



Overweight

Top Picks 및 관심종목

셀트리온(068270)

BUY | TP 210,000원 | CP 143,600원

셀트리온헬스케어(091990)

BUY | TP 95,000원 | CP 64,300원

*CP 2023년 8월 17일



Analyst 박재경 jaeyoung2@hanafn.com
RA 이준호 junholee95@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2023년 8월 18일 | 산업분석_Update

제약/바이오

셀트리온 그룹 합병 발표 코멘트

셀트리온, 셀트리온헬스케어 합병 발표

8/17일자로 셀트리온은 셀트리온헬스케어와 합병을 진행한다고 공시했다<도표1>. 합병은 셀트리온을 존속법인으로 셀트리온헬스케어를 흡수합병하는 형태로 진행된다. 합병 비율은 규정에 따라 결정되었으며, 셀트리온은 1주, 셀트리온헬스케어는 0.45주의 비율로 합병 신주(약 7,389만주)가 배정된다. 셀트리온 그룹 합병 성공의 열쇠는 주식매수청구 금액이다. 회사가 제시한 주식매수청구가격은 셀트리온 150,813원, 셀트리온헬스케어 67,251원이다. 셀트리온과 셀트리온헬스케어의 기타주주 지분은 각각 66.33%, 59.76% 수준으로 다소 높아, 주식매수청구가 다소 부담이 될 수 있다. 셀트리온이 공시를 통해 밝힌 주식매수청구에 활용하는 최대 금액은 1조원이다. 2Q23 기준 셀트리온, 셀트리온헬스케어의 현금성 자산은 6,752억원, 3,699억원 수준이다. 유사한 사례로 지씨셀의 합병을 참고할 수 있다. 지씨셀은 합병 당시 녹십자랩셀 415,222주(주식수의 3.9%, 당시 기타주주 43%), 녹십자셀 844,666주(주식수의 6.5%, 당시 기타주주 72%)에 대해 총 777억원의 주식매수청구가 이뤄졌다. 합병의 성격과 시장 상황이 다르므로 그대로 적용하긴 어려우나 당시와 동일한 비율로 주식매수청구가 나온다고 가정한다면(셀트리온 3.9%, 셀트리온헬스케어 6.5%) 약 1.6조원의 현금이 필요하다.

합병의 기대효과 1) 투명성 제고, 2) 원가 경쟁력, 3) 투자 여력 확대

이번 합병의 긍정적인 측면으로 [1] 거래 구조 단순화를 통한 투명성 제고, [2] 매출 원가율 하락(셀트리온헬스케어의 입장에서), [3] 통합을 통한 투자 여력 확대를 꼽을 수 있다<도표 8>. [1] 기존에는 셀트리온이 바이오시밀러를 생산하고 이를 셀트리온헬스케어가 판매하는 구조를 가지고 있어 '셀트리온 그룹'의 실제 실적을 확인하기 어려웠으나, 2사 합병을 통해 이러한 부분이 해소될 수 있다. [2] 셀트리온헬스케어의 22년 매출원가율은 71.5%, 2Q23 매출원가율은 71.3% 수준이나, 합병 이후 생산 물량에 대해서는 기존 셀트리온의 원가율이 적용됨에 따라 원가율이 개선될 것으로 예상된다. [3] 2Q23 기준 셀트리온의 현금성 자산은 6,752억원, 셀트리온헬스케어의 현금성 자산은 3,699억원 수준이다(주식매수청구권 행사 미 고려). 셀트리온은 신약 개발 업체로의 도약과 그를 위한 M&A 계획을 지속적으로 밝히고 있다. 합병을 통한 현금 증가는 규모 있는 투자의 재원이 될 수 있다.

