

Issue Comment

2024. 7. 15

두산에너지빌리티 034020

분할합병: 오해마세요, 좋은 겁니다

유틸리티/건설

Analyst 문경원, CFA
02. 6454-4881
kyeongwon.moon@meritz.co.kr

RA 윤동준

02. 6454-4886
dongjun.yoon@meritz.co.kr

두산밥캣 떼어내고 두산로보틱스 주식 받기. 무엇이 이득인가?

두산에너지빌리티는 7월 11일 두산로보틱스와의 분할합병 계획을 발표. 두산에너지빌리티에서 두산밥캣에 대한 투자회사를 신설하고 분할. 예를 들어 두산에너지 100주를 가진 투자자는 두산에너지빌리티 존속법인 약 75.3주와 두산밥캣 투자법인 24.7주를 부여 받게됨. 이후 투자법인과 두산로보틱스가 합병하면서 투자법인 24.7주는 두산로보틱스 3.15주로 바뀜(이후 포괄적 주식교환 등을 거쳐 두산로보틱스는 두산밥캣 지분을 100% 소유). 핵심 질문은 새로 받는 두산로보틱스 주식 3.15주가 분할 이전 두산밥캣 가치를 보상할 수 있는가?

떼어주는 두산밥캣보다 받는 두산로보틱스 가치가 더 크기 때문에 두산에너지빌리티 주주에 유리한 거래. 두산밥캣의 가치가 두산에너지 시총에서 차지하는 비중은 1.51조원 혹은 11.3%(지분을 46.08%, 자회사 할인 40% 적용, 7월 11일 종가 기준). 즉 분할로 인해 두산에너지빌리티 기업가치가 11.3% 하락. 그런데 주식수는 24.7% 하락하므로 주가는 약 17.6% 상승. 예를 들어 7월 11일 20,900원에 100주를 가진 주주는 분할 후 약 24,600원에 75.3주를 가지게 됨. 에너지빌리티 주식가치는 209만원에서 185만원으로 -11.3% 하락. 그런데 두산로보틱스 3.15주(7월 11일 종가 기준 약 33만원)를 부여받으므로 총 자산가치는 209만원에서 185만원+33만원=219만원으로 상승. 약 4.7% 이득

실제 기업가치에는 시장가치가 중요하지만, 주식 수를 분할할 때는 장부가를 기준으로 하기 때문에 이런 일이 발생. 보유 주식 수가 24.7% 감소한다고 해서 보유 주식 가치가 24.7% 감소하는 것은 아니라는 것을 명심해야 함. 떼어주는 두산밥캣은 PBR 0.85배, 남아있는 두산에너지빌리티는 PBR 1.5배 이상의 주식

7월 11일에는 시장의 오해 탓에 오히려 주식매수청구권 행사 가격까지(20,890원) 주가가 하락했지만, 감자 효과와 두산로보틱스 주식 교부가 이뤄지는 11월 25일에는 자산 상승 효과를 누릴 수 있을 전망. 지금이 매수 기회

이번 분할합병은 사업적으로도 탄력을 받을 수 있는 계기

산술적인 이득 외에 두산에너지빌리티 존속법인의 개선 요인에도 주목해야 함. 1) 중간지주사에서 순수 사업 회사에 가깝게 재편됨으로써 밸류에이션 할인 요인을 해소. 2) 두산밥캣 투자법인에 7,200억원의 차입금을 넘기고, 추가적으로 큐백스, D20, 분당리츠 등 비핵심 자산을 매각함으로써 순차입금 1.2조원 감소(연간 금융비용 660억원 감소). 개선된 재무여력을 SMR 등 증설에 활용함으로써 2028년 매출을 기존 예상 9.3조원에서 10.3조원까지 끌어올릴 계획

표1 현재 두산밥캣이 두산에너지빌리티 시가총액에서 기여하는 비중은?

구분	금액	단위
두산에너지빌리티 시가총액	13,387.7	십억원
두산밥캣 시가총액(A)	5,473.6	십억원
두산에너지빌리티의 두산밥캣 지분율(B)	46.08%	
자회사 할인율(C)	40.00%	
두산밥캣 지분 가치(A*B*(1-C))	1,513.3	십억원
두산밥캣이 두산에너지의 시총에서 차지하는 비중	11.30%	

