

# 두산인프라코어 (042670)

기계 및 장비

## 코끼리를 삼킨 보아뱀 - 두산 인프라코어

# BUY

### Valuation

Target Price:

Price: 38,700

Margin of Safety:

MktCap.(100mn): 64,404

ROE: 12.57%

Op.Magin: 7.43%

PER: 47.43

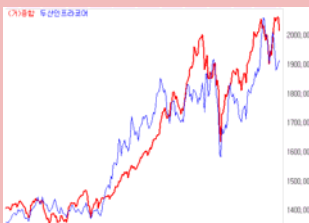
PBR: 5.37

Dividend Yield:1.66%

Major Sh.Holder: 두산  
중공업(51.01%)

Foreign Shr.: 13.78%

### KOSPI 비교 차트



### 기업분석 2팀

권혁성, 고한성, 신동민,  
김동희, 박수영

### ● 국내 기업으로서는 최대 규모의 M&A 성사

2007년 7월 미국 잉거솔랜드社로부터 밥캣포함 3개 사업부문을 49억 달러(한화 약 4조5천억원)에 인수하였다. 이로써 두산 인프라코어는 중장비 부문 세계 17위에서 7위로 도약하게 되었으며 Global 기업으로 거듭나고 있다.

### ● 밥캣 M&A의 위험성 & 시너지 효과

두산 인프라코어 측에서 이번 M&A 과정을 통해 실질적으로 부담하는 금액은 49억 달러 중 7억 달러이며 나머지는 LBO 방식의 조달부채로 진행된다. 지금의 M&A 에 대한 부담감은 두산 인프라코어에서 무리없이 감당해 낼 수 있을 것으로 보인다.

밥캣 인수로 인해 두산 인프라코어는 중장비 부문의 소형 기계 line을 추가하여 full line-up을 이루었으며 그 동안 판매가 부진했던 북미와 유럽지역에 2700여개의 딜러망과 16개 생산공장을 갖추게 되었다. 시너지 효과를 분석해 보았을 때 이번 인수 가격 대비 초과 가치가 있는 것으로 판단된다.

### ● M&A를 통한 시너지 창출 및 스피드 경영

두산 그룹은 2001년 이후 10여 차례의 대규모 M&A를 통해 급격하게 성장해 왔으며 국내에서 가장 성공적인 M&A기업으로 손꼽힌다. 그 동안 쌓아온 M&A경험과 노하우는 두산의 경쟁력이며 M&A 중심에 있는 박용성 두산 인프라코어 부회장은 향후 M&A를 긍정적으로 기대하게 하는 핵심 요소이다.

## 1. Prologue

두산 인프라코어는 크게 건설기계, 공작기계, 산업차량, 엔진의 네개의 사업 부문으로 구성되어 있으며 모든 분야에서 큰 격차로 국내 M/S 1위를 차지하고 있다. 건설기계는 매출의 35%를 차지하고 있으며 건설현장에서 주로 사용되는 굴삭기 등을 생산한다. 국내 건설 경기에 민감하게 반응하고 있으나 각종 부동산 정책 등으로 국내 건설경기가 다소 누그러졌다는 점을 감안할 때, 수출만이 살 길이 될 수 있다. 두산 자체는 소형 굴삭기를 가지고 있지 않으나 소형 건설기계 브랜드 밥캣 인수로 완성된 Full-line을 가질 수 있게 되었다.

네 분야 모두 우호적인 시장 환경으로 꾸준한 성장을 해오고 있으며 이는 시장에서도 긍정적인 컨센서스를 형성하며 검증 받아왔다. 공작기계의 경우 시장이 급격하게 성장하고 있으며 당사의 공작기계도 07년도에 06년 대비 25%의 매출상승이 기대되며 최근 기대되는 성장 엔진이다. 산차 부문도 중국 전략에 집중하며 지속적인 원가 절감을 통해 영업이익을 꾸준히 높여가고 있다. 엔진부분도 건설기계와 산차 부문 고객을 파트너로 안정적인 매출을 올리고 있다.

현재 건설기계가 전체 기업 1/3 이상을 차지하고 있으며 대형 회사인 밥캣의 인수와 함께 매출 비중은 50% 이상으로 확대될 예정이다. 시장에서 두산이 가지는 안정적인 위치를 고려하여 다른 부문이 지금과 같이 갈 것이라는 판단에서, 이번 보고서에서는 현 상황에서 이슈가 되고 있는 밥캣의 인수에 따른 매출 증진과 시너지 효과를 중점적으로 살펴보겠다.