실적의 변수가 될 재고자산과 무형자산 상각

합병 셀트리온의 실적을 기술적으로 살펴보면<도표7> [1] 셀트리온의 매출 중 셀트리온헬스케어 향으로 발생하는 매출은 내부거래로 상계되어 매출액은 셀트리온헬스케어, Teva 위탁 생산, 셀트리온제약/케미컬의 매출이 남게 되고, [2] 매출원가율은 기존 재고(원가율 약 70%, 2Q23 기준 약 2.6조원)와 신규 재고(원가율 약 35%)의 비중에 따라 결정되며, [3] 판매 및 관리비에서는 셀트리온, 셀트리온헬스케어의 비용이 더해지고(중복되는 판관비가 없기 때문) 여기에 셀트리온헬스케어의 무형자산에 대한 상각이 발생할 것으로 추정한다. 실적의 변수는 신규 재고와 기존 재고의 비율, 셀트리온헬스케어의 무형자산 상각이다. 합병 초기에는 신규 재고보다 기존 재고의 비중이 높을 것으로 예상되며, 그렇다면 합병에도 불구하고 기존 재고를 소모할 때까지 매출원가율의 개선은 점진적으로 이뤄질 것으로 보인다. 기존 재고의 소진 기간이 1년 정도로 추정됨에 따라(셀트리온헬스케어 23년 매출액 2조 1,582억원 전망), 25년부터는 원가율 개선 효과를 본격적으로 확인할 수 있을 것으로 예상된다. 무형자산 상각비 또한 변수다. 삼성바이오로직스가 삼성바이오에피스를 인수했을 당시 기업인수가격배분(Purchase Price Accounting, PPA)에 따라 삼성바이오에피스의 공정가치(Fair Value) 5.4조원 중 순 자산가치 1조원을 제외한 프리미엄 4.4조원은 영업권 6천억원, 개발 중인 파이프라인, 판매 중인 제품의 무형자산 가치 3.7조원, 건물 1천억원으로 배분되어 약 3.8조원이 상각 대상이었다. 금번 합병의 상각 자산 규모는 추후 인수가 완료된 후 구체적인 금액이 공개될 것으로 보인다.

간담회에서 공개한 셀트리온그룹의 장기 Vision과 주주환원 정책

셀트리온은 이번 간담회에서 신약 개발로의 영역 확장, 글로벌 판매망 구축을 통한 수익성 극대화, 자체 설비 증설, 디지털 헬스케어 분야 진출 등의 장기 vision을 공개했다. 셀트리온 그룹은 2030년까지 오리지널 신약의 비중을 40%까지 높이는 것을 목표로 한다고 밝혔다. 첫 시작은 램시마SC(미국 제품명 짐펜트라)다. 램시마SC는 올해 10월 FDA 승인이 예상된다. 램시마SC는 램시마V 대비 3배 이상의 약가를 받을 수 있고, 바이오시밀러와 달리 경쟁이 없는 신약으로 높은 수준의 리베이트가 필요하지 않아 높은 수익성을 기대할 수 있다. 셀트리온은 램시마SC의 개발 외에 후속 파이프라인 개발을 위해 에이비프로바이오, Iksuda 등 다양한 신약개발 업체들과 협업을 진행하고 있다<도표10>. 구체적인 파이프라인이 공개되지는 않아 한계는 있으나, 신약개발에 대한 큰 로드맵이 제시되었다는 점에서 의미를 가진다. 또한 셀트리온은 또한 주주환원 정책에 대한 목표도 제시했다. 장기적으로 EBITDA에서 Capex를 제외한 금액의 30%를 현금 배당에 활용할 계획이다.

단기 주가 변동성 확대될 수 있으나, 펀더멘탈이 장기 주가 결정할 것

2015년 서정진 회장이 셀트리온 그룹의 합병 의사를 밝힌 이후, 합병 뉴스는 셀트리온 그룹 주가의 상승 트리거로 작용해왔다. 최근에도 이러한 경향은 이어졌다. 셀트리온 그룹의 합병에 대한 보도가 나온 7/12일 장중에 셀트리온은 +5.0%, 셀트리온헬스케어는 +8.9%까지 주가가 상승한 바 있다. 주가 상승 요인은 투명성 제고를 통한 투자자 신뢰 회복과 수급 개선, 주식매수청구권 행사를 줄이기 위한 주가 부양책에 대한 기대 등이다. 단기 주가 변동성이 확대될 수는 있으나, 장기적으로는 펀더멘탈을 기반으로 주가 흐름이 결정될 것으로 전망한다.

