인 브릿지론을 6개월 내에 어떻게 해결하느냐인데, 카카오는 다섯 차례에 걸친 회사채, 전환사채, 교환사채의 발행 및 판매를 통해 단기 차입금을 중장기 회사채로 전환하며 성공적인 리파이낸싱을 해냈다. 주목할 점은 전환사채와 교환사채 모두 이자율이 0%임에도 불구하고 성공적으로 판매되었는데, 이는 투자자들이 카카오 또는 로엔의 주가 상승에 따른 차익 실현 가능성이 높다고 평가했기 때문으로 볼 수 있다. 회사채 발행의 경우에도 이자율이 모두 2% 안팎으로 현금흐름상 연간 이자비용은 50억원 정도이고, 카카오와 로엔 모두 각각 2,000억원 이상의 현금을 보유해 3년 뒤 전환사채나 교환사채의 조기 상환 요구가 있더라도 충분히 응할 수 있는 재무적 여력이 있었다. 결과적으로 시장의 우려에도 불구하고 카카오의 로엔 인수에 따른 자금조달은 무리없이 성공적으로 마무리되었다.

로엔은 카카오에 인수된 이후 괄목한 만한 기업성장을 보여준다. 멜론의 가입자 수가 증가하며 2016년 로엔의 매출액이 4,500억원을 넘어선데 이어 2017

년에는 5,803억원을 기록하며 가파른 상승세를 이어갔다. 영업이익에서도 2017년 처음으로 1,000억원을 돌파하며 의미있는 성과를 거두었다. 하지만 로엔의 주가는 2017년 중반까지 7~8만원대에서 횡보를 거듭하며 인수가격에 크게 못 미치는 주가흐름을 보인다. 그러다가 로엔의 실적이 가시화된 2017년 중반 이후 주가가 한 때 상승하기도 했으나, 2018년 1분기 이후에는 다시 하락한다. 한편, 로엔을 인수한 카카오의 주가는 고가 인수 논란과 1.9조원의 인수자금 조달 문제 등에 대한 시장의 우려로 인수 후 거의 1년간 하락을 거듭한다. 그러나 인수대금의 성공적인 리파이낸싱과 로엔의 경영성과가 가시화되면서 2017년 들어 본격적인 상승세를 타며 하락 이전 수준까지 회복하는 모습을 보였다. 하지만 이러한 카카오의 주가흐름은 로엔 인수 외에도 여러 가지 다른 사업과 연관되어 있어 일률적으로 평가할 수는 없고, 적어도 로엔 인수가 카카오의 주가에 긍정적인 영향을 주었다는 증거를 발견하기는 어렵다.

2018년 3월 로엔의 사명을 카카오M으로 변경한 데 이어 5월에는 카카오가 카카오M을 1대 0.8023의 합병비율로 흡수합병하기로 발표한다. 일부 카카오M 주주의 반대에도 불구하고 합병안은 주주총회를 통과했고, 주식매수청구권도 한도를 넘어 행사되지만 그대로 합병이 진행되어 2018년 9월 1일 카카오M은 카카오에 흡수합병된다. 결국 로엔의 높은 인수금액에 비해 시너지 효과가 부족하다는 지적을 받아왔던 카카오 입장에서는 이러한 합병을 통해 멜론에 집중하며 사업의 전문성을 높이는 방향으로 시너지 효과를 보여주고자 한 것이다. 또한 카카오M이 보유한 현금을 합병을 통해 카카오가 투자에 활용할 수 있게 된 점도 합병의 이유로 볼 수 있다.

카카오는 로엔을 인수한 이후에 카카오의 서비스와 멜론을 결합해 시너지를 내려는 시도를 했었고, 대표적으로 AI 스피커 분야에서 의미있는 성과를 얻을 수 있었다. 하지만 이러한 성과에도 불구하고 당

초 목표했던 서비스 간 직접적인 시너지 효과에 대해서 미흡하다는 지적이 많았다. 결국 카카오가 카카오키오M을 흡수합병한 것도 카카오가 합병 이유에서 밝힌 바와 시너지 효과를 강화하려는 움직임이라 할 수 있다. 특히, 카카오는 AI 분야에서 멜론을 적극적으로 활용하려고 시도하고 있다. 멜론을 통해 축적된 데이터를 효율적으로 활용하고 AI 서비스의 학습효과를 높이며, 멜론이 단순히 음악 서비스를 넘어 카카오의 AI 사업부문에 도움을 주는 방향으로 변화를 꾀하고 있는 것이다.

카카오는 로엔 인수 외에도 스타트업부터 벤처기업, 기성 기업 등을 계속 인수해 왔다. 대표적인 글로벌 ICT 기업인 구글, 아마존, 페이스북 등이 적극적인 기업인수를 통해 성장해 왔듯이 카카오도 그동안 지속적인 인수합병을 통해 기업의 경쟁력을 확보해 왔다.¹⁵⁾ 특히, 2018년 1월에는 10억 달러 규모의 유상증자로 발행한 GDR이 성공적으로 매각되어 싱가포르 증권거래소(SGX)에 상장되면서 해외기업 인수에 필요한 자금을 확보했다.¹⁶⁾ 카카오는 4차 산업 혁명시대를 맞아 글로벌 경쟁력을 강화하기 위해 앞으로도 끊임없이 국내외 기업들을 인수할 것으로 전망되는데, 로엔 인수에서 얻은 경험과 교훈이 어떻게 활용될지 귀추가 주목된다.