그림 11. 2006년 두산 인프라코어의 매출 비중

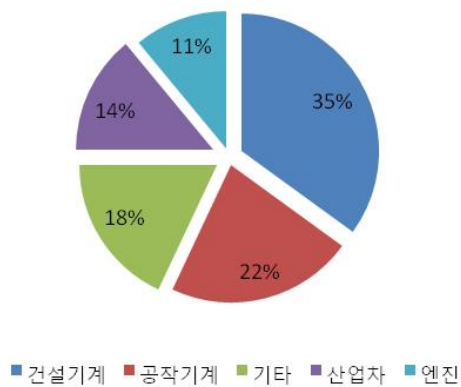
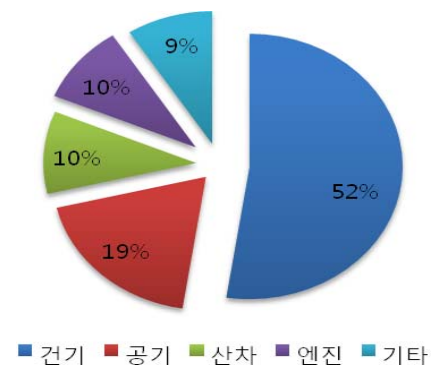


그림 2. 밥캣 인수 후 추정치



자료: 두산인프라코어, 2007

자료: SMIC RESEARCH 2 TEAM, 2007년 두산 인프라코어 예상 매출 + 밥캣의 매출액\*0.378 (두산 인프라코어의 지분율)

## 2. 밥캣(Bobcat) M&A 과정 및 예상효과

### (1) M&A의 구체적 내용

총 인수 금액 49억 달러 중 7억 달러는 두산 인프라코어가, 6억 달러는 두산 그룹 관계사인 두산 엔진이, 추가 6억 달러는 FI(Financing Investor)가 담당하고 나머지 30억 달러는 3개의 사업부문을 담보로 차입하는 LBO 방식의 조달부채로 진행될 예정이다. 동사의 투자금액 7억 달러(약 6,335억원, 905원기준)에 대해서 6-month LIBOR+160~305 bp의 조달금리가 확정되었다. 2007년 10월 31일 기준 1주일간 평균 6month LIBOR rate은 4.94%(출처:www.bankrate.com)이므로 6.54%~7.99% 정도의 조달 금리 예상이 가능하다.

밥캣의 경우 30억 달러(2조7천억원)를 차입하게 되면 약 1,775~2,160억원의 이자가 발생할 것으로 예상된다. 그러나 지난해 26억 달러의 매출과 3.7억 달러(3,350억원)의 영업이익을 달성한 바 있는 동사의 실적과 비교해 보면 큰 무리는 없어 보인다. 또한 인프라 코어 입장에서 생각해 보더라도 7억 달러에 해당하는 부채를 최고 8%의 금리로 차입하였다고 가정하더라도 약 510억원 정도의 이자비용이 추가로 발생하는데, 이는 밥캣의 영업이익에서 이자비용(2160억원, 905원, 8%)을 차감한 이익(3350-2160=1190억원) 중 37.8%만큼의 지분법 평가 이익(450억원)을 적용해 본다고 하더라도 장기적으로 발생할 시너지를 고려한다면 인프라코어 입장에서 큰 부담이 있는 수준은 아닐 것이다.

표 1. 환율 및 이자율 변화에 따른 이자비용 분석

환율 \ 예상이자율	6%	8%
905	380	507
910	382	510

자료: SMIC RESEARCH 2 TEAM, 단위: 억원

## (2) 합병의 효과

인프라코어가 잉거솔랜드社의 밥캣 건설중장비(Compact Equipment), 어태치먼트(Attachment), 유틸리티(Utility)등 3개 사업부문의 인수를 통해 얻을 수 있는 이점은 크게 4가지로 나누어 볼 수 있다.

1. 기존의 중대형 건설중장비 사업 이외에 부족했던 컴팩트 건설중장비 사업을 보완함으로써 완벽한 제품 포트폴리오를 구성
2. 전세계에 3,700여개의 딜러망과 중국, 벨기에, 북미, 프랑스, 체코 등에 20여개의 생산공장 등 글로벌 판매 및 생산 네트워크를 구축하게 되어 중국시장과 더불어 미국, 유럽 등 세계 3대 건설중장비 시장에서 명실상부한 글로벌 기업으로 도약할 수 있는 기반을 마련함.
3. 우수한 경영진과 엔지니어를 확보함으로써 R&D 능력 강화함.
4. 부품공용화 등을 통해 원가절감을 꾀할 수 있음.

기존 두산이 강점을 보였던 중대형 장비에 밥캣의 소형 장비를 추가할 경우 완벽에 가까운 Product mix를 구현하게 될 것이다. 또한 현재 중국 및 신흥 시장에 집중되어 있는 두산 인프라코어의 판매망에 밥캣의 북미 및 유럽 지역에서의 M/S 1위 기업이 다져놓은 딜러망 및 유통채널을 활용하게 될 경우 얻게 될 효과는 엄청날 것이다. 또한 Brand 인지도 측면에서도 큰 규모의 딜을 성공시킴으로써 두산 인프라코어에 대한 이미지 향상에도 큰 효과가 있을 것이다. 회사 IR 에서 밝힌 박용만 회장의 “이번 인수 사업부문에는 인수 전략에서 가장 중요한 평가 요소인 우수한 경영진과 엔지니어를 확보하고 있는 만큼 기존 경영진의 전문성과 경영 역량을 최대한 유지하며, 이사회 중심의 경영방식을 적용해 나감으로써 진정한 글로벌 기업으로 육성해 나갈 계획이다” 와 같은 언급에서 보여지듯 기존에 근무하던 우수한 경영진 및 연구인력을 활용한 R&D분야에서의 획기적인 발전도 예상할 수 있을 것이다. 이 밖에도 공통되는 부품에서 대량 생산 내지는 구매에서 얻어지는 이점으로 인한 원가 절감 요소도 무시 못할 이점 중 하나일 것이다.

