

## [두산그룹]

## 밸류업 성공 조건, 멀리 있지 않다

김수현 지주회사 02-709-2650 seankim@ds-sec.co.kr

2024.09.12

## 두산 밥캣은 향후 주주가치 제고 청사진 제시 필요

두산그룹이 로보틱스 (454910)와 밥캣 (241560)의 포괄적 주식교환을 통한 합병을 철회했으나 여전히 밥캣 주주들의 우려가 높다. 합병을 철회했음에도 불구하고 밥캣 주가는 오히려 5% 이상 하락했으며 현재까지 밥캣의 주가는 -3.9% 수익률을 보이고 있다. 시장이 여전히 우려하는 이유는 궁극적으로 밥캣과 로보틱스의 합병이 먼 미래에 추진될 것으로 보기 때문이다. 밥캣의 주주들은 이 과정에서 밥캣의 주가는 장기적으로 상승하지 못하고 눌릴 것을 우려한다. 밥캣과 로보틱스의 합병이 먼 미래에 추진될 것으로 보는 근거는 두산 그룹이 에너지빌리티의 분할을 통해 밥캣이 로보틱스 자회사로 편입하는 것을 강행하기 때문이다.

밥캣 주주들의 요구 사항은 다음 두 가지로 보여진다. 1) 두산 밥캣의 주주가치 제고 계획에 대한 청사진 제시, 2) 향후 밥캣과 로보틱스의 주식교환을 통한 합병을 추진하지 않겠다는 사측의 약속이 되겠다.

## PBR 1 배 미만 기업의 합병 / 주식교환 강행 시 주주 보호 필요 (대통령령으로 손쉽게 개정 가능)

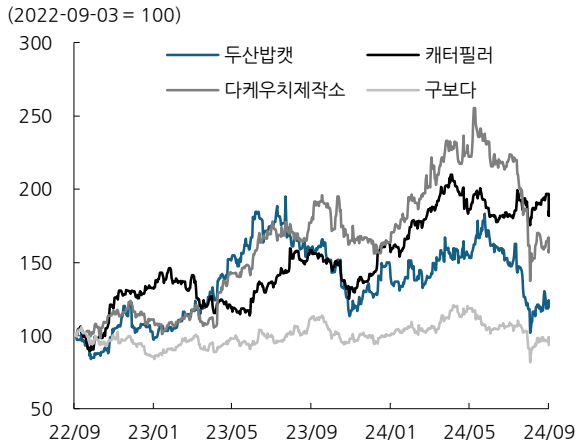
우리는 지난 1년간의 두산 밥캣 사례를 통해 1) 사측이 제시하는 실적 가이드언스의 하향과 2) 대주주(에너지빌리티)의 지분 매각이 얼마나 주가 하락에 영향을 미치는지 절감한 바 있다. 두산 밥캣의 주가는 크게 두 차례 하락했는데 1) 이번 합병 발표 4개월 전인 올해 3월경 밥캣의 영업이익의 가이드언스 하향 발표 (영업이익 -28% YoY), 2) 밥캣의 주가가 신고가를 달리던 23년 6월경 두산 에너지빌리티의 밥캣 지분 블록딜 매각 (4.99%)이다. 이 과정에서 밥캣의 주가는 큰 폭으로 하락한 바 있다. 밥캣이 향후 주주가치 제고 청사진을 제시하여 밥캣 주주들을 안심시켜야 하는 이유이기도 하다.

밥캣의 PBR은 0.58배, 로보틱스의 PBR은 12배이다 (25F 기준). 심지어 밥캣의 PBR은 비교 대상 그룹인 일본 쿠보타 (0.97배), 다케우치 (1.2배), 캐터필라 (8.3배) 대비로도 형편없이 낮은 수준이다. PBR 0.58배의 밥캣과 PBR 12배의 로보틱스가 합병한다면 밥캣의 주주들은 큰 손해를 본다. 이 문제는 손쉽게 해결할 수 있다. 현재 상장사 간 합병 기준인 자본시장법 시행령 176조 5를 개정하면 된다. 이 시행령은 대통령령으로 정부에서 결정하면 1개월 이내 개정이 가능하다. 장부가 (PBR 1배) 미만의 기업의 합병 시 시가가 아닌 공정가치 평가로 개정하면 손쉽게 해결된다. 시행령 개정 시 현재 PBR 0.5배 밥캣의 합병이 추진될 경우 시가가 아닌 공정가치 평가를 통해 1배 이상의 가치를 인정받을 수 있게 된다.