REFERENCES

- Choi, Y. J., and Kwon, K. H.(2015), "Continuous Growth through Acquisition: A Case Study on LG H&H's Entry into Soft Drink Business," *Korea Business Review*, 19(1), 183-204. [printed in Korean]
- Jung, S. H.(2004), "Acquisition and Restructuring of Kia Motors by Hyundai Motors," *Korea Business Review*, 8(1), 133-151. [printed in Korean]
- Kim, H. J.(2016), "Global ICT Corporation's M&A Trends and Strategies," Digieco Report., *KT Economics & Management Research Institute*. [printed in Korean]
- Kim, H. K.(2011), "The Legal Issues Surrounding The Valuation of Shares and The Definition of 'Fair Value'," *Commercial Law Review*, 30(1), 159-205. [printed in Korean]
- Kwon, Y. C., and Lee, W. B.(2011), "On the Successful M&A of Toray Saehan: Focusing on the Negotiation before Acquisition and Post Merger Integration(PMI)," *Korea Business Review*, 14(3), 133-152. [printed in Korean]
- Lee, M. G., and Park, J. W.(2018), "Merger between Kakao and Daum : From a Financial Perspective.," *Korea Business Review*, 22(4), 49-78. [printed in Korean]
- Shin, H. D.(2007), "Samsung Electronics Co., Ltd` Decision on AST in 1997," *Korea Business Review*, 10(2), 93-105. [printed in Korean]
- Shin, Y. S., and Jun, S. G.(2013), "Hyundai HSN's Acquisition of HanSom," *Korea Business Review*, 17(4), 133-151. [printed in Korean]
- Sonu, S. H.(2017), "M&A: Mergers, Acquisitions and Restructuring," 5th Edition, Seoul, Yul-Gok Publishing Company. [printed in Korean]

15) 대표적인 글로벌 ICT 기업인 구글, 아마존, 페이스북의 M&A 실적과 전략에 관해서는 김현중(2016)을 참조하기 바란다.

16) 기업이 해외에서 주식을 발행하고자 할 경우, 법률, 제도, 언어 등의 차이로 인해 직접 상장보다는 발행한 원주를 외국의 예탁기관에 맡기고 대신 해외 현지에서 증권을 발행하여 유통시키는 주식대체증서를 DR(depository receipts)이라고 하고, 이를 세계 여러 곳의 거래소에서 거래할 경우 GDR(global depository receipts)이라고 부른다.

국내참고문헌

권영철, 이위범(2011), “도레이새한(주)의 성공적 M&A 사례: 인수 전 협상 및 인수 후 통합(PMI)을 중심으로,” *Korea Business Review*, 14(3), 133-152.

김흥기(2011), “현행 주가치평가의 법적 쟁점과 ‘공정한 가액’에 관한 연구,” *상사법연구*, 30(1), 159-205.

김현중(2016), “글로벌 ICT 기업의 M&A 트렌드와 전략: Google, Amazon, Facebook을 중심으로,” *디지 에코 보고서*, KT경제경영연구소.

선우석호(2017), *M&A: 기업 합병·매수와 구조재편*, 제 5판, 서울, 율곡출판사.

신용식, 전상경(2013), “현대홈쇼핑의 한섬 인수,” *Korea Business Review*, 17(4), 133-151.

신형덕(2007), “삼성전자의 AST 인수 사례,” *Korea Business Review*, 10(2), 93-105.

이민교, 박진우(2018), “카카오와 다음의 합병: 재무적 관점을 중심으로,” *Korea Business Review*, 22(4), 49-78.

정승화(2004), “현대자동차의 기아자동차 인수와 구조조정,” *Korea Business Review*, 8(1), 159-198.

최영준, 권기환(2015), “사업 인수를 통한 지속 성장 추구: LG생활건강의 한국 코카콜라보틀링 M&A를 통한 음료사업 진출,” *Korea Business Review*, 19(1), 183-204.

언론기사

서동규(2018), “카카오, 사물인터넷(IoT) 사업 본격 시동,” *씨넷*, 2018년 11월 8일자.

서정훈(2016), “카카오의 로엔엔터테인먼트 인수 고가 논란 벌어져,” *비즈니스포스트*, 2016년 1월 12일자.

신성우(2016), “SK, ‘멜론 세일’...그래도 5600억 ‘남는 장사,’” *비즈니스위치*, 2016년 1월 12일자.

주성호(2016), “매출 2배 늘었는데 주가 6배 ‘깡충’...로엔 주가 ‘미스터리,’” *뉴스1*, 2016년 1월 18일자.

한진주(2017), “음원 서비스 치열한 2위 다툼,” *아시아경제*, 2017년 6월 8일자.

홍지인(2017), “AI스피커 카카오미니 카톡·멜론과 찰떡궁합,” *연합뉴스*, 2017년 10월 25일자.

웹사이트

금융감독원 전자공시시스템 <https://dart.fss.or.kr>
 국가법령정보센터 <http://www.law.go.kr>

Kakao's Acquisition of Loen Entertainment

Min Gyo Lee* · Jinwoo Park**

Abstract

The purpose of this study is to analyze the case of Kakao's acquisition of Loen Entertainment (hereafter, Loen) from a financial perspective. Specifically, this study examines the appropriateness of the acquisition price, the acquisition financing, the debt refinancing, and the stock price movement of Kakao and Loen surrounding the acquisition. The results are summarized as follows.