셀트리온-셀트리온헬스케어 합병 IR 주요 Q&A

셀트리온헬스케어의 재고자산 처리방식은?

현재 셀트리온헬스케어의 재고는 2조 6천억원. 24년 예상 매출은 3조 5천억원으로 해당 재고는 적정 수준. 셀트리온 제조원가의 재고자산, 셀트리온 매입원가의 재고자산이 있을 예정. 24년 판매가 이뤄지면서 모든 재고 원가는 셀트리온 제조원가에 근접해질 것으로 예상. 합병 시 일시적으로 셀트리온의 재고자산을 처리하는 것이 아님. 지금 식으로 판매할 때 원가에 재고가 셀트리온의 재고 원가와 셀트리온헬스케어 매입원가의 평균으로 인식되면서 서서히 원가가 낮아질 것. 24년 예상 EBITDA는 1.7조원으로 원가도 고려한 숫자

합병 시 판매관리비의 예상 추이는?

판관비는 크게 고정비와 변동비가 있음. 고정비는 직판망을 구축하기위해 투자한 부분이 고정비. 올 상반기까지 직판망 미국, 호주, 캐나다 구축 완료. 고정비 증가는 크게 늘어나지 않을 것으로 예상. 매출의 증가에 따라 변동비는 지속적으로 증가하는 구조. 해당 내용을 모두 반영하여 24년 예상 EBITDA는 1.7조원. EBITDA 마진율은 25년 56%, 26년 64% 이상. EBITDA는 +30%YoY 이상 성장 전망

합병 직후 단기적인 매출총이익, 장기적 매출총이익은 어느정도 예상되는지?

24년 일부 상각 비용 발생. 셀트리온헬스케어의 판권에 해당하는 부분이 상각 대상. 일부 영업이익이 감소하는 효과 발생. 다만 25년, 26년까지 영향은 주지 않을 것. Zymfentra는 현재 바이오시밀러 대비 4배 이상 높은 고가로 판매될 예정. 15년간 특허로 보호될 예정. 가격인하 우려 거의 없음. 기존 바이오시밀러 + 신약의 매출이 더해져 부가가치가 더해져 성장 가능

합병 법인의 실적 구조가 어떻게 변경되는지?

셀트리온헬스케어의 23년 예상 매출은 2.3조. 24년엔 미국 법인이 큰 폭으로 성장 예상. 미국 베그젤마 공급 진행되고 있으며 24년 예상 시장점유율은 30%. 미국 유폴라이마 처방 발생하기 시작했음. 미국 전체 시장의 11%를 커버하는 Payer와 계약완료 되었으며 이번주 내로 5%를 커버하는 Payer와의 협상 완료 예상

무형자산 상각은 어느정도 이뤄지는지?

판권이 상각 대상. 회계법인들과 기준을 협의하고 있음. 오늘 제공하는 EBITDA 가이드는 해당 기준 설정을 보수적인 전제 적용

24년 목표 매출 3조 5천억원 중 Zymfentra 비중은?

한화 7천억원 예상. EBITDA 마진율에 크게 기여 예상

30년 40%의 신약 매출중 Zymfentra 매출 비중은?

30년 예상 매출은 12조, Zymfentra 시장은 3조로 예상. 매출에 기여할 신약 1, 2가지가 더 필요함

도표 1. 셀트리온 그룹 합병 일정

내용		일정
이사회 결의일		23.08.17
계약일		23.08.17
주주총회를 위한 주주확정일		23.09.25
승인을 위한 주주총회일		23.10.23
주식매수청구권 행사	시작일	23.10.23
	종료일	23.11.13
매수청구가격	셀트리온 150,813원	
	셀트리온헬스케어 67,251원	
합병기일		23.12.28
합병신주 상장 예정일		24.01.12

자료: 하나증권

도표 2. 합병의 절차

합병회사	피합병회사
합병계약서 작성	
	주요 서류 본점 비치 및 반대 의사 통보
이사회 의결	이사회 의결
주주 총회 의결	주주 총회 의결
대차대조표 작성 및 채권자 이익신청 공고	채권자 이익신청 공고
흡수합병 인가 신청	
인가 여부 통지	
합병 신고	
신고수리 여부 통지	
변경 등기	해산등기

