

AP 시스템 054620

분할 후 재상장, 사업회사의 극심한 저평가

반도체/디스플레이

Analyst **김선우**
02. 6098-6688
sunwoo.kim@meritz.co.kr

RA **주민우**
02. 6098-6677
minwoo.ju@meritz.co.kr

지주회사 (APS홀딩스)와 사업회사 (AP시스템)으로 금일 재상장

AP시스템은 인적분할을 위한 매매거래정지기간 (2월 24일 시작)이후 금일 재상장될 예정임. 이미 공시된 바와 같이, 기존 AP시스템 (054620) 주식은 분할 존속회사인 APS홀딩스 (054620) 46.6%와 분할 신설회사 AP시스템 (265520) 53.4%로 나뉘어짐. 하지만 기존 시가총액의 경우, 순자산 기준으로 분할됨에 따라 존속회사 (지주회사) 편중 현상이 두드러짐. 매매정지 전 시가총액 7,132억원은 존속회사 4,945억원과 신설회사 2,195억원으로 분할됨. 시초가 (존속회사 41,450원, 신설회사 16,050원)의 경우 기준가의 -50~200% 범위에서 결정된 후 거래가 시작될 예정임

분할 후 재상장에서 발견되는 가치

일반적으로 지주회사 설립을 위한 사업회사의 분할은 주가총액 측면에서 긍정적인 효과를 낳음. 이는 1) 기존 회사가 보유한 자기주식이 분할되며 신설법인에 대한 분할비율만큼 존속법인의 자본항목(자기주식)에서 자산항목(매도가능 금융자산)으로 재분류되며 자산이 증대되고, 2) 분할 이후 최대주주는 신설법인(사업회사)의 지분을 이용한 존속법인(지주회사)의 지분 확대를 추진하며, 이 과정에서 사업회사에 대한 시장의 재평가가 발생하기 때문임

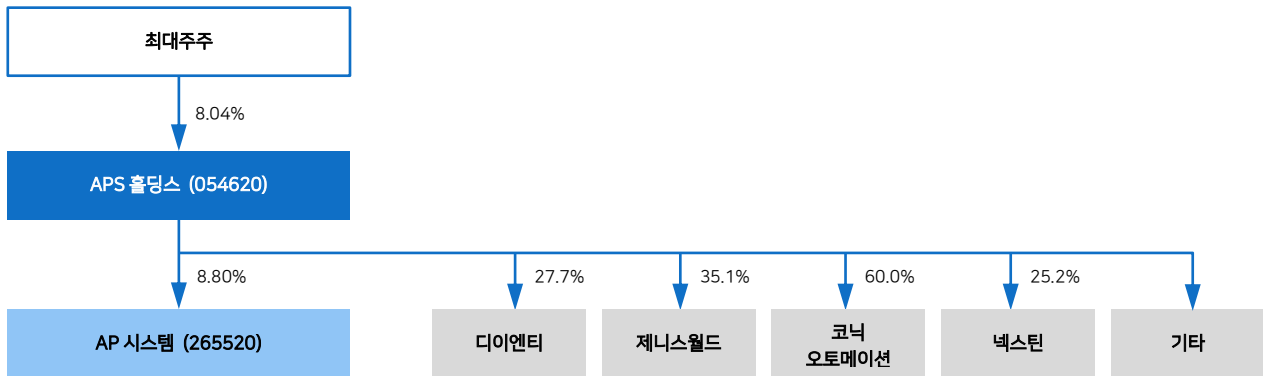
동사 역시 기존 보유중인 자기주식의 자산 재분류에서 121억원 가량 증가하게 되었음. 아울러 투자자들은 향후 사업회사가 진행할 수주 활동에 더 큰 관심을 기울이며 신설법인의 사업가치는 재조명 받을 수 있음

사업회사: 극심한 저평가 상태, 지주회사: 중장기적인 관점에서 관심 필요

시장 내 인적분할을 시행한 여러 사례들에 따르면, 결국 사업회사의 가치가 증대되며 최대주주의 현물출자와 지주회사의 유상증자가 동시에 시도됨. 하지만 이를 위한 최적의 조건 (사업회사/지주회사 가치의 괴리 극대화)을 예상하는데에는 한계가 있음. 이는 사업회사 가치의 상승 과정 이후 지주회사의 투자자산 지분가치 상승이 시차를 두고 뒤따르기 때문임