Kakao announced the acquisition of 76.4% of Loen's shares for 1.87 trillion Won on January 11, 2016. The main motive for the acquisition was to create a synergy effect by combining Kakao's mobile platforms and music contents of Loen. However, the market suspected whether the acquisition price was overvalued because the Loen's stock price increased more than five times in two and half years since Affinity Equity Partners' acquisition of Loen from SK Planet in 2013. Moreover, Kakao paid additional 23% as an acquisition premium. In addition, the market threw doubt on the Kakao's ability to finance the acquisition fund. Kakao paid 754 billion Won by issuing new shares through a third-party allocation to Affinity Equity Partners and SK Planet. The remainder of the acquisition price was paid in cash including the bridge loan of 800 billion Won for 6 months at 2.37% interest as well as Kakao's cash holdings of about 300 billion Won. And then Kakao successfully refinanced the bridge loan of 800 billion Won by issuing the exchangeable bond and the convertible bond at a coupon rate of 0% as well as the corporate bond at a coupon rate of around 2%.

Loen showed good performance since the acquisition by Kakao. Sales of Loen increased steeply and Loen achieved an operating income of 100 billion Won for the first time in 2017. However, the stock price of Loen was considerably lower than the acquisition price per share until midyear of 2017. After that, the stock price of Loen rose temporarily reflecting its financial performance, but dropped again after the 1st quarter of 2018. Meanwhile, Kakao's

* Hankuk University of Foreign Studies, College of Business Administration, First Author

** Hankuk University of Foreign Studies, College of Business Administration, Corresponding Author

stock price dropped constantly through the year of 2016 due to the market's worries about the overvalued acquisition price and Kakao's financing ability. Later, reflecting for successful refinancing of the bridge loan and expectation for the synergy effect, the stock price of Kakao went up to its previous level before the acquisition. However, since Kakao's stock price is related to its diversified area of business, it is hard to tell how much the acquisition of Loen contributes to the stock price of Kakao. Even though Kakao tried to strengthen the synergy effect between Kakao and Loen, the results fell short of expectations. In an effort to maximize to the synergy effect, Kakao changed the company name of Loen to 'Kakao M' and then merged 'Kakao M' on September 1, 2018. There is much attention towards tangible outcomes of synergy effect after the merger.

Key Words: Merger and Aquisition(M&A), Kakao, Loen Entertainment, Acquisition Financing, Refinancing

〈Teaching Note〉

카카오의 로엔엔터테인먼트 인수 사례

Synopsis

본 연구에서는 국내의 대표적 모바일 서비스 기업인 카카오가 음악 플랫폼 멜론으로 유명한 로엔엔터테인먼트를 1.9조원에 인수한 사례를 인수금액의 적정성, 인수금융 및 리파이낸싱, 인수 전·후 기업성과 및 추가흐름 등 재무적 관점의 이슈들을 중심으로 분석하고 있다. 분석 결과는 다음과 같이 요약된다.

2016년 1월 11일 카카오가 로엔엔터테인먼트를 총 1조 8,743억원에 인수하기로 발표했다. 카카오는 ‘모든 것을 연결한다(connect everything)’는 비전에 따라, 모바일에서 높은 비중을 차지하는 음악 콘텐츠의 경쟁력을 확보하는 것이 필요했다. 하지만 1.9조원에 달하는 인수금액의 고평가 논란과 함께 카카오가 대규모 인수자금을 원활하게 조달할 수 있을지에 대한 시장의 우려가 커졌다. 카카오가 인수한 로엔은 2013년 SK플래닛이 지배구조 문제를 이유로 해외 사모펀드인 어피너티에 지분 52.6%를 2,659억원에 매각한 기업이었다. 이후 불과 2년 반 만에 주가가 5배 이상 상승한 상태에 약 23%의 경영권 프리미엄을 더해서 어피너티가 보유한 지분 61.4%와 SK플래닛이 동반매도권을 행사한 지분 15%를 합친 76.4%를 1조 8,743억원에 인수하기로 한 것이다. 이처럼 높은 로엔 인수금액에 대해 시장에서는 고평가 논란이 잇달았다. 카카오는 1.9조원에 달하는 인수자금을 조달하기 위해 어피너티와 SK플래닛을 상대로 제3자 배정 유상증자를 통해 7,544억

원을 카카오 주식으로 지급했고, 나머지는 만기 6개월, 2.37% 금리의 브릿지론으로 조달한 8,000억원과 카카오가 보유한 현금으로 지급했다. 그리고 카카오는 8,000억원의 브릿지론을 다섯 차례에 걸친 회사채, 전환사채, 교환사채의 발행 및 판매를 통해 중장기 회사채로 전환하며 성공적인 리파이낸싱을 해냈다. 이때 전환사채와 교환사채 모두 이자율이 0%임에도 불구하고 성공적으로 판매되었고, 회사채 발행의 경우에도 이자율이 모두 2% 안팎의 비교적 낮은 금리에 발행되어 이자비용이 카카오의 재무적 능력에 비해 큰 부담이 되지 않았다. 결과적으로 시장의 우려에도 불구하고 카카오의 로엔 인수에 따른 자금조달은 무리없이 성공적으로 마무리되었다.