자료: 상법, 하나증권 재구성

도표 3. 합병가액, 주식매수청구권 산정 금액 관련 법률

자본시장과 금융투자업에 관한 법률 시행령 [대통령령 제33146호, 2022. 12. 27. 일부개정]

제176조의5(합병의 요건·방법 등)

① 주권상장법인이 다른 법인과 합병하려는 경우에는 다음 각 호의 방법에 따라 산정한 합병가액에 따라야 한다. 이 경우 주권상장법인이 제1호 또는 제2호가목 본문에 따른 가격을 산정할 수 없는 경우에는 제2호나목에 따른 가격으로 하여야 한다.

1. 주권상장법인 간 합병의 경우에는 합병을 위한 이사회 결의일과 합병계약을 체결한 날 중 앞서는 날의 전일을 기산일로 한 다음 **각 목의 종가(증권시장에서 성립된 최종가격을 말한다. 이하 이 항에서 같다)를 산술평균한 가액**(이하 이 조에서 “기준시가”라 한다)을 기준으로 100분의 30(계열회사 간 합병의 경우에는 100분의 10)의 범위에서 할인 또는 할증한 가액. 이 경우 가목 및 나목의 평균종가는 종가를 거래량으로 가중산술평균하여 산정한다.

가. 최근 1개월간 평균종가. 다만, 산정대상기간 중에 배당락 또는 권리락이 있는 경우로서 배당락 또는 권리락이 있는 날부터 기산일까지의 기간이 7일 이상인 경우에는 그 기간의 평균종가로 한다.

나. 최근 1주일간 평균종가

다. 최근일의 종가

<이하 생략>

176조의7(주주의 주식매수청구권)

③ 165조의5제3항 단서에서 “대통령령으로 정하는 방법에 따라 산정된 금액”이란 다음 각 호의 금액을 말한다. <개정 2013. 8. 27.>

1. 증권시장에서 거래가 형성된 주식은 다음 **각 목의 방법에 따라 산정된 가격의 산술평균가격**

가. 이사회 결의일 전일부터 과거 2개월(같은 기간 중 배당락 또는 권리락으로 인하여 매매기준가격의 조정이 있는 경우로서 배당락 또는 권리락이 있는 날부터 이사회 결의일 전일까지의 기간이 7일 이상인 경우에는 그 기간)간 공표된 매일의 증권시장에서 거래된 최종시세가격을 실물거래에 의한 거래량을 가중치로 하여 가중산술평균한 가격

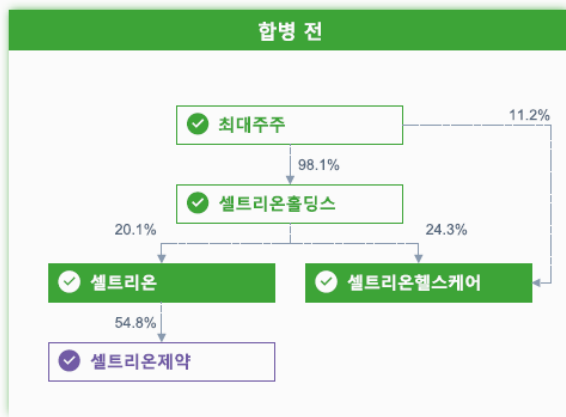
나. 이사회 결의일 전일부터 과거 1개월(같은 기간 중 배당락 또는 권리락으로 인하여 매매기준가격의 조정이 있는 경우로서 배당락 또는 권리락이 있는 날부터 이사회 결의일 전일까지의 기간이 7일 이상인 경우에는 그 기간)간 공표된 매일의 증권시장에서 거래된 최종시세가격을 실물거래에 의한 거래량을 가중치로 하여 가중산술평균한 가격

다. 이사회 결의일 전일부터 과거 1주일간 공표된 매일의 증권시장에서 거래된 최종시세가격을 실물거래에 의한 거래량을 가중치로 하여 가중산술평균한 가격