### 3. 두산의 역대 M&A

(1) 성공적인 M&A로 성장하고 있는 두산

OB라거로 유명했던 식음료 회사였던 두산은 2001년 한국 중공업(현 두산중공업)인수, 2003년 고려 산업개발 인수(현 두산건설)와 2005년 대우종합기계 인수(현 두산 인프라코어)로 중공업 분야로 사업 부문을 탈바꿈 하였다. 두산은 과감한 M&A를 통해 95년 4조원에 불과했던 매출을 지난해 14조 2000억원까지 끌어올렸으며, 5년 전 1조원이던 기업가치는 지난해 20조원으로 5배 가량 증가하였다.

또한 2005년 이후 여러 차례의 해외 M&A를 통하여 system과 technology를 확보하며 글로벌 기업으로 급 부상하고 있다. 또한 최근 밥캣을 포함한 미국 잉거솔랜드 사의 3개 부문을 49억달러(한화 약 4조5천억원)에 인수하면서, 국내 기업으로 사상 최대의 해외 인수 기록을 세웠다. 두산 인프라코어는 이번 밥캣 인수를 통해 올해 예상 매출 4조4000억원에서 7조원으로 늘어 세계 7위의 건설 중장비 업체로 도약한다.

표 2. 두산의 역대 수직적인 M&A

인수업체	사업내용	연도	인수가격
한국중공업 (현 두산중공업)	발전, 담수 플랜트	2001	3057억원
고려산업개발 (현 두산건설)	종합건설	2003.12	3364억원
대우종합기계 (현 두산 인프라코어)	건설기계, 공작기계 등	2005.4	1조6880억원
미국 AES	수처리사업 원천기술 보유	2005.10	60억원
루마니아 크베너IMGB	주단조 사업	2006.9	146억원
연합캐피탈	할부금융 및 리스	2006.10	680억원
영국 미쓰이 밥캣	발전소 보일러 원천 기술	2006.12	1600억원
중국 엔타이 유화기계	건설기계 (휠로더)	2007.3	26억원
미국 CTI	친환경 엔진기술 보 유	2007.3	58억원
미국 밥캣 외 3개부문	건설기계	2007.7	4조5천억원

자료: 두산 인프라코어

## (2) 두산의 성공적인 M&amp;A에는 박용만 현 두산 인프라코어 부회장이 있었다

두산 그룹은 효성그룹과 함께 성공적인 M&A를 이끌고 있는 국내 벤치마킹 대상으로 꼽히며 그 중심에는 박용만 부회장이 있다. 2007 글로벌 최고경영 CEO 상을 수상한 박용만 두산 인프라코어 부회장은 한국 중공업 인수는 물론 그 동안 두산 그룹의 대규모 M&A를 진두지휘 해 왔다. 다른 그룹과 달리 두산은 계열사에 각각 고도로 전문화된 M&A 전담 팀을 두고 있으며, 두산 그룹의 M&A 전담부서인 CFP (Corporate Financing Project)팀은 외국계 컨설팅과 회계법인 출신 12명으로 구성된 그야말로 M&A 전문가 집단이다. 이들은 전세계 기업들을 대상으로 성장가능성과 시너지 효과를 평가하고 인수방식을 검토하여 수십개의 인수대상 목록을 작성하고 있다. 이처럼 꾸준히 M&A를 준비해 왔기 때문에 밥캣이 매물로 나왔을 때 다른 기업보다 신속하게 살 수 있었고 밥캣 인수의 경우도 2년 전부터 준비해온 작업이었다.

## (3) 인수 후 조직통합

두산이 성공적인 M&A로 꼽히는 이유는 단순히 많은 기업을 인수했다는 사실자체에 있는 것이 아니라, 서로 다른 문화와 역사를 가진 기업을 인수한 후 통합을 잘 진행해 왔다는 것에 있다. 박용만 부회장은 최근 가진 기자회견에서 M&A 자체보다 M&A 이후가 더욱 중요하다고 언급하며 인수 이후의 경영성과가 M&A성공의 관건이라고 밝혔다.

또한 두산은 부실기업을 싼 가격에 M&A하여 덩치를 키우는 방식이 아니라 원천기술과 유능한 인재를 확보한 기업을 비싼 값을 주고라도 사는 방식의 M&A방식을 구사해 오고 있다. '핵심 인재 확보'를 중요시 하므로 불필요한 간섭으로 인재 유출을 막기 위해 인수한 기업의 자율경영을 최대한 보장해 오고 있다. '현행 인력을 중심으로 한 자율 책임 경영'을 경영방향으로 삼고 있으며 두산 인프라코어 인수 후 파견 인력이 10여명에 불과했을 정도다. 대신 PMI(post-merger integration)와 같은 프로그램을 통해 미래 비전과 핵심가치는 철저히 공유한다.

