

두산밥캣 상장 지연이 두산그룹 신인도에 미치는 영향 및 향후 모니터링 요인

김광수 | 평가 5실 평가전문위원 | 02-368-5575 | kimks@korearatings.com

김동혁 | 평가 5실 수석연구원 | 02-368-5533 | kimdh@korearatings.com



두산인프라코어는 10월 10일자로 두산밥캣의 IPO를 위한 증권신고서를 철회하고 재추진할 예정이라고 공시하였다. 상장지연으로 예정되었던 대규모 자금조달에 차질이 발생하면서 그룹 신인도 저하의 주 요인이었던 두산인프라코어의 재무부담이 재차 부각되고 차입금 상환재원 마련에 불확실성이 높아진 점은 개별기업 뿐만 아니라 주력 계열사 전반의 신인도에 부정적인 영향을 미치고 있다.

한국기업평가(이하 'KR')는 두산, 두산중공업, 두산인프라코어, 두산건설 등 주력 계열사에 공통적으로 부정적(Negative) 등급전망을 부여하고 있으며 여기서 두산밥캣 IPO 효과는 고려하지 않았다. 즉, 두산밥캣 IPO가 신인도에 미치는 영향은 이벤트 발생 이후 나타나는 구체적 효과를 검토한 후 판단할 계획이었으며, 이러한 KR 시각에서는 금번 상장 지연이 그룹 신인도를 즉각적으로 변화시킬 정도의 영향을 미치지 않는다고 있다.

다만, 상장철회 및 재추진의 원인이 수요예측에서 예상공모가격 및 물량이 당초 제시했던 수준을 하회할 것으로 예상되는 점은 부담요인으로 작용하고 있다. IPO 재

추진 시 물량 및 공모가격 조정으로 유입자금이 상당수준 감소할 개연성이 높아지면서 향후 예측되는 재무안정성 개선의 예상 수준이 낮아졌기 때문이다. 따라서 금번 상장 지연은 두산그룹 계열사들에 대한 즉각적인 신인도 변경 사유는 아니지만 등급하향 압력이 보다 강화된 사안으로 판단되며 이러한 관점에서 향후 재추진되는 IPO 완료 시점, 자금유입 규모 및 이에 따른 재무부담 완화 정도 등을 검토하여 신인도에 반영할 계획이다.



1. 그룹 전반에 미치는 영향

두산그룹은 주력계열사의 수익성 저하 및 과도한 차입금으로 재무부담이 가중되었으며 두산건설, 두산인프라코어의 유동성 리스크는 계열 전반의 신인도를 약화시키는 요인으로 작용하였다. 이에 재무구조 개선을 위해 공작기계를 포함한 사업부 및 자산 매각을 진행하였으며 대규모 인력구조조정도 동시에 추진하였다.

자구노력으로 사업포트폴리오가 약화되고 자산기반 재무용통성이 저하되었으나 그룹의 우선적 과제인 재무구조 개선에는 일정수준의 성과가 나타났다. 그룹 전체 재무실적의 함을 실질적으로 반영하는 (주)두산 연결재무제표를 기준으로 할 경우 순차입금은 2015년말 11.4조원에서 2016년 6월말 기준 10.0조원으로 감소하였다. 유동성 리스크의 주체였던 두산건설과 두산인프라코어는 각각 자산매각과 계열사들의 직간접적인 자금지원, 공작기계사업부 매각과 적극적 인력구조조정으로 유동성 위험에 대응하면서 재무부담 완화노력을 하였다.

이러한 노력에도 불구하고 상환부담이 내재된 RCPS·신종자본증권 등을 포함한 그룹의 실질차입금은 현금창출력 대비 여전히 부담스러운 수준이며 단기위주의 불안정한 기간구조 개선도 필요한 상황이다.

두산밥캣의 IPO는 이러한 측면에서 그룹 전반의 신인도를 개선할 수 있는 긍정적인 사안이었다. 예정되었던 공모가 범위의 하단(주당 41,000원)을 가정하더라도 그룹으로 직접 유입되는 자금은 1.1조원에 달하고 전환우선주의 상환부담이 제거되면서 1.8조원의 실질순차입금 감소 효과가 발생할 수 있었기 때문이다. 이러한 IPO로 인한 효과는 그동안 진행된 구조조정 및 재무구조 개선효과의 부족한 부분을 보완하면서 재무안정성 개선 측면에서는 일단의 의미를 부여할 수 있었다.