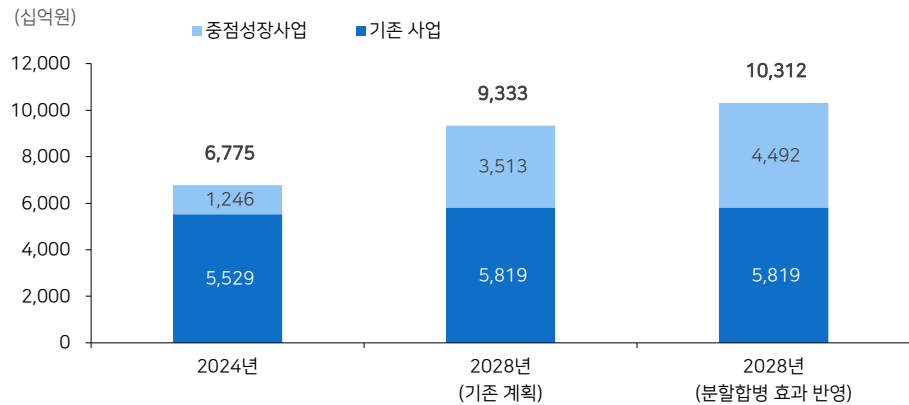
자료: 메리츠증권 리서치센터

표2 100주를 가진 두산에너지빌리티 주주의 자산 가치 변화

분할 전(7월 11일 종가 기준)			분할 후		
구분	금액	단위	구분	금액	단위
두산에너지 주가(A)	20,900	원	두산에너지 주가(A)	24,631	원
두산에너지 주식 수(B)	100	주	두산에너지 주식 수(B)	75.2597	주
총 자산 가치(A*B)	2,090,000	원	두산에너지 주식 가치(A*B)	1,853,747	원
			두산로보틱스 주가(C)	105,700	원
			두산로보틱스 주식 수(D)	3.15651	주
			두산로보틱스 주식 가치(C*D)	333,643	원
			총 자산 가치(A*B+C*D)	2,187,390	원
			총 자산 가치 상승률	4.66	%

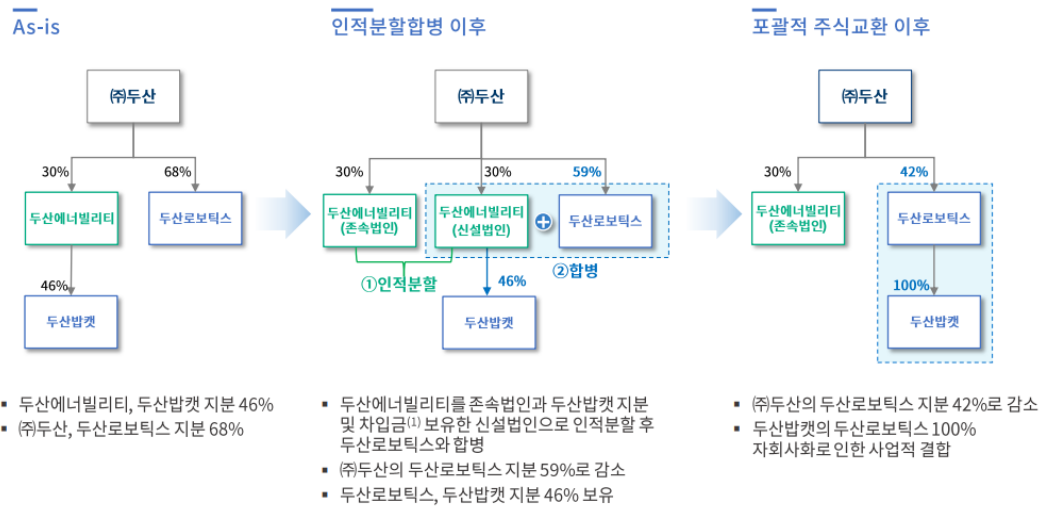
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 분할합병 후 개선된 재무구조를 이용한 증설 → 매출 확대



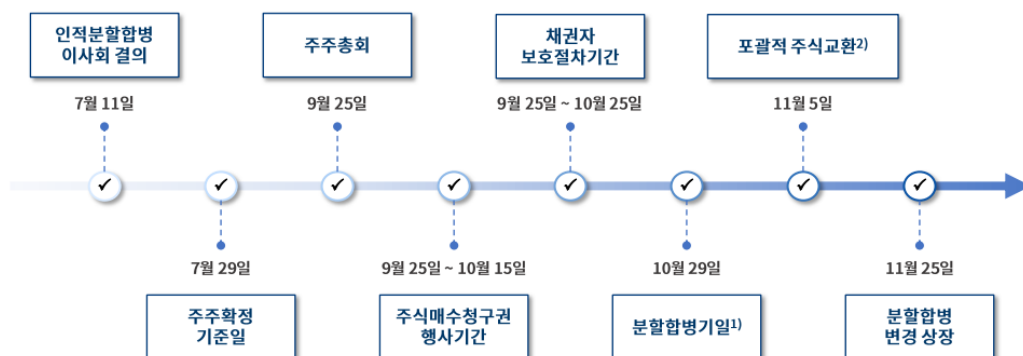
주: 중점성장사업 = 대형원전, SMR, GT 및 GT서비스 / 기존사업 = 복합화력, 주단, 방산, 신재생(풍력), 토목건축, Water 등
 자료: 두산에너지빌리티, 메리츠증권 리서치센터

그림2 지배구조 개편 주요 골자



자료: 두산에너지빌리티, 메리츠증권 리서치센터

그림3 주요 일정



자료: 두산에너지빌리티, 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.