## (4) 주력 사업부에 집중

두산 M&A의 특징을 살펴보면 과거 핵심 사업부문이었던 OB맥주를 매각한 이후 중공업 관련 기업만 인수해 왔다는 점이다. 수직 계열화를 통한 시너지 효과에 역량을 집중하고 있다. 두산 인프라코어는 지난 3월 중국의 휠로더 생산업체인 엔타이 유화기계를 인수했다. 이를 통해 외국 기업 진출에 폐쇄적인 중국 휠로더 시장에 저렴한 비용으로 시장 판매 허가권과 생산기지를 확보하게 된 것이다. 최근 두산 인프라코어에서 인수한 밥캣의 경우는, 인프

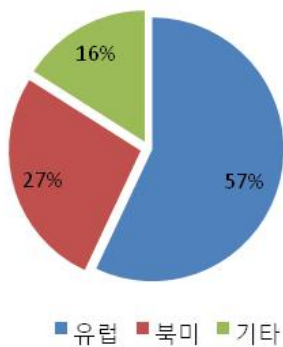
라코어가 가지지 못한 건설기계 소형장비를 생산하는 회사로, 이번 인수를 통해 full line-up을 할 수 있었으며 북미와 유럽의 다양한 채널(미,유럽 2700여개 딜러망+6개국에 16개의 생산공장)을 확보하게 되었다.

(5) 두산 인프라코어의 밥캣 인수는 볼보의 삼성중공업 중장비 부문 인수와 비슷하다

성공적인 사례가 된 볼보(VOLVO)의 삼성중공업 중장비 부문 M&A와 지금 두산 인프라코어의 상황은 매우 비슷하다. 삼성중공업을 인수하기 직전 96년도 볼보의 매출비중을 보면 매출의 57%가 유럽에 집중되어 있는 것을 알 수 있다. 세계 시장의 60%를 차지하고 있는 북미와 아시아 시장으로의 진출은 전략의 필수 선택이었다. 북미, 아시아 시장으로의 진출을 위한 통로가 필요한 시점이었다. 또한 캐터필러사나 코나츠사 같은 세계 1,2위 기업들과 같이 full-line을 갖추기 위해서는 상대적으로 취약한 굴삭기 부분의 강화가 필요하였다. 이에 대한 볼보의 대응 방안은 소규모 업체들의 M&A 였으며, 미국의 챔피언사를 인수하여 미국 시장에서의 매출액을 27%에서 36%로 올리는데 성공하였으며, 아시아지역 공략에 있어서 삼성중공업 인수를 선택하였다. 삼성중공업 인수를 통한 효과로는 1. 취약한 굴삭기 산업 보완 2. 한국시장에서의 삼성 Brand 활용 3. 아시아 시장 전초기지로 활용 등을 기대하였다.

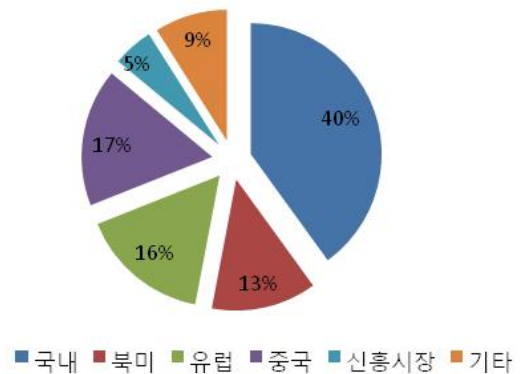
삼성중공업은 인수 전 내수와 수출비중 70 : 30 이었던 것이 인수 후 볼보의 수출지향적 경영방침에 따라 30 : 70으로 유지되었다. 볼보의 막강한 유럽, 미국 시장망을 통해 삼성의 굴삭기 판매가 가능하였으며, 볼보는 삼성의 아시아 망을 통해 볼보 제품을 판매할 수 있었다. 또한 기술 부분에 있어서는 한국 공장의 노동 생산성이 볼보 스웨덴의 30% 수준밖에 되지 않아 스웨덴 현지의 경영정보시스템을 한국에 도입하여 노동생산성을 끌어올리기 위해 노력하였다. 인수 당시 670억의 적자를 기록하던 삼성중공업은 2000년 253억원의 흑자, 세계시장 점유율 4%로 돌아서게 되었다.

그림 3. 1998년 VCE 매출액 비율



자료: Volvo, 1998

그림 4. 2006년 두산 인프라코어의 매출비중



자료: 두산 인프라코어, 2007

## (6) 앞으로 추가 M&amp;A 가능성

두산은 과거 성공적인 M&A로 빠르게 성장해 왔다. 그리고 앞으로도 계속되는 M&A 가능성을 두고 있는데 그 동안 축적된 know-how와 경험은 앞으로의 M&A를 보다 긍정적으로 바라볼 수 있게 해 준다. 향후 두산 인프라코어는 공작기계 사업을 보완할 수 있는 인수대상을 물색중인 것으로 알려지며 대우조선해양, 현대건설, 대한 통운 등 국내시장의 대형 M&A에 있어서 두산의 이름이 오르내리고 있다.