## 밸류업 정책 부응하기 위해 주 두산 자사주 소각 가능성 열려 있어

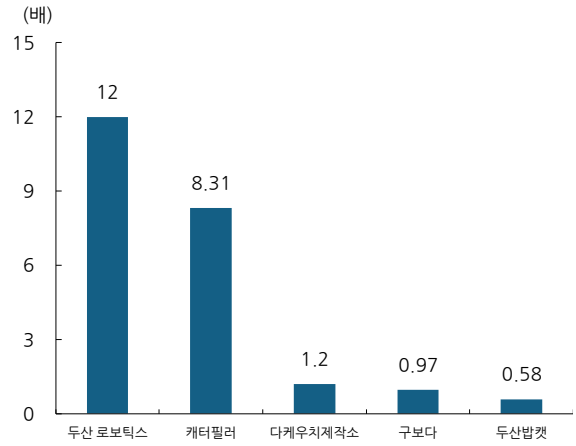
이번 지배구조 개편을 통해 가장 큰 수혜를 보는 곳은 주 두산(000150)이다. 두산은 자체적으로 이번 지배구조 개편 이후 보유 중인 자사주 18%의 일부 소각 등을 검토할 수 있다고 판단된다. 이번 개편이 정부 밸류업 정책에 반한다는 여러 비판을 불식시키기 위해서다. 과거 16~18년에도 3개년에 걸쳐 주주 환원 목적으로 자사주 5%를 소각한 바 있다.

그림1 두산밥캣 Peer 상대주가 추이



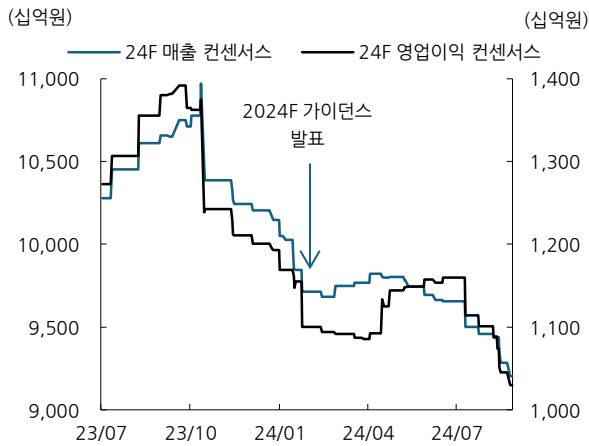
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림2 두산 로보틱스 및 두산밥캣 Peer 25F PBR 비교



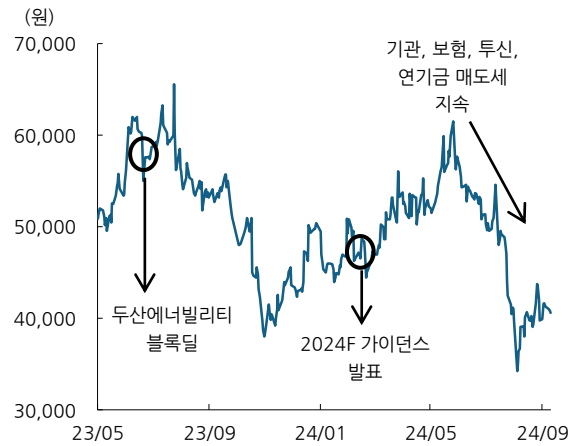
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림3 두산 밥캣 실적 컨센서스 변화 추이



자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

그림4 두산 밥캣의 주가 추이



자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

그림5 자본시장법 제 176조의 5(대통령령)

제 176조의5(합병의 요건·방법 등)  
주권상장방법이 다른 법인과 합병하려는 경우에는 다음 각 호의 방법에 따라 산정한 합병가액에 따라야 한다

1. 주권상장법인 간 합병의 경우 합병을 위한 이사회 결의일과 합병계약을 체결한 날 중 앞서는 날의 전일을 가산일로 한 다음 각 목의 증가를 산술평균한 가액을 기준으로 100분의 30(계열회시 간 합병 100분의 10)의 범위에서 할인 또는 할증한 가액

