

# 원익IPS

(030530/매수)

## 인적분할의 함의

- 분할 이후 원익IPS의 자사주는 원익TGS로 귀속 → 지주회사 전환을 위한 과정으로 해석
- 인적분할 재상장 이후 시가총액의 합은 이전 시가총액보다 크게 형성된 사례가 많았음
- 금일 주가 하락은 과도하다고 판단 → 투자 의견 매수, 목표주가 16,000원 유지

### 원익IPS(신설법인)와 원익TGS(존속법인)로 인적분할 결정

동사는 반도체, 디스플레이, 태양광 장비 제조 사업부문을 분할해 신설법인 '원익IPS'를 설립하고 존속법인 '원익TGS'는 TGS(Total Gas Solution) 사업과 투자 사업 부문을 담당하게 된다. 분할 비율은 원익IPS와 원익TGS가 0.5127095대 0.4872905이며 분할 기일은 2016년 4월 1일이다. 분할 재상장을 위한 매매정지 예정기간은 2016년 3월 30일부터 2016년 4월 29일이며 신주의 상장 예정일은 2015년 5월 2일이다. 주식매수청구권은 발생하지 않는다.

이번 분할의 목적은 1) 사업 부문별로 필요한 역량 집중과 용이한 투자, 2) 독립 경영과 객관적인 평가를 통한 책임 경영 체제 구축, 3) 신속한 의사 결정과 경영 효율화로 밝히고 있다.

#### 표 1. 기업분할 주요 일정

구분	일자
이사회 결의일	2015년 11월 09일
분할주주총회를 위한 주주확정일	2016년 11월 30일
증권신고서 제출일	2016년 01월 14일
분할계획서 승인을 위한 주주총회일	2016년 02월 25일
구주권 제출기간	2016년 02월 29일 ~ 2016년 03월 31일
매매거래 정지기간	2016년 03월 30일 ~ 2016년 04월 29일
분할기일	2016년 04월 01일
분할등기일	2016년 04월 04일
변경상장 및 재상장 예정일	2016년 05월 02일

자료: KDB대우증권 리서치센터

### 지주회사 전환을 위한 과정으로 해석 → 금일 주가 하락은 과도하다고 판단

금일 주가 하락은 이번 인적분할의 목적이 다소 불명확해 투자자들의 우려가 높아진 것으로 판단된다. 당사는 이번 인적분할이 지주회사 전환을 위한 과정이라고 판단된다. 원익TGS가 투자 사업 부문(원익머트리얼즈, 테라세미콘, 원익엘앤디, 원익투자파트너스) 외에 원익IPS의 자사주를 귀속함으로써 실질적인 지주사 역할을 할 가능성이 높다. 이번 인적분할의 목적이 지주회사 전환을 위한 과정이라면 금일 주가 하락은 과도하다고 판단된다. 지주회사 전환은 사업 전문화, 투자자 효율화 및 지배주주의 안정적인 경영권 확보가 가능하기 때문에 긍정적인 측면이 더 크다.

결산기 (12월)	12/12	12/13	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
매출액 (십억원)	349	423	557	666	649	790
영업이익 (십억원)	26	55	92	111	97	137
영업이익률 (%)	7.4	13.0	16.5	16.7	14.9	17.3
순이익 (십억원)	8	27	47	82	77	106
EPS (원)	108	373	581	1,012	956	1,313
ROE (%)	3.0	9.3	13.8	20.5	16.1	18.6
P/E (배)	43.3	23.0	24.0	9.7	10.3	7.5
P/B (배)	1.2	2.0	3.0	1.7	1.5	1.2

