

두산에너지빌리티 주주를 위한 서한(3차)

두산에너지빌리티

회사분할합병에 따른 사업구조개편

ISS Report 의 중대 오류에 대한 반박 서한

2024. 12. 03.

DOOSAN

존경하는 두산에너지빌리티 주주 여러분께,

글로벌 주요 의결권 자문사인 Glass Lewis를 비롯한 대다수의 자문사에서는 본건 분할합병이 회사의 전략적 성장과 장기적인 기업 가치를 증대하기 위한 중요한 기회로 작용할 것이라 판단하여 '찬성' 의견을 권고하였습니다. 다만, 지난 11월 28일 의결권 자문사 중 하나인 Institutional Shareholder Services (이하 "ISS")는 의결권 행사 권고안을 발간해 주주님들께 금번 사업구조 개편 안건에 반대할 것을 권고하였는데, 회사는 ISS의 분석에 중대한 오류 또는 사실에 부합하지 않는 일방적 주장이 포함되어 있다고 판단하기에 이를 존경하는 주주님들께 설명 드리고자 합니다.

우선 회사는 ISS Report에서 크고 작은 10개 이상의 사실 오류를 발견하였는데, 이는 본 Report에서 언급된 많은 내용과 가정들이 기본적인 Fact에 맞지 않는다는 것으로 ISS에서 충실한 조사와 검토를 바탕으로 객관적이고 정확하게 작성한 것인지 강한 의구심이 들게 합니다. ISS Report의 오류사항에 대한 자세한 설명은 별첨을 참고하시기 바랍니다.

특히 ISS는 금번 Deal이 대주주와 소액주주간 이해충돌 (대주주의 두산밥캣에 대한 영향력 강화 및 이익 증대)이 있는 거래임에도 (이해관계에서 독립된) 사외이사들로만 구성된 특별위원회에서 검토되지 않았다는 점을 중요하게 지적하고 있으나, 이는 한국 상법에 대한 무지에서 비롯된 것입니다. 상법에 의하면 주주총회의 승인을 받아야 하는 분할합병에 대해서는 이사회 내 위원회에 위임이 불가능하며, 이사회가 직접 결의하여 주주총회에 제안해야 합니다. 따라서 이사회가 아닌 특별위원회에서 본건 거래를 심의, 의결하는 것은 불가능하며 국내에서는 그와 같은 사례가 전혀 없습니다.

다음으로 ISS Report는 금번 딜이 단순하고 효과적인 현금거래가 아니라 복잡한 분할합병거래를 선택하였다는 점을 안건에 반대해야 하는 근거로 들고 있습니다. 그러나 이러한 주장은 회사의 현재 경영 환경에서 두산밥캣 지분 매각금액의 다과보다는 투자의 속도와 타이밍이 사업성과에 무엇보다 중요하기 때문에 거래의 확실성과 신속성이 보장되는 분할합병이 최선의 방안이라는 점을 간과한 것입니다.

두산밥캣의 경우 해외사업장이 대부분이어서 두산밥캣의 매출 규모 등을 고려하면 10개

국 이상(국내 및 EU 포함)에 기업결합신고가 필요한데 그 승인이 언제 완료될지 예측하기 어려우며 매수자가 누구냐에 따라서 승인이 거절될 리스크도 있습니다(참고로, 보도에 따르면 현재 진행 중인 대한항공과 아시아나항공 합병의 경우 해외기업결합 승인에 약 4년이 소요되었습니다). 두산밥캣의 업황 다운사이클을 고려했을 때 매각기간의 지연이나 매각의 성공 여부는 더욱 불확실한 상황입니다(최근 M&A 진행 사례의 성공율은 20% 정도입니다).

마지막으로 ISS Report는 두산밥캣의 가치가 다른 Asian Peers 대비 저평가되어 있다는 점을 지적하고 있습니다. 그러나 ISS 보고서에 열거된 회사들의 경우, 주력 사업, 주요 매출지역, 매출 규모 등을 고려할 때 Peer라고 볼 수 있는 회사는 없습니다. 특히, 중국 회사들의 경우 경기 부양 목적의 자국 정책이 매출 증가에 영향을 미치는 등 Multiple 변동 폭이 상당하며, 시장 특수성이 커서 Peer Group에서 제외하는 것이 업계 실무입니다. 또한, 국내 주식시장 자체가 일본 및 중국 시장에 대비하여 저평가 되어 있다는 점도 고려가 필요합니다.

이러한 각 시장의 특수성을 고려하지 않고 두산밥캣과 Asian Peers의 Valuation Ratio를 직접 비교하여 두산밥캣의 가치가 저평가되어 있다고 분석하는 것은 타당하지 않습니다.