로엔은 카카오에 인수된 이후 괄목만 한한 기업성장을 보여준다. 멜론의 가입자 수가 증가하며 로엔의 매출액이 가파른 상승세를 이어가고, 영업이익에서도 2017년 처음으로 1,000억원을 돌파하며 의미 있는 성과를 거두었다. 하지만 로엔의 주가는 2017년 중반까지 7~8만원대에서 횡보를 거듭하며 인수 가격에 크게 못 미치는 추가흐름을 보인다. 그러다가 로엔의 실적이 가시화된 2017년 중반 이후 주가가 한 때 상승하기도 했으나, 2018년 1분기 이후에는 다시 하락한다. 한편, 로엔을 인수한 카카오의 주가는 고가 인수 논란과 1.9조원의 인수자금 조달 문제 등에 대한 시장의 우려로 인수 후 거의 1년간 하락을 거듭한다. 그러나 인수대금의 성공적인 리파이낸싱과 로엔의 경영성장이 가시화되면서 2017년 들어 본격적인 상승세를 타며 하락 이전 수준까지 회

복하는 모습을 보였다. 하지만 이러한 카카오의 주가흐름은 로엔 인수 외에도 여러 가지 다른 사업과 연관되어 있어 일률적으로 평가할 수는 없고, 적어도 로엔 인수가 카카오의 주가에 긍정적인 영향을 주었다는 증거를 발견하기는 어렵다. 그리고 카카오와 멜론의 서비스 간 직접적인 시너지 효과가 부족하다는 지적이 이어지자, 2018년 3월 로엔의 사명을 카카오M으로 변경한데 이어 5월에는 카카오가 카카오M을 1대 0.8023의 합병비율로 흡수합병하기로 발표한다. 카카오는 4차 산업 혁명시대를 맞아 글로벌 경쟁력을 강화하기 위해 앞으로도 끊임없이 국내외 기업들을 인수할 것으로 전망되는데, 로엔 인수에서 얻은 경험과 교훈이 어떻게 활용될지 귀추가 주목된다.

Teaching Point

본 사례 연구는 국내의 대표적 모바일 서비스 기업인 카카오가 음악 플랫폼 멜론으로 유명한 로엔엔터테인먼트를 1.9조원에 인수한 사례를 다루고 있다. 기업인수에 대한 기존의 사례 연구가 주로 경영 전략적 측면에서 다루어지고 있는 반면에, 본 사례 연구는 재무적 측면에 초점을 맞추어 작성되었다. 따라서 학생들은 본 사례를 통해 기업인수 동기 뿐 아니라 인수금액의 적정성, 인수자금 조달방식, 인수 전·후 기업성과 및 주가흐름 등에 대해 이해할 수 있을 것으로 기대된다.

구체적으로 본 사례를 통해 학습할 수 있는 내용은 다음과 같이 정리될 수 있다.

- 1) 카카오가 로엔엔터테인먼트의 인수가 필요했던 이유에 대한 학습을 통해 기업인수 동기를 이해한다.
- 2) SK그룹에 속해 있던 로엔이 사모펀드인 어피

너티에 매각된 이유와 이후 다시 카카오에 인수되기까지의 과정에 대한 학습을 통해 M&A 시장에서 사모펀드의 역할을 이해한다.

- 3) 카카오의 로엔 인수금액인 1조 8,743억원을 어떻게 결정되고 이 금액이 적정했는지 여부에 대한 학습을 통해 기업인수금액이 결정되는 메커니즘을 이해한다.
- 4) 카카오가 로엔 인수금액인 1조 8,743억원을 어떤 방식으로 조달했는지에 관한 학습을 통해 기업의 인수자금 조달방식을 이해한다.
- 5) 카카오가 로엔 인수자금 중 브릿지론으로 조달한 8,000억원을 어떻게 중장기 채권으로 전환했는지에 관한 학습을 통해 회사채 및 전환사채, 교환사채 등에 대해 이해한다.
- 6) 카카오의 로엔 인수 전·후 나타난 로엔과 카카오의 주가흐름을 학습함으로써 기업인수와 주가흐름과의 관계를 이해한다.
- 7) 카카오가 로엔을 인수한 이후 시너지 효과를 높이기 위해 어떤 노력을 했는지에 대한 학습을 통해 기업인수의 시너지 효과를 이해한다.
- 8) 카카오가 카카오M(구, 로엔)을 흡수합병한 과정을 학습함으로써 기업인수 후 합병에 대해 이해한다.

사례 수업의 효과적인 진행을 위해서는 학생들이 수업 전에 사례를 미리 학습하도록 하되, 아래와 같은 Assignment Question을 미리 과제로 부여하여 각자 답안을 작성하도록 한다. 그리고 수업 중에는 학생들이 준비해 온 답안을 발표하고 토론하도록 유도한 후, 강의자가 모범답안을 제시하면서 부연설명을 하도록 한다.