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

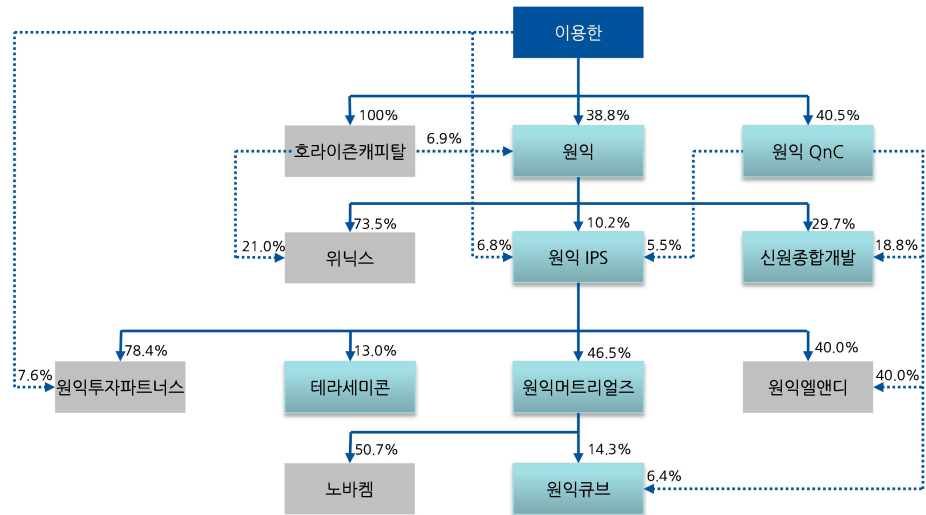
자료: 원익IPS, KDB대우증권 리서치센터

### 지주회사 전환의 힌트는 원익IPS의 자사주

이번 분할 과정에서 주목해야 할 부분은 기존 자사주(6.2%)가 원익TGS에 귀속되었다는 점이다. 인적분할을 통해 분할된 자사주가 원익TGS에 귀속되면서 원익TGS는 원익IPS를 6.2% 소유하게 된다. 원익TGS는 기존 투자 부문(원익머트리얼즈, 테라세미콘, 원익엘앤디, 원익투자파트너스) 외에 원익IPS의 지분도 확보하게 되어 지주사 형태를 갖추게 된다. 향후 원익TGS는 공개매수와 현물출자를 통해 원익IPS의 지분율을 29.8%까지 늘릴 수 있을 것으로 판단된다. 중장기적으로는 (주)원익과 원익TGS의 합병을 통해 출자구조 단순화, 지주회사 체제를 완성할 것으로 예상된다.

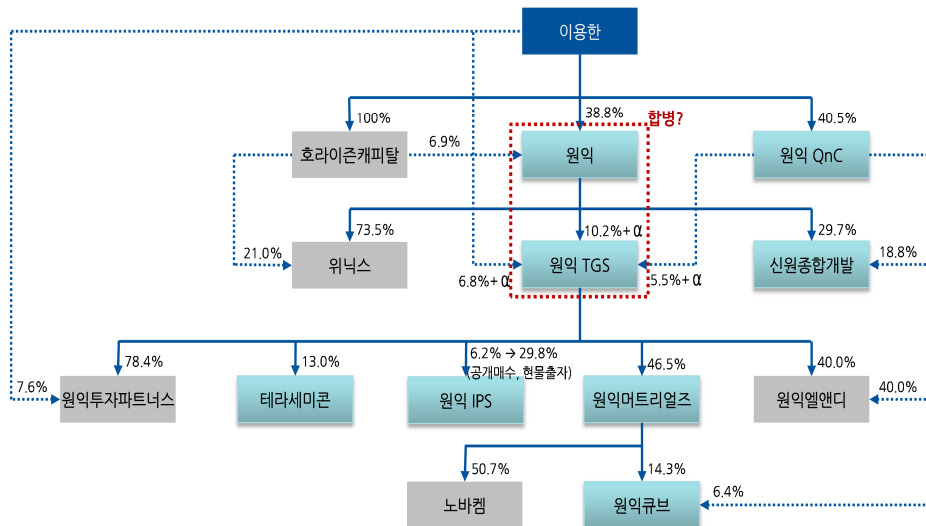
과거 지주회사 전환을 추진했던 기업들을 살펴보면 인적분할 후 공개매수, 그리고 현물출자라는 방식이 많이 선호되었다. 인적분할 후 지주회사 요건을 충족하기 위해 지주회사가 자회사 지분을 공개매수하는 과정에서, 지배주주들이 보유한 자회사 지분을 지주회사에게 현물출자로 제공하고 그 대가로 지주회사의 유상증자를 통해 신주를 지급받는 방식이다. 지배주주 입장에서는 지주회사 체제로의 전환과 동시에 지주회사에 대한 지분율을 끌어올려 그룹 지배력을 강화할 수 있다.