[표 2] ㈜두산 연결기준 재무실적

(단위: 억원)

	2012	2013	2014	2015	2016.06
매출	243,523	219,365	204,682	189,604	79,604
영업이익	7,992	11,549	10,081	2,646	5,579
순차입금	110,694	106,072	107,672	113,945	100,121
실질총차입금	144,052	135,951	144,220	166,270	145,446
실질순차입금	116,009	115,297	120,845	138,150	120,224
영업이익률	3.3%	5.3%	4.9%	1.4%	7.0%
실질순차입금의존도	36.8%	37.0%	38.5%	43.8%	41.4%

주) 실질차입금=차입금+신종자본증권 및 RCPS 등, 외화표시 신종자본증권은 기말 및 반기말 환율로 환산.
자료) 감사보고서 및 반기보고서.

2. 두산인프라코어에 미치는 영향

두산인프라코어는 현금창출력 대비 과다한 차입금과 국내 본사(개별기준)의 부진한 실적으로 재무위험이 확대되고 있다. 공작기계 매각에도 불구하고 재무안정성은 열위한 수준이며 영업이익 규모는 크지 않은 가운데 과중한 금융비용(신종자본증권 배당금 포함)으로 부진한 현금창출력을 보일 전망으로 2017년 이후 차입금은 재차 증가될 가능성이 있는 것으로 판단된다.

두산밥캣의 실적 호조로 연결기준 두산인프라코어의 실적이 개선되고 있음에도 불구하고 국내본사 재무부담에 주목하는 이유는 지배구조상 두산밥캣의 양호한 현금흐름이 국내로 직접 유입되기 어려운 가운데 연결기준 차입금의 55%를 국내본사가 부담하고 있기 때문이다.

지배구조 상 국내본사가 두산밥캣(지주회사)의 지분을 보유하고 있으며 두산밥캣이 유럽 및 미국의 지주회사 및 사업자회사를 보유하고 있다. 유럽지역에서는 중간지주회사(DHEL)를 통해 사업자회사를 지배하고 있으며, 미국에서는 사업회사인 CEC(CEC와 DII 합병, 2016.6)가 캐나다 자회사인 BEL을 지배하고 있다. 따라서 현금흐름 원천인 사업자회사들의 배당금이 국내본사로 유입되기 위해서는 수차례 세금이 부과될 수 있어 실질적인 자금 이전을 어렵게 하고 있다.

금번 두산밥캣 IPO는 구주 매출방식으로 인해 두산밥캣의 자산가치가 국내본사로 직접 유입되면서 재무부담이 완화된다는 점에서 긍정적 효과가 큰 편이었다. 그룹 신인도 저하의 주 원인인 두산인프라코어 본사의 유동성 부담이 완화된다는 측면에서는 자금유입 규모 이상의 긍정적 의미를 부여할 수 있었다.

[표 3] 두산인프라코어 개별기준 재무실적

(단위: 억원)

	2012	2013	2014	2015	2016.06
매출	42,436	38,274	41,967	34,886	11,680
영업이익	537	-195	943	-1,430	313
총차입금	35,462	32,464	35,786	32,155	26,315
실질총차입금	40,777	37,689	41,229	38,043	32,139
실질순차입금	38,105	36,542	40,152	36,723	28,947
영업이익률	1.3%	-0.5%	2.2%	-4.1%	2.7%
실질순차입금의존도	56.3%	52.9%	55.7%	61.4%	53.0%

주) 실질차입금=차입금+신종자본증권, 외화표시 신종자본증권은 기말 및 반기말 환율로 환산.
자료) 감사보고서 및 반기보고서.

[표 4] 두산인프라코어 연결기준 재무실적

(단위: 억원)

	2012	2013	2014	2015	2016.06
매출	81,584	77,368	76,886	72,130	30,519
영업이익	3,624	3,695	4,530	274	2,847
총차입금	61,591	56,447	60,855	60,217	48,128
실질총차입금	66,906	61,672	66,298	73,160	61,007
실질순차입금	60,059	54,026	57,229	63,737	53,333
영업이익률	4.4%	4.8%	5.9%	0.4%	9.3%
실질순차입금의존도	52.0%	47.1%	47.9%	56.0%	51.6%

주) 실질차입금=차입금+신종자본증권 및 RCPS 등, 외화표시 신종자본증권은 기말 및 반기말 환율로 환산.
자료) 감사보고서 및 반기보고서.