Assignment Questions

1. 카카오가 로엔엔터테인먼트의 인수가 필요했던 이유를 서술하시오.
2. SK그룹에 속해 있던 로엔이 카카오에 인수되기까지의 과정을 기술하시오.
3. 카카오가 로엔 인수금액으로 지급한 1조 8,743억원이 적정했는지 여부에 대한 의견을 제시하시오.
4. 카카오가 로엔 인수금액인 1조 8,743억원을 어떤 방식으로 조달했는지 설명하시오.
5. 카카오가 로엔 인수자금 중 브릿지론으로 조달한 8,000억원을 어떻게 리파이낸싱하여 중장기 금융으로 전환했는지 설명하시오.
6. 카카오의 로엔 인수 전·후 로엔과 카카오의 주가 흐름은 각각 어떠한지, 그러한 주가흐름이 나타난 이유가 무엇인지 설명하시오.
7. 카카오가 로엔을 인수한 이후 시너지 효과를 내기 위해 어떤 노력을 했는지 설명하시오.
8. 카카오가 카카옴(구, 로엔)을 흡수합병한 과정을 설명하시오.

Analysis

1. 카카오가 로엔엔터테인먼트의 인수가 필요했던 이유를 서술하시오.

카카오에서 밝힌 로엔 인수의 목적은 '모바일 콘텐츠 플랫폼 성장 동력 확보 및 경쟁력 강화'였다. 카카오는 '모든 것을 연결한다(connect everything)'는 비전 하에 게임, 결제, O2O(Online to Offline) 등 다양한 분야의 서비스 추가를 통해 플랫폼화를 추진해 온 카카오는 특히 모바일에서 음악이란 콘텐츠가 가진 경쟁력에 주목했다. 따라서 국내 메신저 점유율 1위인 카카오톡과 국내 음악 서비스 1위인 멜론의 결합이 큰 시너지를 낼 수 있을 것으로 기대했다. 구체적인 인수 동기는 다음과 같이 정리될 수 있다.

첫째, 카카오톡을 통해 멜론 유료가입자가 큰 폭으로 성장할 것으로 예상했고, 카카오 이용자가 기존의 멜론 음원 서비스를 이용할 수 있다는 점에서 카카오 및 관련 서비스 가입자의 충성도가 제고될 것으로 기대했다. 둘째, 플랫폼의 지위를 이용해 콘텐츠를 유통시키면서 여러 가지 부가 서비스를 장악할 수 있다는 점에서 카카오는 로엔 인수를 통해 콘텐츠 플랫폼으로서의 영향력을 강화하고 다양한 활용방법을 모색하고자 했다. 셋째, 콘텐츠와 SNS 플랫폼과의 결합을 통해 누적되는 빅데이터를 분석하여 대중의 취향 변화와 같은 문화 트렌드의 흐름을 읽어내고, 이를 빠르게 파악해서 신규 사업으로 전환시키는데 활용하고자 했다. 넷째, 안정적인 수익이 발생하는 로엔을 인수하여 광고와 게임부문에 대한 지나치게 높은 매출의존도를 낮추고 재무적 안정성을 확보하고자 했다. 끝으로, 다른 SNS 서비스에 비해 상대적으로 글로벌 시장에서 경쟁력이 약한 카카오톡의 한계를 극복하기 위해 로엔의 K-POP 음원 및 한류 동영상 등을 활용하여 향후 글로벌 플랫폼으로의 도약을 모색하고자 했다.

2. SK그룹에 속해 있던 로엔이 카카오에 인수되기까지의 과정을 기술하시오.

음악 포털인 '멜론'을 서비스하던 SK텔레콤은 2005

년 안정적인 음원 공급을 위해 '서울음반'을 인수하고, 2008년에는 사명을 '로엔엔터테인먼트'로 변경하였다. 이후 멜론은 국내 최대의 음악 플랫폼으로 거듭났고 로엔은 SK텔레콤의 자회사로서 승승장구했다. 하지만 2011년에 SK텔레콤이 통신사업을 제외한 모든 플랫폼 서비스 사업을 물적분할하여 'SK플래닛'이란 자회사를 만들자 로엔은 SK플래닛의 자회사로 편입되어 SK텔레콤의 손자회사이면서 지주회사인 SK㈜의 증손회사가 되면서 로엔은 2013년 매각 당하는 처지에 이르게 되었다. 왜냐하면 SK그룹이 공정거래법상 지주회사 체제를 유지하기 위해서는 증손회사에 해당하는 로엔의 지분을 100% 확보하거나 아니면 지분을 매각하여 계열회사에서 제외시켜야 했다. 결국 여러 가지 상황을 고민한 끝에 로엔을 매각하기로 결정한 것이다.

그때 로엔 인수에 나선 곳이 해외 사모펀드인 '어피너티'로서 로엔 지분 52.56%를 주당 2만원인 2,659억에 매입하였다. 그리고 SK플래닛은 기존 사업에서의 협력관계를 유지하기 위해 15%의 지분을 남기면서 어피너티가 로엔을 제3자에게 재매각할 경우 SK측에 먼저 인수의향을 묻는 우선매수권과 SK플래닛의 잔여지분에 대해 함께 매각을 요구할 수 있는 동반매도권도 두었다. 어피너티는 로엔을 인수한 이후 중소기업사를 인수하고 신규 자회사를 설립하는 등 공격적인 경영전략을 폈다. 그러면서 로엔의 주가가 2년 반 동안 6배 이상 상승하자 어피너티는 로엔을 매각하기로 결정하고, 카카오가 로엔의 인수자가 된 것이다. 어피너티는 카카오에 로엔을 매도하기에 앞서 우선매수권이 있는 SK플래닛에 먼저 인수의사를 타진했으나, SK플래닛이 재인수를 거부하면서 카카오의 로엔 인수가 성사될 수 있었다.