한편, 회사는 시장의 Concern을 반영하여 합병비율을 최대한 높였습니다. 금번 사업구조 개편 초기에 두산밥캣 지분의 시가만을 기준으로 합병비율을 산정하였으나, 두산밥캣 지분의 외부 매각을 가정하여 시가에 43.7%의 경영권 프리미엄을 적용함으로써 두산밥캣 1주의 수익가치를 7만원 이상으로 평가하였는데, 이는 현재 시장의 컨센서스인 두산밥캣 EBIT 추정치 8,000억원 대비 거의 9~10배를 인정한 것이어서 두산밥캣 지분의 외부매각가에 최대한 근접한 것으로 판단하고 있습니다.

본건 분할합병은 회사 입장에서 에너지 사업에 대한 역량 집중 및 투자 확대, 이를 위한 비관련 자산 처분, 재무구조 개선 및 부채 경감 등 관점에서 전략적으로 매우 필요한 거래입니다. 금감원에 제출했던 증권신고서의 효력이 발생한 11월 22일 당일 주가가 **전일 대비 5.7% 상승**한 것만 보더라도 시장은 금번 사업구조 개편이 성공적으로 마무리되기를 기대하고 있다는 것을 알 수 있습니다.

일부 주주님들께서는 Passive 방식의 운용전략을 취하고 있기는 하나, 회사의 주가가 상승하는 것이 주주님들의 투자에 유리하다는 점은 분명합니다. 회사에 대한 투자자로서 본건 사업구조 개편안이 회사의 주가에 이로울 것인지 신중히 검토하여 주시고 현명한 판단을 해 주실 것을 간곡히 부탁드립니다.

혹시 이미 상임 대리인 또는 전자투표 등 여하한 방식으로 의결권 행사를 하신 경우에도 주주총회 전까지는 이를 변경하고 위임장 방식 등을 통한 의결권 행사가 가능합니다. 이에 대해서 문의사항이 있으실 경우 언제든지 아래의 회사 IR 담당자에게 문의 주시면 상세한 절차 안내와 정보 제공을 해 드리겠습니다.

IR 담당자 : [이혁재 팀장] / [경기도 성남시 정자일로 155 분당두산타워 26 층, hyukjae.lee@doosan.com, 031-5179-3175]

별첨 ISS Report의 오류 상세 정리

두산에너지빌리티 대표이사

박상현

[별첨]

ISS Report의 오류 상세 정리

1. ISS Report 의 반대 논리의 부당성

ISS 의 반대 논리는 크게 다음의 3 가지인데, 모두 사실에 근거하지 않은 비합리적인 논리로 오류를 범하고 있습니다.

첫번째 ISS 의 반대 논리: 금번 Deal 이 대주주와 소액주주간 이해충돌 (대주주의 두산밥캣에 대한 영향력 강화 및 이익 증대)이 있는 거래로 생각됨에도 불구하고, (이해관계에서 독립된) 사외이사들로만 구성된 특별위원회에서 검토되지 않았음

① 우선 금번 딜은 대주주 지배력 강화 또는 이익을 위한 딜이 아닙니다.

두산밥캣에 대한 의결권은 구조개편 전후 비교 시, 어느 계열사의 자회사가 되느냐 차이일 뿐 (두산에너지빌리티가 46% 보유 -> 두산로보틱스가 46% 보유) 수치상변화가 없으며 당연히 지배력도 동일합니다. 오히려 (주)두산의 두산로보틱스 의결권은 기존 68%에서 57%로 희석됩니다. 또한, 이번 거래를 통해 (주)두산이 수취 가능한 이득(배당 등)도 없으므로, 이해충돌이 있는 거래라고 생각하지 않습니다.

가령 두산밥캣이 주당 1,600 원 배당 시 두산로보틱스는 약 740 억원을 받게 되는데 (두산에너지빌리티도 동일하였음), 여기서 두산에너지빌리티로부터 이관된 차입금에서 발생하는 이자비용 약 400 억원을 제외한 약 340 억원을 전부 배당한다고 가정하면, (주)두산에게는 약 190 억원이 배당될 것으로 예상됩니다. 여기에 (주)두산이 이번 구조개편으로 취득하게 된 큐백스 인수대금 (3,700 억원) 이자비용을 고려하면 사실상 배당으로 (주)두산이 가져가게 되는 이익은 없습니다.

② 사외이사로만 구성된 특별이사회에서 이번 분할합병을 결정하는 것은 법률적으로 불가능합니다.

상법은 주주총회의 승인을 요하는 사항에 대한 제안은 이사회가 이사회 내 위원회에게 위임할 수 없다고 규정하고 있으므로(상법 제 393 조의 2 제 2 항 제 1 호), 주주총회의 승인을 받아야 하는 분할합병에 대해서는 이사회 내 위원회에 위임이 불가능하며 이사회가 직접 결의하여 주주총회에 제안해야 하는 사항입니다. 따라서 분할합병에 대해서 이사회가 아닌 특별위원회를 통해서 결정하는 것은 한국 상법 상 불가능합니다. 국내 어떤 상장사에서도 사외이사들로만 구성된 이사회 내 특별위원회에서 이 건과 같은 분할합병을 결의한 사례가 존재하지 않는 이유도 이와 같습니다.

