

Issue Comment

2018. 3. 14

두산엔진 082740

인적분할 = 기업가치 재평가



조선/기계

Analyst 김현
02. 6098-6699
hyun.kim@meritz.co.kr

두산엔진의 인적분할 – 사업부문은 지분 매각, 투자부문은 두산중공업과 합병 예정

두산중공업은 13일 소시어스 웰투시 컨소시엄과 두산엔진 사업부문 지분 42.66%를 총 822억원에 매각하는 계약을 체결함. 매각에 앞서 두산엔진은 투자부문과 사업부문으로 인적분할하여 사업부문에 대한 두산중공업 지분을 전량 매각하고, 투자부문은 두산중공업과 합병할 예정임. 합병되는 투자부문에는 두산밥캣 지분(10.55%)과 기타 계열사 지분이 포함됨.

두산엔진 주주 - 1) 사업회사 주식, 2) 투자회사의 합병대가로 두산중공업 신주 교부

두산엔진의 주주들은 1) 사업회사(존속회사)의 주식과 2) 투자회사(신설회사)가 두산중공업과 합병하는 대가로 두산중공업의 신주를 교부 받을 예정임. 두산엔진의 인적분할 비율은 자본총계를 기준으로 산정돼 사업회사는 0.4740596, 투자회사는 0.5259404로 분할됨. 투자회사는 다시 1:0.5094726 비율로 두산중공업과 합병될 계획. 분할합병과 관련한 주주확정 기준일은 3월 28일. 분할합병에 반대하는 주주들의 반대매수청구권 행사는 4월 26일~5월 16일 예정.

두산엔진 사업회사 가치 1,927억원, 투자회사 가치 4,336억원 추정

두산중공업이 소시어스 웰투시 컨소시엄에 매각할 사업회사 영업가치는 3,423억원으로, 순차입금 1,496억원을 차감한 100% 가치는 1,927억원. 두산중공업의 매각가를 고려하면, 두산엔진 사업회사의 주당 가치는 5,848원으로 판단됨. 두산엔진 투자회사는 1주당 두산중공업 0.2679522주(0.5259404(분할비율) x 0.5094726(합병비율))의 신주를 교부 받을 예정. 3월 13일 종가 기준 두산중공업의 시가총액은 1.62조원으로 두산엔진 투자회사 주주들이 교부받을 두산중공업 신주 0.2679522주 단순 계산시 투자회사 가치는 4,336억원(자산승계 포함) 추정.

결국 두산중공업과 두산엔진 주주 모두 Win-Win

두산중공업 주주는 1) 두산엔진 사업부문 매각을 통한 822억원의 자금 유입, 2) 두산엔진 주주에게 신주를 교부해주는 대신, 두산밥캣을 비롯한 투자회사의 자산을 받아 재무구조 개선이 기대됨. 두산엔진 주주는 사업회사와 투자회사 모두 재평가를 받을 수 있어, 이번 분할합병 이벤트는 추가에 긍정적일 전망.

표1 두산엔진 기업가치 산정

1. 두산엔진 인적분할 비율 산정	
(원, %)	분할비율
분할 전 두산엔진	1.0000000
분할 후 두산엔진 존속회사(사업회사)	0.4740596
분할 후 두산엔진 신설회사(투자회사)	0.5259404
2. 두산중공업과 두산엔진 신설회사 합병가액 산정	
두산중공업	기준시가(원)
1개월 가중산술평균증가(A)	14,872
1주일 가중산술평균증가(B)	14,848
최근 증가(C)	15,200
산술평균[(A+B+C)/3] = D	14,974
두산엔진 신설회사(투자회사)	합병가액(원)
자산가치(a)	7,999
수익가치(b)	7,381
합병가액[(a*1+b*1.5)/2.5] = E	7,629
종합	합병비율
두산중공업(D/D)	1.0000000
분할 후 두산엔진 신설회사(E/D)	0.5094726
3. 두산엔진 기업가치 산정	
두산중공업 증가	15,200
두산중공업 시가총액(십억원)	1,618.2
분할합병 비율	0.2679522
두산엔진 투자부문 기업가치(십억원)	433.6
두산중공업 두산엔진 매각대금	82.2
두산엔진 사업부문 기업가치(십억원)	192.7

자료: 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 3월 14일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간시로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 3월 14일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 3월 14일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김현)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.