## (7) 축적된 M&amp;A역량 강화

지금까지의 M&A성공 경험을 통해서 내부적으로 축적된 경험 및 know-how는 이번 밥캣의 인수도 성공한 deal로 이끌어가는데 있어서 큰 요인이 될 것이다. 국내는 물론이고 보일러 원천기술을 보유한 미쓰이 밥콕사를 인수하여 성공적으로 통합하는 등 많은 경험을 통한 자신감은 성공 확률을 더욱 높여 줄 것이다.



## 4. 밥캣 인수 후 시너지 분석

위에서 언급했던 4가지 시너지 효과를 정량적으로 분석을 시도한 과정이 아래와 같다. Product Mix개선과 Global 판매망 확대 및 R&D와 우수한 경영진 활용 등의 시너지의 발생을 통해 교차판매가 원활이 이루어 지고 브랜드 인지도 상승이 이루어진다고 가정하고 이를 수치화 한 것이다. 여기에서는 '합병된 두 기업이 합병 이전의 개별 기업으로서 달성할 수 있었던 것 이상의 성과 개선'을 시너지라고 정의하였다. 이로부터 시너지의 현재가치를 구한 후, 인수가격에서 피 인수기업의 가치를 차감한 값을 시너지의 현재가치에서 다시 차감하면 M&A 전략의 순 현재가치를 구할 수 있을 것이라는 것이 우리의 논리이다.

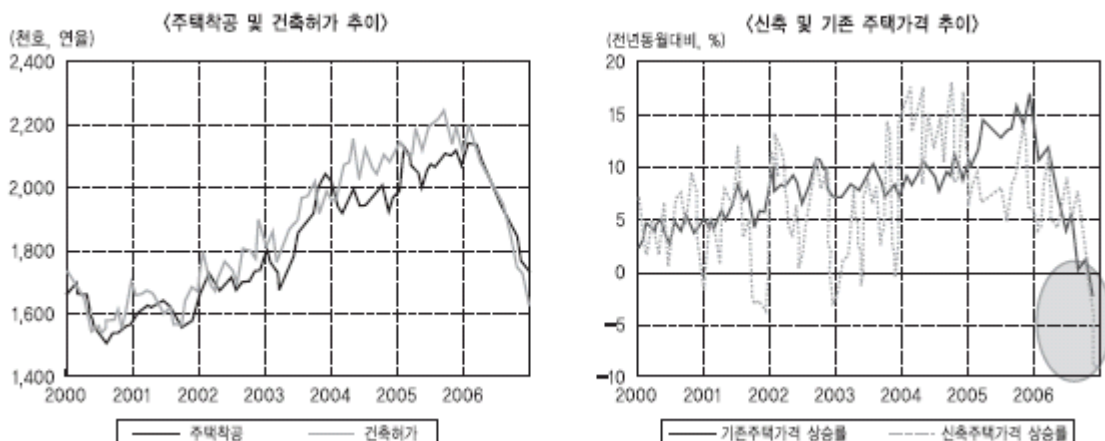
$$\text{'M\&A 전략의 순 현재가치} = \text{시너지} - (\text{인수가격} - \text{피 인수기업의 가치})$$

### (1) 지역별 시너지 효과

#### ㄱ. 북미

밥캣은 북미 지역에 1450개의 딜러망을 보유하고 있으며 북미 시장의 38%의 시장 점유율을 가지고 있을 만큼, 해당 지역에서 막강한 브랜드 인지도를 가지고 있다. 그러므로 두산인프라코어의 제품을 교차 판매할 가능성이 가장 높아 보이나, 전망은 어둡다고 본다. IR 자료에 의하면 2010년까지 시장 점유율을 1%대에서 4%로 올리는 것을 목표로 하고 있지만, 건설기계 부문 세계 1, 2위 업체인 캐터필러와 코마츠사의 굴착기가 이미 시장을 압도적으로 점유하고 있으며, 북미 지역에 생산기지가 전무한 두산인프라코어로서 진출은 쉽지 않을 전망이다. 게다가 최근 미국 건설 경기의 침체는 전망을 더욱 어렵게 한다.