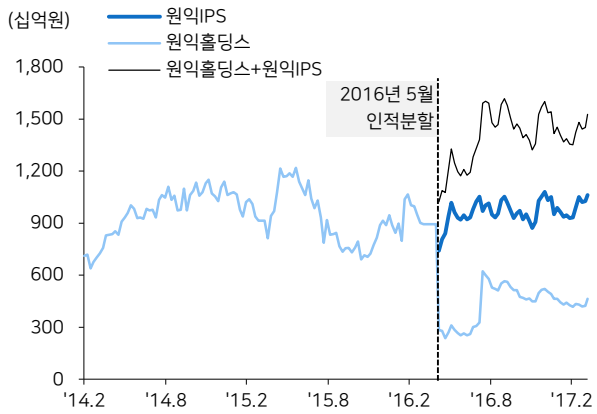
동사의 경우 역시, 분할 전후 합산 시가총액 개념에서 가치 재평가가 발생하며 지주회사와 사업회사의 동시 보유 전략을 추구할 수 있음. 하지만 이는 장기적으로만 유효하다는 판단. 지주회사보다는 사업회사의 저평가 매력 (분할전 순이익 기준 2017E PER 2.6배)에 주목하는 투자가 압도적으로 효율적이라는 판단임

그림1 분할 후 예상 지배구조도



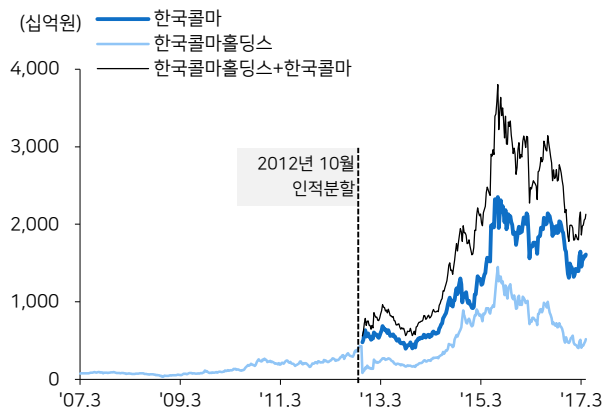
자료: 메리츠증권리서치센터

그림2 원익PS 분할 이후 합산 시총은 분할 이전보다 상승



자료: Quantwise, 메리츠증권리서치센터

그림3 한국콜마 분할 이후 합산 시총은 분할 이전보다 상승



자료: Quantwise, 메리츠증권리서치센터

(십억원)	분할전	분할 후	
		APS 홀딩스 (054620)	AP시스템 (265520)
자산			
유동자산	349	95	254
현금 및 현금 등가물	96	85	21
기타	253	10	233
비유동자산	197	69	140
매도가능금융자산	5	17	
유형자산	111	2	109
종속기업 및 관계기업투자	50	50	
기타	32	1	31
자산 총계	545	164	393
부채			
유동부채	298	12	286
매입채무	135		135
차입금	81		81
기타	81	12	69
비유동부채	41	4	38
차입금	28		28
기타	14	4	10
부채 총계	339	16	324
자본			
납입자본	149	69	70
이익잉여금	79	79	-
기타자본구성요소	-22	0	-
자본 총계	206	148	70
부채와 자본 총계	545	164	393

자료: DART, 메리츠증권증권 리서치센터

법인명	분류	Ticker	기준가 (원)	주식수 (백만주, 보통주)	시가총액 (십억원)	비고
분할 전						
AP시스템		054620	27,850	25.61	713	
분할 후						
에이피에스홀딩스 (종속법인)	지주회사	054620	41,450	11.93	495	* 현금 850억원, 지분투자자산 670억원 보유
AP시스템 (신설법인)	사업회사	265520	16,050	13.68	220	* 분할 전 2017E 순이익 추정치 841억원 기준 PER 2.62배로 극심한 저평가

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 4월 7일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 4월 7일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 4월 7일 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: 김선우)

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.