그림 1. 원익 그룹 지배구조 (분할 전)



자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 원익 그룹 지배구조 (분할 후)



자료: KDB대우증권 리서치센터

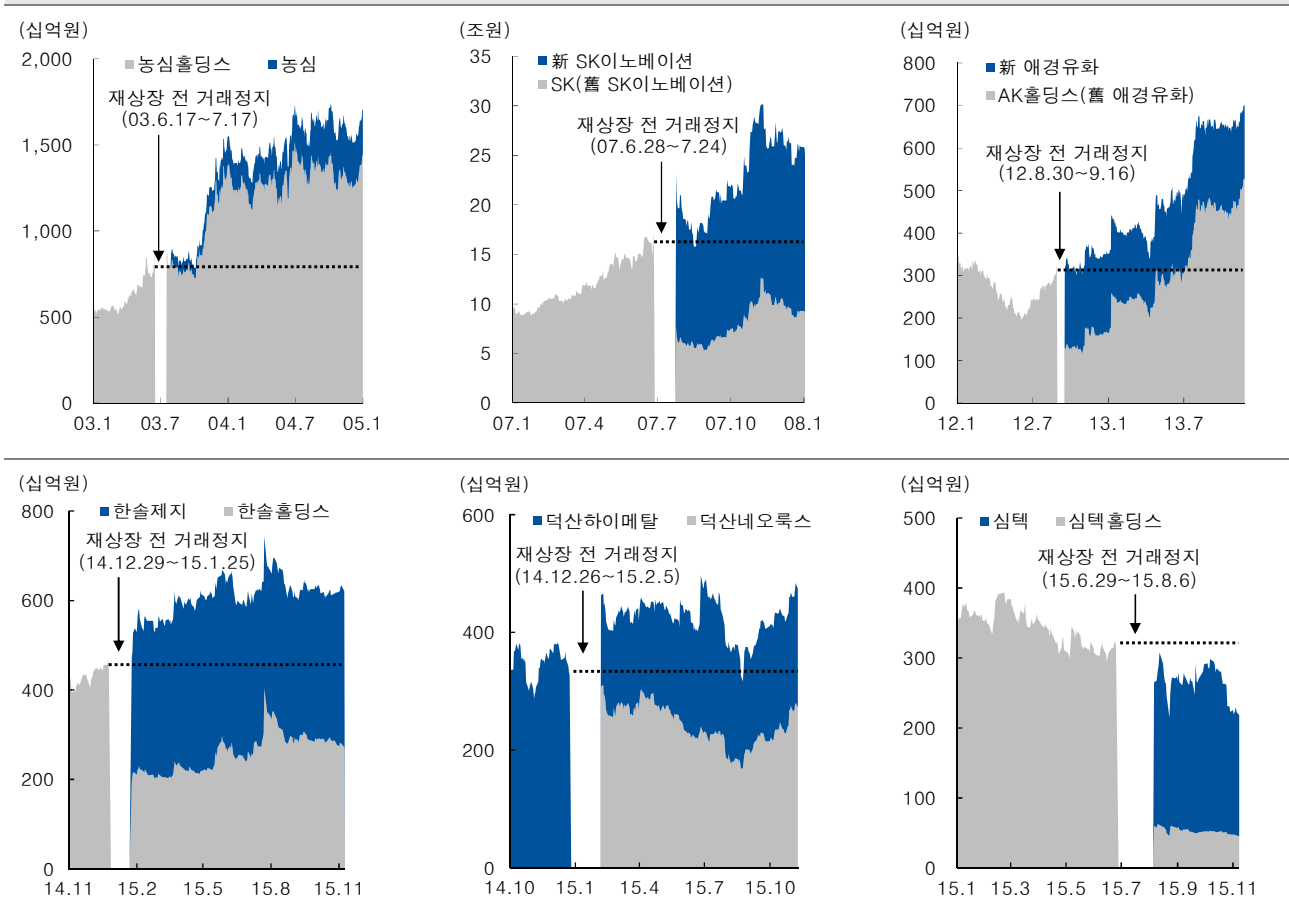
### 통상적으로 인적분할 재상장 이후 시가총액의 함은 이전보다 크게 형성