그림 5. 미국 주택건축 추이



자료: 한신평 애널리보고서

#### ㄴ. 유럽 지역

최근 동유럽 지역을 중심으로 건설경기가 살아나고 있다. 폴란드의 경우 건설기계 수입이 연평균 42%씩 증가하고 있으며 동유럽 평균 22%의 성장율을 보이고 있다. 유명 로컬 업체의 부재로 대부분의 건설기계를 수입해 사용하고 있으며, 유명 브랜드로는 캐터필러, 볼보, 코마츠, 밥캣 등이 있다. 두산은 현재 1%의 M/S 를 가지고 있다. 커지고 있는 유럽 시장에서 43%의 M/S 를 가지고 있는 밥캣의 딜러망을 이용한 교차판매를 통해 M/S 를 늘릴 가능성이 크다고 볼 수 있다

#### ㄷ. 러시아

최근 2년간 건설장비 수요가 25% 증가하였으며, 수입품이 절반 정도를 차지한다. 세계적 유명 업체들은 모두 진출해 있으나 어느 업체도 시장에서 독점적인 지위를 차지하지 못하고 있다. 밥캣의 경우 7위의 점유율을 가지고 있다. 1, 2위를 차지한 캐터필러, 코마츠와 비교했을 때, 판매량은 작은 편이지만, 나머지 업체들의 판매량 차이가 매우 작음을 볼 때, 이미 딜러망을 확보했다고 볼 수 있다. 그러므로, 국내 기업의 진출이 전무한 상태에서 밥캣을 인수한 두산의 진출 가능성이 가장 유력하다고 볼 수 있다.

표 3. 폴란드 건설기계 수입동향

연도	2003년	2004년	2005년
수입액	114,038	162,264	230,397

자료: 폴란드 통계청, 단위: 천 달러

표 4. 도로건설장비 업체별 시장점유율 순위

순위	업체명	국명	2003년 판매량
1	Caterpillar	미국	13,680
2	Komatsu	일본	6,507
3	Terex	미국	3,897
4	Volvo	스웨덴	3,220
5	Liebherr	독일	3,099
6	CNH	미국	2,944
7	Ingersol-Rand	미국	2,925
8	Hitachi CM	일본	2,733
9	Deere	미국	2,728
10	Metso Minerals	핀란드	2,061

자료: KOTRA, 단위: US\$백만

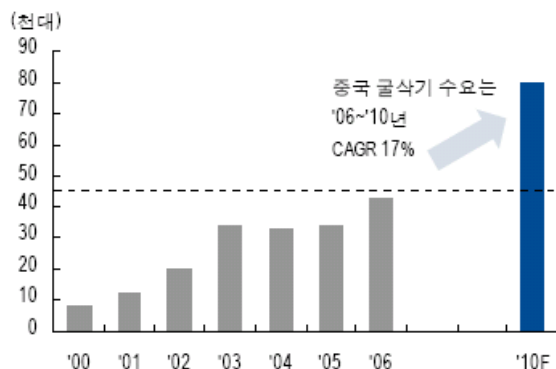
ㄹ. 중국

중국은 건설 경기가 매우 큰 폭으로 성장하고 있는 시장이다. 2008년 북경 올림픽, 동북 3성 개발, 대서부 개발로 인해 굴삭기 수요는 연평균 17%씩 증가하고 있다. 두산 인프라코어는 중국 시장에서 20%로 1위의 시장 점유율을 차지하고 있다. 이미 중국에 생산 거점을 마련하고 막강한 네트워크를 구축한 상태이기 때문에 밥캣의 제품을 교차 판매할 수 있을 것 같으나, 현지에서 밥캣의 브랜드 인지도가 거의 없으며, 소형 건설 기계는 모두 로컬 업체들이 차지하고 있는 관계로 교차판매 가능성은 없어 보인다.

ㅁ. 아시아

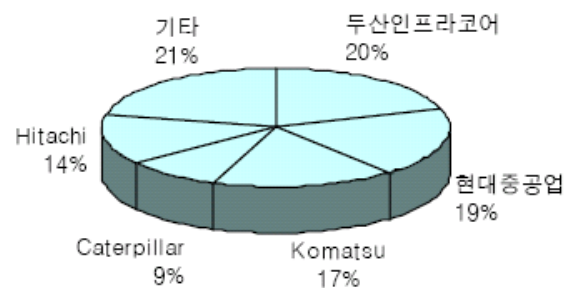
중앙, 동남 아시아의 개발 도상국을 중심으로 SOC 사업이 매우 활발하며, 이에 따른 건설 장비의 수요도 크게 증가하고 있다. 인도의 경우 연 평균, 22.7%의 성장을 기록하고 있으며 베트남의 경우 최근 4년 동안 7배나 증가하였다. 이들 개발 도상국은 로컬 업체의 부재로 전량 수입에 의존하고 있으며, 일본의 코마츠, 미국의 캐터필러, 한국의 두산, 현대의 약진이 두드러진다. 이들 신흥 시장에서 두산 인프라코어의 딜러망을 이용한 밥캣 제품의 교차판매가 가능할 것으로 판단된다.

그림 6. 중국 굴삭기 수요는 연평균 17%의 고성장 예상



자료: 중국공정기계협회 2006

그림 7. 굴삭기 중국 시장 점유율



자료: 두산 인프라코어, 2007

**ㄴ. 중동**

국제 유가의 오름세에 힘입어 중동의 경제가 호황을 보이고 있다. 이런 경제 여건은 그대로 건설경기의 호황으로 이어지고, 건설 장비에 대한 수요가 증가하고 있다. 미국의 캐터필러, 밥캣, 테렉스, 일본의 코마츠, 히타치, 한국의 볼보 등이 현지에서 유명한 브랜드이다.