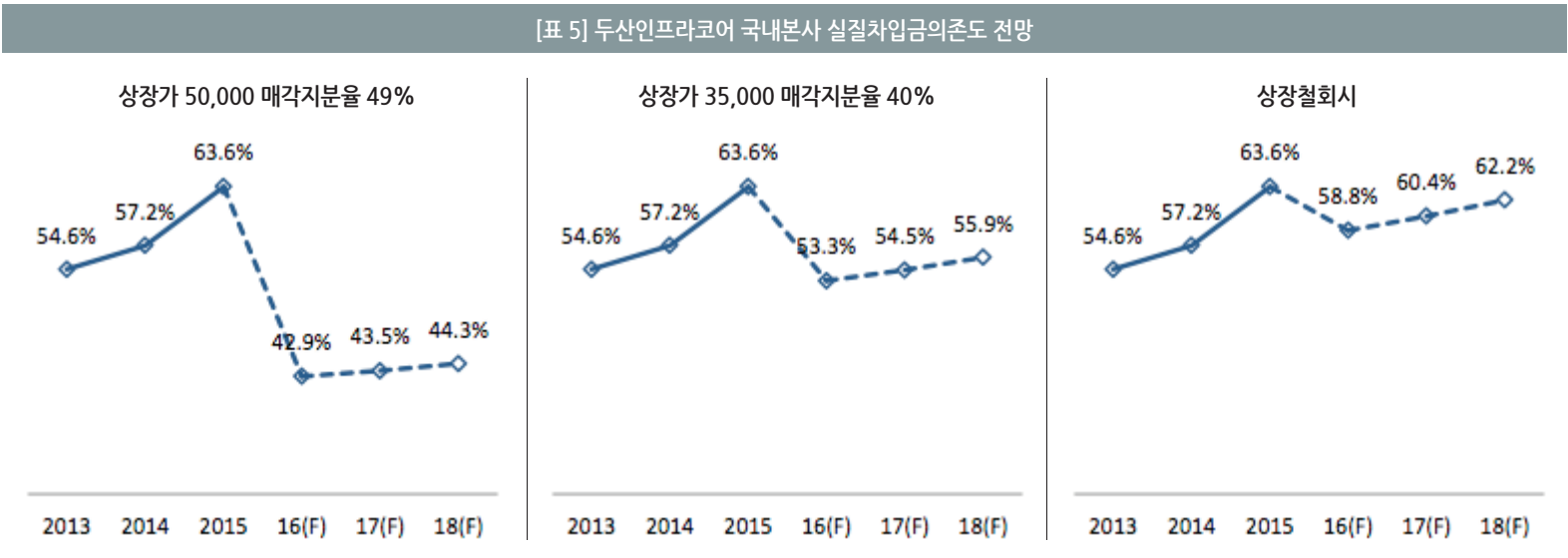
3. 향후 등급 방향성 및 모니터링 요소

두산밥캣은 공모구조를 변경하여 2016년 11월경 상장을 재추진한다고 발표하였는데 공모가격 및 물량조정, FI보유 보통주의 우선매각 여부 등에 따라 자금유입 규모의 가변성은 높은 수준으로 판단된다. 당초 구주매출의 총지분은 49% 수준이며 이중 FI 가 22%, 두산그룹이 27%(두산인프라코어 23%, 두산엔진 4%)를 매각하는 구조였으나 매각 지분율이 축소되는 경우 FI들의 우선 매각으로 인해 두산그룹 매각지분율은 크게 축소될 수도 있다. 매각 가격 및 FI와의 협상 결과에 따른 변수가 있으나 FI들이 우선권을 행사한다는 전제하에 매각지분율을 35%로 가정하면 두산그룹 매각지분율은 13%(FI 22%)로 축소된다.

두산인프라코어 국내본사의 상반기 영업실적 수준이 지속된다는 전제하에 영업이익과 이자비용(신종자본증권 배당 포함)이 동일해지려면 실질차입금이 1조 8천억원(신종자본증권 5억불 포함) 이하로 축소되어야 하며, 이 경우 차입금의 증가추세가 제한될 것으로 판단된다. 동 자금 규모는 금번 추진했던 IPO의 가격밴드 상단에서 유입되는 규모를 상회한지만, KR은 당초 계획된 IPO가 순조롭게 진행되어 차입금을 축소할 경우 유동성 부담이 크게 축소되면서 등급 하향 압력이 상당수준 완화될 것으로 전망하였다.

그러나, 공모구조 변경에 따라 유입 자금규모가 크게 축소될 경우 신인도의 부정적 방향성은 지속될 것으로 판단된다. 추가적인 수익성 개선과 자산매각 등을 통해 국내본사 차입금 증가추세에 대한 적절한 통제가 이루어지지 않을 경우 등급하락 압력은 점진적으로 증가될 것으로 예상된다. 특히, 향후 상장이 철회되면서 차입금 상환재원 마련에 대한 불확실성이 높아질 경우에는 등급하향 압력이 가중될 것으로 전망된다.

한편, 두산그룹 신인도 저하의 주 요인이 두산인프라코어와 두산건설에서 비롯된 점, 두산인프라코어가 두산 연결기준 차입금의 42%를 보유하고 있는 점 등을 감안하면 두산인프라코어의 신용도 방향성은 향후 여타 계열사들의 신인도에 상당한 영향을 미칠 것으로 예상된다. 



주) 수정차입금=차입금+신종자본증권, F지분 우선 매출 가정.
자료) 사업보고서, 한국기업평가 추정.