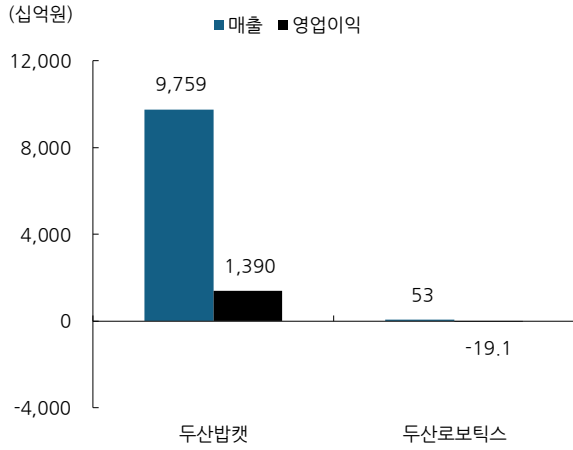
가. 최근 1개월간 평균증가: 다만, 산정대상기간 중에 배당락 또는 권리락이 있는 경우로서 배당락 또는 권리락이 있는 날부터 가산일까지의 기간이 7일 이상인 경우에는 기 기간의 평균증가로 한다

나. 최근 1주일간 평균증가

다. 최근일의 증가

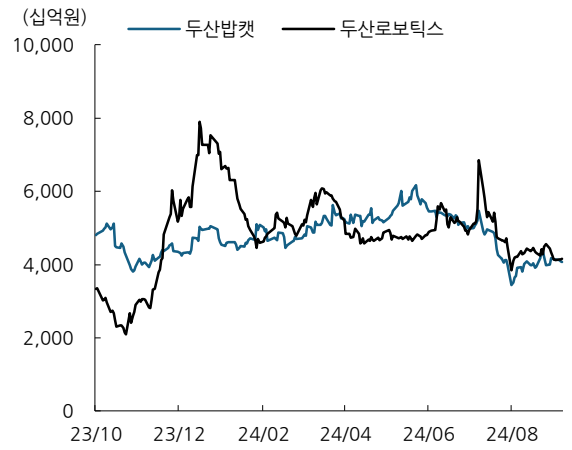
자료: 자본시장법, DS투자증권 리서치센터

그림6 두산로보틱스와 밥캣의 실적 비교(2023년 기준)



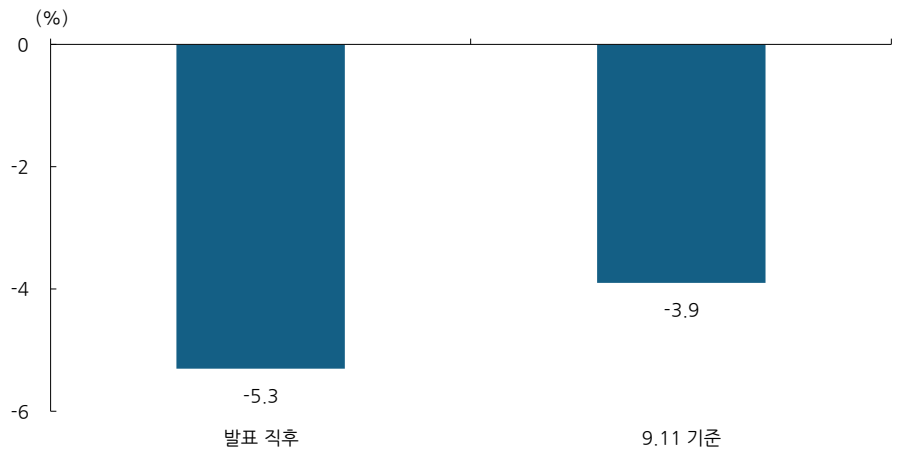
자료: Quantwise, DS투자증권 리서치센터

그림7 두산로보틱스, 밥캣의 시가총액 추이



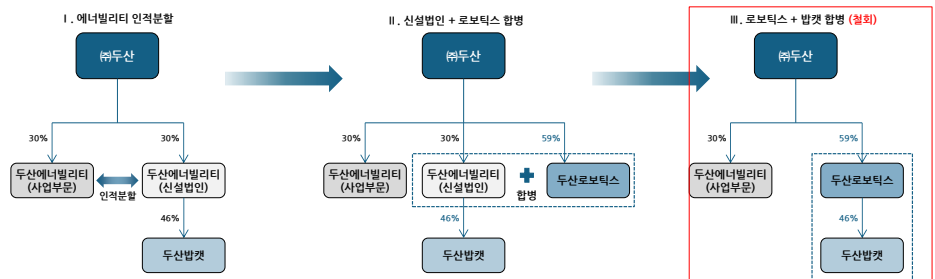
자료: Quantwise, DS투자증권 리서치센터

그림8 두산밥캣 합병 발표 직후와 9.11일 기준 수익률



자료: Quantwise, DS투자증권 리서치센터

그림9 두산그룹 지배구조 개편 과정



자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

---

**Compliance Notice**

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기를 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
  - 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
  - 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
  - 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.
-