**ㄷ. 남미**

남미 시장은 최근 2년 동안 120%의 성장을 기록하고 있다. 브랜드 인지도, 신속한 A/S, 딜리버리 시간 단축 등으로 인해 미국과의 거래를 선호하며 실제로 미국 제품의 시장 점유율이 60%를 넘는다. 미국의 밥캣 또한 현지에서 브랜드를 인정받고 있는 만큼, 향후 두산인프라코어의 진출도 가능하다고 판단된다.

표 5. 브랜드 및 국가

브랜드	국가
Caterpillar	미국
John Deere	미국
Komatsu	일본
Kubota	일본
Volvo	독일
Hyundai	한국
JCB	영국
Liebherr	독일
Multiquip	미국
Terex	미국
Shantui	중국
Massey Ferguson	브라질
Mack	미국
Bobcat	미국

자료: KOTRA

## (2) 시너지 효과의 정량적 분석

각 지역별로 발생할 수 있는 시너지 효과를 분석하였다. 밥캣 인수로 인해 제품 Full line-up을 구축하였고, 글로벌 판매 기지를 확보하였으나, 당분간 2사 체제를 유지하면서 자율 책임 경영으로 방향을 잡은 만큼, 단기간에 시너지 효과를 기대하기는 힘들다. IR에 따르면 내년에도 시너지 효과는 기대하지 않으며 2009년부터 생길 것으로 기대한다는 답변을 얻었다.

우리나라의 건설 경기 발전 추이를 살펴보면, 1990년대부터 꾸준히 성장해 왔음을 알 수 있다. 연평균 성장률은 21.5%이나 최근 조금씩 감소하고 있다. 이를 참고하여 시너지 효과를 분석할 때, 각 지역별 시장 성장률은 매년 조금씩 감소하여, 10년 후부터는 GDP 성장률을 따를 것으로 가정한다. 목표 M/S 달성 후에는 그 M/S를 유지한다고 가정하며, 남미의 경우 48%의 성장률은 비교적 높다고 생각되어, 한국의 연평균 성장률인 21.5%를 적용하였다. M/S 5%의 수치는 밥캣이 해당 지역에서 5% 이상의 시장 점유율을 차지하고 있으며, 밥캣 인수 후 매출액 규모가 글로벌 업체들 매출합의 5%를 상회하기 때문에 이만큼의 M/S는 충분히 가져올 능력이 있다고 판단해서 내린 수치이다. 유럽에서는 밥캣의 강력한 브랜드 인지도를 고려해서 10%의 높은 M/S가 가능하다고 판단했다. 할인율은 리스크를 고려하여 20%로 계산했으며, 영업 이익율은 두산 인프라코어의 2006년 영업이익률인 7.4%를 사용하였다.

표 6. 시너지 효과의 정량적 분석

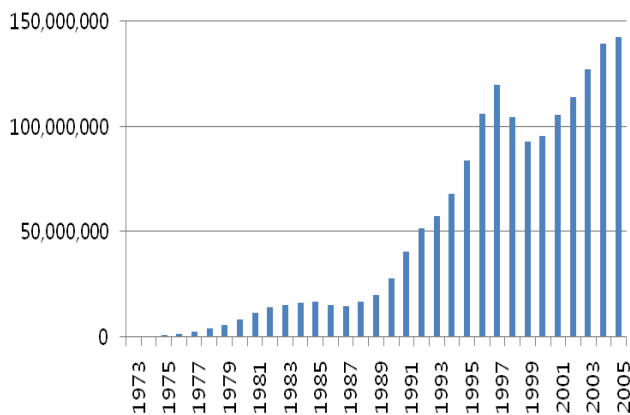
지역	시너지 효과 창출 시기	시장 규모 (2006년 기 준, US\$백만)	시장 성장률	시너지 효과
미국	-	-	-	없음
중국	-	-	-	없음
유럽	2009년부터	11510	22%	유럽에서의 밥캣의 강력한 유통망 이용 가능, 10년 안에 10%의 M/S 달성 전망
러시아	2009년부터	51790	25%	밥캣의 유통망을 이용하여 10년 안에 5%의 M/S 달성 전망
아시아	2009년부터	60530	22%	두산의 유통망을 이용하여 밥캣 제품이 10년 안에 5%의 M/S 달성 전망
중동	2009년부터	25900	12.5%	밥캣의 유통망을 이용하여 10년 안에 5%의 M/S 달성 전망
남미	2009년부터	42490	48%	밥캣의 유통망을 이용하여 10년 안에 5%의 M/S 달성 전망

자료: SMIC RESEARCH 2 TEAM

분석 결과 시너지는 \$2207.31 (단위 백만) 으로 산출되었다.