과거 지주회사 전환 전후의 시가총액을 비교해보면 인적분할 후 지주회사와 자회사의 재상장을 위해 매매거래 정지기간이 발생하는 불확실성에도 불구하고 대체로 인적분할 전의 시가총액보다 인적분할 후 지주회사와 자회사의 시가총액 함이 더 크게 형성됨을 확인할 수 있다.

기업 분할이 주가에 긍정적이라고 판단되는 이유는 다음과 같다. 첫째, 주주와 잠재적 투자자들의 요구에 부합할 수 있다. 투자자들은 개별 사업의 타당성에 근거하여 투자하기를 원하며 다각화된 기업보다는 투자목적에 부합되는 전문화된 기업에 대한 투자를 선호한다. 둘째, 각 사업부문별 적정한 가치평가가 가능하다. 회사가 여러 사업을 영위함으로써 인해 각 사업부문의 가치가 주가에 제대로 반영되지 못했다면, 분할 수에는 그 가치를 제대로 인정받을 수 있다. 셋째, 선택과 집중이라는 원칙에 부합할 수 있다. 주력사업에 자원을 집중시켜 경쟁우위를 확보하는 것이 장기적으로 성과가 높아질 가능성이 크다. 사업의 분할은 운영, 관리 측면에서도 최적화에 유리하다.

지주회사 체제로 전환되면 사업과 투자 부문이 혼재되어 있는 경영자원을 분리, 집중화함으로써 경영자원의 효율적인 분배가 가능해진다. 또한 지배구조가 개선되고 경영투명성이 제고되는 효과와 함께 경영성과의 책임소재가 분명해지는 책임경영의 효과도 기대할 수 있다. 따라서 기업지배구조 개선을 위한 기업 분할의 경우, 지주회사 전환으로 인해 지배구조가 개선되고 출자구조가 단순화되면서 경영의 효율성이 높아질 것이라는 기대감이 사업전문화의 분할 목적 이외에 추가적인 프리미엄으로 반영될 수 있다는 판단이다.

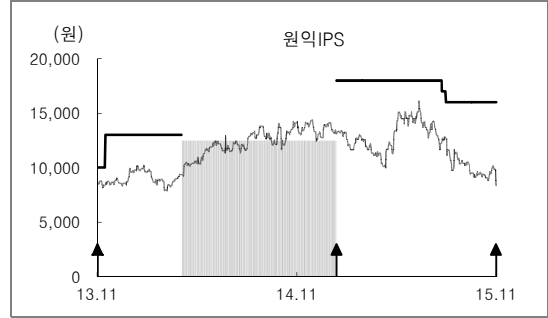
그림 3. 지주회사 전환 전후 시가총액 비교 사례



자료: KDB대우증권 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

종목명(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가(원)
원익IPS(030530)	2015.08.10	매수	16,000원
	2015.08.03	매수	17,000원
	2015.01.22	매수	18,000원
		분석 대상 제외	
	2013.11.25	매수	13,000원
	2013.10.01	매수	10,000원



투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
<b>매수</b> : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상 <b>Trading Buy</b> : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상 <b>중립</b> : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상 <b>비중축소</b> : 향후 12개월 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상	<b>비중확대</b> : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승 <b>중립</b> : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준 <b>비중축소</b> : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 약화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
72.77%	13.86%	13.37%	0.00%

\* 2015년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.