<이하 생략>

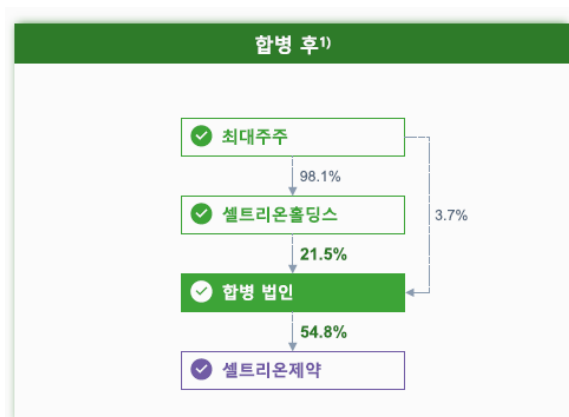
자료: 법제처, 하나증권

도표 4. 셀트리온 그룹 합병 전 지배구조



자료: 셀트리온, 하나증권

도표 5. 셀트리온 그룹 합병 후 지배구조



자료: 셀트리온, 하나증권

도표 6. 합병 셀트리온 실적 모식도

매출액	셀트리온헬스케어	제약+케미컬	TEVA
- 매출원가(원가율은 기존, 신규 재고 비중에 따라 결정)	셀트리온 고정원가	셀트리온 변동원가	
- 판매관리비(셀트리온 연결, 셀트리온헬스케어 합산)	셀트리온	셀트리온헬스케어	
- PPA 상각(합병 완료된 후 상각 대상 무형자산 금액과 상각 기간에 따라 결정)		PPA 상각	
영업이익		영업이익	

자료: 하나증권

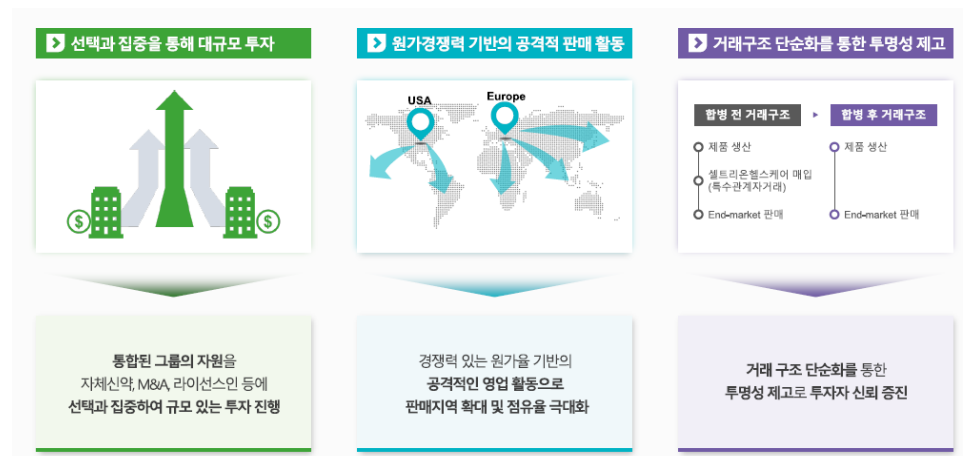
도표 7. 23년 실적 전망치 기준 합병 셀트리온 실적 예상

(단위: 십억원)

항목	연결 셀트리온(A)	셀트리온헬스케어(C)	합병 셀트리온
매출액	2,293.4	2,158.2	2,723.4(B+C+D)
제약+케미컬(B)	454.1		
TEVA향 매출(D)	111.2		
매출원가	1,199.9	1,515.4	1,140.4
고정비	287.6		287.6
변동비	906.3		852.8(매출액xE)
변동비율(E)	39.5%		39.5%
매출총이익	1,093.6	642.8	1,583.0
매출총이익률	47.7%	29.8%	58.1%
판매비	375.1	445.7	820.7(A+C)
영업이익	718.5	197.1	762.3
영업이익률	31.3%	9.1%	28.0%