또한 두산에너지빌리티는 공식 이사회 이전에 사외이사만 참석한 간담회를 수차례 진행하면서 독립적인 사외이사들이 본건 분할합병을 공정하게 검토하고 심의하였고, 최종적으로 7 인 이사 중 과반수인 4 인이 사외이사로 구성된 이사회에서 회사의 독자적인 이익 관점에서 독립적으로 의사결정을 하여 만장일치로 본건 분할합병을 결정하였습니다. 이러한 적법절차에 따른 의사결정에 문제가 있었다면 금융감독원(FSS)의 증권신고서 심사 승인을 받을 수 없었을 것입니다.

두번째 ISS 의 반대 논리: 단순하고 효과적인 현금거래가 아니라 복잡한 분할합병거래를 선택한 점

본문 참조

세번째 ISS 의 반대 논리: 두산밥캣은 다른 Asian Peers 대비 저평가되어 있음

① 우선 ISS 가 제시한 회사들은 두산밥캣의 Peer 로 적절하지 않습니다.

두산밥캣은 예전 두산인프라코어가 중대형 건설기계에서 소형 건설기계 부문으로 확장을 하기 위해 인수한 북미 시장 Base 의 소형 건설기계 회사입니다. ISS 보고서에 열거된 회사들의 경우, 주력 사업, 주요 매출지역, 매출 규모 등을 고려할 때 Peer 라고 볼 수 있는 회사는 없습니다. 특히, 중국 회사들의 경우 경기 부양 목적의 자국 정책이 매출 증가에 영향을 미치는 등 Multiple 변동 폭이 상당하며, 시장 특수성이 커서 Peer Group 에서 제외하는 것이 업계 실무입니다.

국내 주식시장 자체가 일본 및 중국 시장에 대비하여 저평가 되어 있다는 점도 고려가 필요합니다. 이러한 각 시장의 특수성을 고려하지 않고 두산밥캣과 Asian Peers 의 Valuation Ratio 를 직접 비교하여 두산밥캣의 가치가 저평가되어 있다고 분석하는 것은 타당하지 않습니다.

(‘23 년 기준)	상장국가	주력 사업	주요 매출지역	매출액(조원)
두산밥캣	한국	소형 건설기계	북미	9.8
XCMG	중국	Mining 중장비	중국	16.1
Sany	중국	Mining 중장비	중국	13.2
Liugong	중국	중대형 건설기계	중국	4.9
Anhui Heli	중국	지게차	중국	3.2
Komatsu	일본	중대형 건설기계	Global	34.3
Kubota	일본	소형 건설기계, 엔진	Global	27.8

(자료 출처 : S&P Capital IQ)

② 본건 분할합병비율 산정 시 두산밥캣을 법적 기준에 따라서 적정하게 평가하였습니다.

본건 분할합병 최초 결정 및 공시 시에는 통상적인 분할합병 본질가치평가 실무에 따라서 두산밥캣 주식의 시가를 기준으로 합병비율을 산정하였으나, 그 이후 시장의 Concern 을 반영하여 두산밥캣 주식의 시가(주당 50,612 원 기준)에 43.7%의 경영권 프리미엄을 적용함으로써 법률상 허용되는 범위 내에서 최대한 두산밥캣 주식의 가치를 높게 평가하였습니다.

이는 두산밥캣 1 주의 가치를 7 만원(상장 이후 한 번도 도달한 적이 없는 주가 수준)이상으로 평가한 것인데, 현재 시장 컨센서스인 두산밥캣 EBIT 추정치 8,000 억원 대비 거의 9~10 배를 인정한 것에 해당합니다.

이러한 두산밥캣 주식의 가치 산정은 외부평가기관으로 안전회계법인, 이촌회계법인 및 우리회계법인의 3 개 회계법인의 공정한 평가를 거친 것으로,

통상 자본시장법 상 분할합병 외부평가법인은 1 개 회계법인만 선정해도 된다는 점을 고려하면 가치평가의 독립성과 공정성의 수준이 매우 높다는 점을 부정하기 어렵습니다.

③ ISS 는 2021 년에도 주가 기준으로 두산밥캣 주식가치를 산정한 분할합병 거래에 찬성하였습니다.

불과 3 년전인 2021 년에 두산에너지빌리티는 두산인프라코어와의 분할합병 거래를 통해서 두산밥캣 주식을 취득하였고, 당시 ISS 는 해당 안건에 대해서 찬성을 권고하였습니다. 당시 두산밥캣 주식 가격은 프리미엄 가산 없이 시가(33,077 원)를 기준으로 평가하였음에도 ISS 는 이를 찬성하였습니다.