3. 카카오가 로엔 인수금액으로 지급한 1조 8,743억원이 적정했는지 여부에 대한 의견을 제시하시오.

카카오가 로엔 인수금액으로 결정한 1조 8,743억원은 약 2년 반 전에 어피너티가 SK플래닛으로부터 로엔을 인수했을 때보다 5배 이상 비싼 것으로, 국내 인터넷 업계의 M&A에서는 사상 최대의 인수금액이다. 당시 로엔은 3년간 매출이 2배 증가했지만 특별한 신규 성장 동력없이 같은 기간 주가가 6배 이상 증가해 시장에서 이상급등이라는 평가를 받고 있었다. 실제로 기업의 주가 적정성의 평가 기준이 되는 PER을 보면, 당시 3개월 평균 로엔의 PER은 39.27배로서 경쟁사인 박스의 27.33배보다 높았고, 당시 SK텔레콤과 합병 직전까지 갔었던 CJ헬로비전의 PER이 12.85배였다는 점에서 로엔 주가에 대한 거품 논란이 끊이지 않았다. 이렇게 이미 높아진 로엔의 주가에 카카오는 약 23%를 경영권 프리미엄으로 더해 인수가격을 주당 97,000원에 책정하여 주당 인수가격이 로엔의 주당 순자산가치의 10배, 즉 PBR이 무려 10배에 달했다. 순자산의 10배라는 가격을 지불해야 할 때는 인수에 따른 시너지나 멜론 가입자의 급증과 같이 높은 사업 및 이익의 성장세가 예상되어야 하는데, 로엔의 순이익은 증가하고 있었지만 증가율은 둔화되는 추세에 있었다. 당시 삼성전자의 경우에도 PBR은 2배에 지나지 않았고, 한창 시장의 기대를 받던 셀트리온과 같은 바이오 벤처기업이 약 10배 정도의 PBR을 보여주고 있었다. 그리고 시장에서는 카카오 측에서 주장하는 인수에 따른 시너지 효과가 사업 제휴만으로도 충분히 그 만큼의 효과를 낼 수 있다고 평가하면서 1.9조원의 인수금액에 대해 회의적인 시각이 지배적이었다.

하지만 카카오 측에서는 로엔의 주가에 23%만을 경영권 프리미엄으로 더해 책정된 인수금액은 매우 적절한 가격으로, 일반적으로 경영권 인수의 경우 30% 이상을 프리미엄으로 더하는 관례에 비해 합리적인 딜이라고 반박했다. 그리고 시너지에 있어서도 멜론은 국내 디지털 음원 시장에서 60%라는 높은 점유율을 보이고 있고, 아이유와 같은 소속가수들을 통

한 음원 및 동영상 콘텐츠를 생산·제공할 수 있는 이점이 있으며, 이를 통한 다양한 형태의 사업 연계가 가능할 것으로 보고 있었다. 또한 로엔의 안정적인 실적이 카카오의 재무 안정성에 기여할 수 있다고 보았는데 로엔은 2014년 매출 3,233억원, 영업이익 585억원, 2015년에는 매출 3,576억원, 영업이익 634억원을 달성하며 꾸준한 성과를 올리고 있었다. 한편, 약 23%인 인수프리미엄에 대해 인수가액의 적정성에 대한 평가를 맡은 한영회계법인은 외부평가기관 의견서에서 평균적인 경영권프리미엄에 해당된다고 적정의견을 제시하였다.

4. 카카오는 로엔 인수금액인 1조 8,743억원을 어떤 방식으로 조달했는지 설명하십시오.

카카오는 어피너티가 보유한 61.4%와 동반매도권을 행사한 SK플래닛의 지분 15%를 합해서 로엔의 지분 76.4%를 인수하기 위해 1조 8,743억원이 필요했다. 이 가운데 7,544억원은 어피너티와 SK플래닛을 대상으로 하는 제3자 배정 유상증자를 통해 카카오 주식으로 지급하였다. 유상증자는 총 6,913,339주의 카카오 신주를 발행하여 어피너티와 SK플래닛이 각각 5,555,972주와 1,357,367주를 얻는 형태로 발행가액은 109,121원이며 1년간 전량 보호예수 조건으로 되어 있었다.

그리고 나머지 1조 1,199억원의 인수대금은 현금으로 지급해야 했다. 당시 카카오의 현금 및 현금성 자산은 약 3,000억원, 단기금융상품은 약 2,660억원으로 대부분의 금액을 외부에서 조달해야 하는 상황이었다. 카카오는 현금유보액 3천억원 가량을 제외한 나머지 8천억원을 로엔 인수의 금융주관사인 삼성증권과 한국투자증권에서 각각 4,000억원씩 만기 6개월, 연 2.37% 금리의 브릿지론으로 조달할 수 있었다. 2.37%라는 금리는 2015년 카카오가 발행한 2.41% 금리의 회사채와 비슷한 수준이다.