민감도 분석을 위해 할인율을 18%로 한 결과 \$2353.46 (단위 백만), 15%로 한 결과 \$2672.33 (단위 백만)이 나왔다. 중국 시장이 가장 큰 시장이며 성장을 또한 매우 큰 시장임을 감안할 때, 두산의 유통망을 이용한 밥켓 제품의 교차 판매가 일어날 수 있다면 시너지 효과는 더욱 커질 수 있다.

그림 8. 한국의 건설경기



자료: 한국 건설산업 협회

그림 9. 시너지 후 예상 매출의 NPV

지역	예상 매출의 NPV(US\$백만)
유럽	3109
러시아	9519
아시아	8733
중동	2362
남미	6105
합계	29829
영업이익	2207.31

자료: SMIC RESEARCH 2 TEAM

## 5. Valuation

이 번 Valuation은 다소 독특하고 실험적인 방법을 사용해 보기로 하였다. 대중에게 공개되는 모든 정보가 신속하고 정확하게 증권가격에 반영된다고 보는 준강형 효율적 시장가설 (semi-strong-form efficient market)에 따라 M&A의 공식적 발표 직전의 주가를 기준으로 위에서 구한 'M&A 전략의 순 현재가치'를 두산 인프라코어의 발행주식수로 나눈 값을 더해 적정주가를 산출하였다. 그 이유는 발표 전까지는 주가에 그 뉴스가 반영되지 않았으므로 그 전까지의 주가는 두산 인프라코어 자체만의 주가라고 볼 수 있기 때문이다.

밥캣이 직접적으로 상장되어있지 않았었기 때문에 모회사인 잉거솔랜드의 시가총액에서 밥캣의 영업이익이 차지하는 비중만큼을 피 인수기업의 가치로 보았다. 밥캣이 영업이익의 26%가량을 차지하는 잉거솔랜드의 시총이 \$14.35B(약 13조) 이므로 밥캣의 가치는 약 \$3.73B(약 3조4천억원) 정도이다.

따라서 M&A 전략의 순 현재가치 = 시너지 - (인수가격 - 피 인수기업의 가치)에 따라 계산하여보면 다음과 같다.

$$\text{M\&A 전략의 순 현재가치} = \$2.2\text{B} - (\$4.9\text{B} - \$3.73\text{B}) = \$1.03\text{B}$$

$$\text{두산 인프라코어 발행주식수} = 168,157,384\text{주}$$

$$\text{환율} = 905\text{원}/1\text{\$}$$

$$\begin{aligned} \text{M\&A를 통한 주당 가치 증분} &= 932,150,000,000\text{원}/168,157,384\text{주} \\ &= 5,543\text{원} \end{aligned}$$

2007년 7월 25일 두산 인프라코어는 자진공시를 통해 Ingersoll Rand사의 Compact Equipment 사업(즉 밥캣)을 영위하는 자회사의 주식취득에 관한 입찰 참여를 발표하였다. 따라서 주가에 이 정보가 반영되기 전인 7월24일 종가(34850원)를 기준으로 주가를 산정해보면 34,850원+5,543원 = 40,393원의 적정주가 산출이 가능하다. 2일 증가 38,700원 기준 4.37%의 안전마진을 가진다.

## 6. 결론

Valuation을 통한 40,393원, 안전마진 4.37%는 현재 인프라코어 가격이 적당하다는 가정 하에 내려진 안전마진이다. 이는 어디까지나 시장이 효율적이라는 '절대 시장가설'을 기본 전제로 하고 있기 때문에 절대적으로 정확한 적정주가가 될 수 없다. 다만 우리가 확인해 보고 싶었던 것은 이번에 성사된 초대형 M&A를 두고 시장에서 비싸다고 우려하는 바와 실제 시너지 효과를 통한 가치 창출이 얼마나 되는지를 비교해 보고자 함이었다. 우리가 조사한 M&A를 통한 시너지 효과는 두산 인프라코어에 주당 5,543원의 가치를 더해 주었다. 11월 2일 종가 38,700원에 비교해 볼 때 약 14%의 가치가 더해진 것이며 따라서 이번 M&A는 성공적이었다고 결론을 내린다. 두산의 주가 38,700이 타당하다는 가정이 맞다면 적정주가는 40,393원이므로 4.37%의 추가 상승 여력을 가진다고 볼 수 있다. 만약 두산의 적정주가가 38,700원 보다 낮은 것이라면, M&A효과 5,543원은 기존 주가대비 더 높은 % 가치를 추가하는 것이 된다. 적정 주가가 38,700원 보다 높다면 추가상승여력 + M&A 시너지를 통한 buy의 결론이 내려진다.

두산 인프라코어는 안정적인 fundamental을 바탕으로 지속적인 성장을 해나가는 기업이다. 게다가 M&A를 통해 폭발적으로 성장을 추가해 가고 있다. **보다 장기적인 관점에서 볼 때 추가인 M&A를 통해 고속 성장하는 시나리오가 기대되며 SMIC RESEARCH 2 TEAM에서는 BUY의견을 제시한다.**

이 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서이며 그 정확성과 완전성을 보증하지 않습니다. 서울대투자연구회에서는 본 보고서의 내용에 의거한 어떤 행위도 책임을 지지 않습니다.