2. ISS Report 의 기본적인 사실관계 오류

의안 반대 논리의 부당성 외에도 아래 기본적인 Fact 에 대한 오류사항들로 비추어 볼 때 ISS 에서 Report 작성을 위해서 충실한 조사와 검토를 바탕으로 객관적이고 정확하게 작성한 것인지 의심스럽다는 점을 설명드리고자 합니다.

- ISS 는 본건을 분할과 합병이 각각 진행되는 거래로 전제하고, 그 근거 법령도 상법 제 522 조 제 3 항(합병 관련 규정)으로 기재하고 있습니다. 그러나 본건은 분할합병이라는 하나의 거래이고, 근거 규정은 상법 제 530 조의 3 입니다. 거래의 기본적인 개념과 근거 법규에서부터 오류가 있다면, 전체적인 보고서의 분석이 적정할 수 없다는 점은 자명합니다.
- '21 년말 매각이 완료된 두산건설을 여전히 두산에너지빌리티의 사업분야로 오인하고 있습니다.
- 두산에너지빌리티와 두산로보틱스의 이사회 의장을 서로 바꿔서 언급하고 있습니다.
- 주식매수청구권 한도행사 금액이 두산에너지빌리티 6 천억원, 두산로보틱스 5 천억원이나, 이 또한 서로 반대로 언급하고 있습니다.
- 10/21 이사회를 통해 가장 중요한 분할합병비율이 변경되었음에도, 분할합병 후 (주)두산의 두산로보틱스 보유 지분율을 57%가 아닌 분할합병비율 변경 전 지분율인 59%로 분석하고 있습니다.

- 주식매수청구에 대한 권리 분석 파트에서 두산에너지빌리티가 아닌 두산로보틱스에 대한 주식매수청구로 오기하고 있으며, 그 가격 또한 현재의 주가와 무관한 17,600 원과 비교하여 주식매수청구권 가격인 20,890 원 대비 주가가 낮은 것으로 평가하고 있습니다. 실제로는 ISS의 평가일(11월 28일) 기준 두산에너지빌리티 주가는 21,450 원(10월 5일 이후 17,000 원대 주가는 없었음)으로 주식매수청구권 가격보다 높은 수준이며, 이는 ISS Voting Guideline 상 주요한 고려 요소 중 하나임에도 불구하고 심각한 오류라고 볼 수 있습니다.
- 본건 분할합병으로 두산에너지빌리티 주주의 지분 희석(dilution)이나 주주 구성 변동은 발생하지 않음에도 지분 희석이 전제된다고 하고 있습니다.
- ISS에서는 10. 21. 분할합병비율 변경 공시 당시 두산로보틱스의 주가가 10% 가량 상승했다고 언급하고 있으나, 합병비율 변경 공시는 10. 21. 장 마감 이후 이루어졌으므로, 해당 공시에 따른 주가 변동은 10. 21.이 아닌 10. 22. 주가에 따라서 산정되어야 합니다. 합병비율 변경 공시 이후 10. 22. 두산로보틱스 주가는 10. 22. 약 5% 하락하였고, 이후 10. 23. 및 10. 24.에 걸쳐 약 3% 추가 하락하였습니다. 공시시점도 고려하지 않은 기본적인 주가 추이 산정 오류로 인해 전체 리포트의 결론의 신뢰성을 인정하기 어렵습니다.
- 상기 언급한 건 외에도 다수의 오류들이 발견됩니다.

ISS 내부 규정인 Due Diligence Package¹에 따르면, ISS가 분석보고서의 품질을 보장하기 위하여 엄정한 시스템과 통제를 실시하여야 하고, 이에 “Robust Data Consistency and Quality Checks” 요건의 준수가 중요하다는 점을 명시하고 있습니다. 그럼에도 불구하고 회사가 수 차례의 Communication 및 자료 제공을 통해서 설명한 위와 같은 본건의 기본적인 사실관계에 대해서조차 오류가 있는 것은 본건 Report가 ISS의 분석 절차 규정을 준수하지 않았다는 점을 반증하고 있으며, 이런 크고 작은 잘못된 사실관계를 바탕으로 작성된 ISS의 반대의견서가 신뢰성을 담보할 수 있는지 의심스럽습니다.

¹ [Due-Diligence-Compliance-Package-Feb-2022.pdf \(issgovernance.com\)](https://issgovernance.com/2022/02/02/due-diligence-compliance-package-feb-2022.pdf) 참고.

주주 여러분의 많은 성원을 부탁드립니다.

감사합니다.

경상남도 창원시 성산구 두산볼보로 22

055-278-6114

www.doosanenergy.com

DOOSAN