이처럼 카카오가 브릿지론을 낮은 금리로 활용할 수 있었던 것은 AA-라는 우수한 기업 신용등급과 안정적인 재무구조 및 현금창출력을 인정받은 결과였다. 하지만 단기 대출인 브릿지론을 6개월 이내에 중장기 금융으로 리파이낸싱해야 하는 과제가 여전히 남아 있었다.

5. 카카오가 로엔 인수자금 중 브릿지론으로 조달한 8,000억원을 어떻게 리파이낸싱하여 중장기 금융으로 전환했는지 설명하십시오.

8,000억원에 달하는 브릿지론을 성공적으로 리파이낸싱하는 것은 카카오의 재무건전성을 확보하면서 동시에 미래에 대한 긍정적인 전망을 보여줄 수 있다는 점에서 중요했다. 카카오는 8,000억원의 단기 차입금을 2016년 4월 말까지 다섯 차례에 걸쳐 회사채 3,200억원, 전환사채 2,500억원, 교환사채 2,300억원의 발행 및 판매를 통해 중장기 회사채로 전환하며 성공적인 리파이낸싱을 해냈다.

우선 2,500억원 규모의 전환사채는 카카오 보통주를 전환대상으로 하고, 만기는 5년이지만 발행일로부터 3년이 지나면 조기상환 청구권(put option)을 행사할 수 있는 조건이었다. 전환가액은 주당 120,014원으로 책정되었는데, 이는 기준주가의 120%에 해당하는 금액이다. 2,300억원 규모의 교환사채는 로엔의 보통주를 교환대상으로 하고, 만기는 5년이지만 발행일로부터 3년이 지나면 조기상환 청구권을 행사할 수 있다는 점에서 전환사채와 동일한 발행 조건을 갖고 있었다. 그리고 카카오가 설정한 로엔 보통주 교환가액은 주당 104,933원으로 발행 결정일에 로엔 주식의 증가인 82,000원보다 27.5% 높은 수준으로 결정되었다. 이때 전환사채와 교환사채 모두 0%의 이자율로 발행되었다. 일반적으로 전환사채와 교환사채는 전환권 또는 교환권이 없는 일반사채에 비해 낮은 수익률을 갖는 것이 원칙이지

만, 0%의 금리는 상당히 파격적인 수준이었다. 그럼에도 불구하고 이들 전환사채와 교환사채는 성공적으로 발행되었는데, 이는 투자자들이 카카오 또는 로엔의 미래에 대해 긍정적으로 보고 이들 주가가 상승하면 전환 또는 교환을 통해 높은 수익을 실현할 가능성이 높다고 평가했기 때문이었다.

나머지 3,200억원은 일반 회사채 발행을 통해 충당하였다. 이 가운데 사모회사채는 700억 규모로 3년 만기에 이자율 2.08%이었고, 공모회사채는 총 2,500억원 규모로 이 중 1,800억원은 3년 만기에 이자율 1.97%, 나머지 700억원은 5년 만기에 이자율 2.29%로 발행되었다. 이들 회사채의 이자율이 모두 2% 안팎으로 연간 이자 부담은 약 66억원인데 이자의 세금감면 혜택까지 고려하면 현금흐름상 이자비용은 50억원 정도로 카카오가 부담없이 소화할 수 있는 수준이었다. 또한 카카오와 로엔 모두 각각 2,000억원 이상의 현금 및 현금성자산을 보유하고 있어 만일 3년 뒤 전환사채나 교환사채의 조기 상환 요구가 있더라도 큰 문제가 되지 않는 상황이었다. 이처럼 카카오가 자체적으로 리파이낸싱에 성공하면서, 로엔 인수자금 마련을 위해 외부에서 재무적 투자자를 끌어들이는 필요가 사라져 독자적인 경영체제를 계속 유지할 수 있었다는 점도 긍정적인 부분으로 평가되었다.

6. 카카오의 로엔 인수 전·후 로엔과 카카오의 주가 흐름은 각각 어떠한지, 그러한 주가흐름이 나타난 이유가 무엇인지 설명하십시오.

먼저 로엔의 주가흐름을 보면, 2013년까지 주당 2만원을 밀돌던 로엔의 주가가 어피너티가 인수한 이후 2014년부터 급등하여 불과 2년 만에 9만원대로 상승하였고, 카카오가 인수를 시도한 2015년 말에는 8만원 전후에서 움직였다. 결국, 카카오는 로엔을 기준주가 78,917원에 약 23%의 프리미엄을

더한 97,000원에 인수했으나, 로엔의 주가는 2017년 중반까지 7~8만원대에서 횡보를 거듭하며 인수 가격에 크게 못 미치는 주가흐름을 보인다. 그러다가 로엔의 실적이 가시화된 2017년 중반 이후 주가가 상승하며 한 때 12만원에 육박하기도 했으나, 2018년 1분기 이후에는 다시 하락한다. 그리고 2018년 3월 로엔의 사명을 카카오M으로 변경한데 이어 5월에는 카카오에의 흡수합병이 결정되지만, 카카오M의 주가에는 별 다른 영향을 미치지 못한다.

한편, 로엔을 인수해서 보유하다가 흡수합병시킨 카카오의 주가흐름을 보면, 로엔 인수 발표 직전 12만원 정도 이던 카카오의 주가는 발표 이후에 고가 인수 논란과 1.9조원의 인수자금 조달 문제 등에 대한 시장의 우려로 거의 1년간 하락을 거듭하면서 2016년 말에는 8만원 이하로 하락한다. 그러나 인수대금의 성공적인 리파이낸싱과 로엔의 경영성과가 가시화되면서 2017년 들어 본격적인 상승세를 타며 하락 이전 수준까지 회복하는 모습을 보였다. 하지만 이러한 카카오의 주가흐름을 로엔 인수에만 연관지어 설명할 수는 없다. 카카오는 로엔 인수 후에도 카카오뱅크의 출범, 카카오게임즈의 상장 이슈, 가상화폐 거래소인 업비트 지분투자, 카카오택시의 유료화 등 수 많은 사업들의 성패가 카카오 주가에 영향을 미쳤기 때문이다. 다만, 2018년 5월 18일 카카오가 카카오M과의 시너지를 극대화하겠다는 포부와 함께 카카오M의 흡수합병을 발표했지만, 당일 카카오 주가가 전일 대비 2.58% 하락하면서 합병에 따른 시너지 효과에 대해 주식시장에서 별로 평가받지 못했음을 알 수 있다.

7. 카카오가 로엔을 인수한 이후 시너지 효과를 내기 위해 어떤 노력을 했는지 설명하십시오.

카카오는 로엔을 인수한 이후에 카카오 서비스와 멜론을 결합해 시너지를 내려고 노력했고, 대표적으

로 AI(인공지능) 스피커 분야에서 의미있는 성과를 얻을 수 있었다. 카카오가 출시한 AI 스피커 '카카오미니'는 풍부한 음악 데이터베이스를 갖춘 멜론과의 연동을 장점으로 내걸고 있다. 음악재생이 핵심 기능인 AI 스피커의 성패가 음악 콘텐츠 확보에 달려 있다는 점에서 카카오미니의 성공은 카카오와 멜론의 시너지의 성과를 가시적으로 보여주는 결과물이라 할 수 있다. 하지만 이러한 성과에도 불구하고 당초 목표했던 서비스 간 직접적인 시너지 효과에 대해서 미흡하다는 지적이 많았다.

결국 카카오가 카카오M(구, 로엔)을 흡수합병한 것도 시너지 효과를 강화하려는 움직임이라 할 수 있다. 합병 이후 카카오는 카카오톡과 멜론을 유기적으로 결합하기 위해 카카오톡에서 멜론 플레이어를 전면 배치하게 된다. 그리고 카카오는 합병 후 판교 본사로 옮겨온 멜론 부문 직원들의 자리를 카카오톡 부서 바로 옆으로 배치하며 물리적인 거리감도 줄이려고 노력한 것으로 알려져 있다. 특히, 카카오는 AI 분야에서 멜론을 적극적으로 활용하려고 시도하고 있다. 합병을 통해 하나의 법인이 되면서 멜론을 통해 축적된 데이터를 더욱 효율적으로 활용할 수 있게 되었고, AI 서비스의 학습효과 역시 높일 수 있을 것으로 기대하고 있다. 카카오는 AI 스피커인 카카오미니 이후 시각엔진을 탑재한 AI 서비스를 준비 중이고, 건설사 및 가전 제조사와 함께 카카오의 사물인터넷(IoT) 플랫폼화도 진행 중이다. 멜론이 단순히 음악 서비스를 넘어 카카오의 AI 사업부문에 도움을 주고 있는 것이다.

8. 카카오가 카카오M(구, 로엔)을 흡수합병한 과정을 설명하십시오.

카카오는 2018년 5월 18일 이사회를 열고 카카오와 카카오M(구, 로엔)을 흡수합병하기로 결의했다. 카카오와 카카오M 주식 간 1 : 0.8023366이

라는 합병비율은 자본시장법의 합병가액 산정방법에 따라 결정되었다. 하지만 합병 발표 이후 국민연금을 비롯한 일부 카카오M 소액주주들은 카카오 주주로의 전환이 주주가치를 훼손할 우려가 있다며 반대 의사를 표했다. 소액주주들은 카카오M이 카카오에 비해 수익성이 훨씬 높고 배당도 훨씬 많다는 점을 들어 합병에 반대한 것이다. 그렇지만 카카오가 보유한 카카오M의 지분이 76.4%에 달했기 때문에 카카오M의 소액주주들이 주주총회에서 합병 결정이 통과되는 것을 막을 수는 없었다.

다만, 합병이 주주총회에서 통과된 이후에도 여전히 걸림돌이 된 것은 주식매수청구권이었다. 합병 발표 이후 카카오M의 주가가 한 때 8만원대 초반까지 떨어지며 주식매수청구권 행사가격인 92,911원을 꾸준히 하회하면서, 주식매수청구권을 행사한 금액이 약 2,226억원에 달하며 한도로 정한 1,000억원을 훨씬 넘게 되었다. 그럼에도 불구하고 카카오는 이들 주식을 모두 매수하기로 결정하며 합병을 철회하지 않았다. 한편, 카카오의 입장에서는 합병으로 인한 발행 신주가 기존 발행주식 수의 10%를 넘지 않는 소규모 합병이었기 때문에 주주총회 승인이 필요 없고 주주들에게도 주식매수청구권이 부여되지 않았다. 결국 2018년 9월 1일을 합병기일로 하여 카카오M은 카카오에 흡수합병되었다.