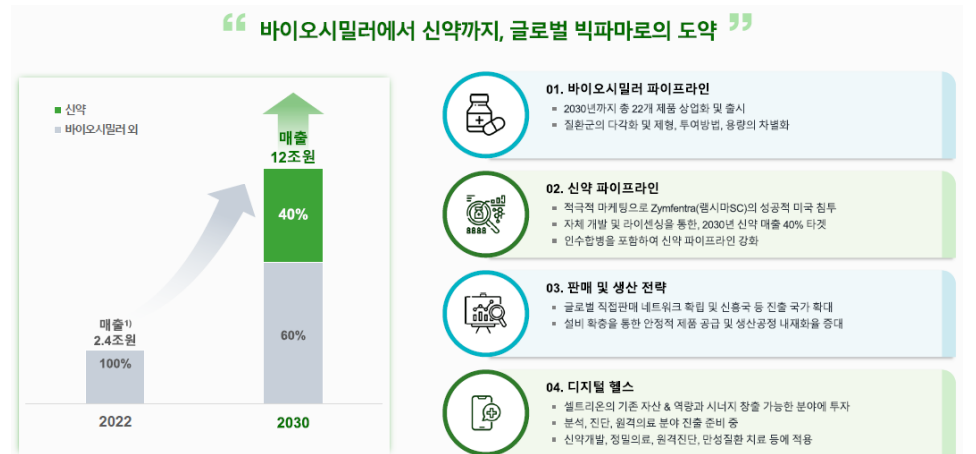
주: 변동비, 고정비는 성격별 비용을 기반으로 한 하나증권 추정치, 매출원가율은 현 재고 소진 후로 적용
 자료: 하나증권 추정

도표 8. 합병 기대효과



자료: 셀트리온, 하나증권

도표 9. 셀트리온 그룹 Vision 2030



자료: 셀트리온, 하나증권

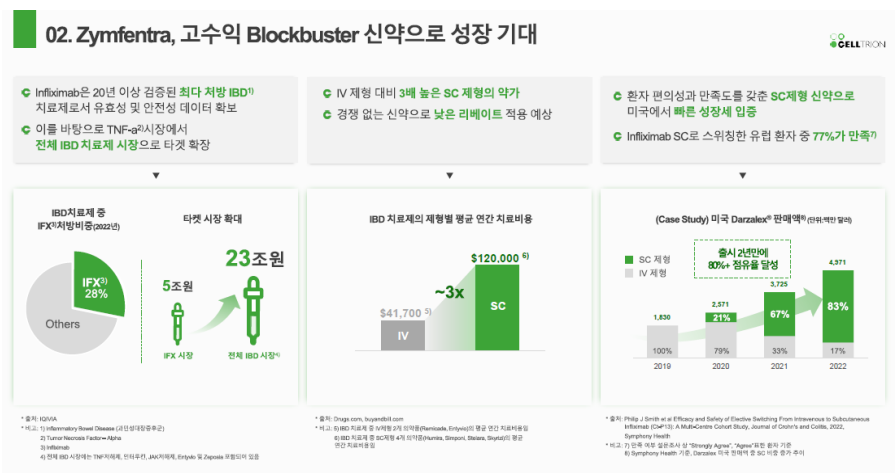
도표 10. 셀트리온 신약 분야 투자 현황

(단위: 십억원)

발표일	기업	총계약규모	계약금	내용
23.03.14	지뉴브	1,866	N/A	SHINE MOUSE 플랫폼 활용 항체 최대 2개 타겟 후보물질 개발. R&D 비용 50% 부담
23.01.15	lksuda	610	N/A	영국 ADC 개발사 lksuda Therapeutics 시리즈 A투자. 47.05% 지분 확보
22.10.17	피노바이오	1,776	1	ADC 플랫폼 활용 최대 15개 타겟 후보물질 개발
22.09.20	Abpro	2,447	14	HER2xCD3 이중항체 후보물질 ABP102 라이선스
21.08.04	Trilink	N/A	N/A	mRNA 백신 플랫폼 개발, 타질환 영역 확장 예정

자료: DART, 셀트리온, 하나증권

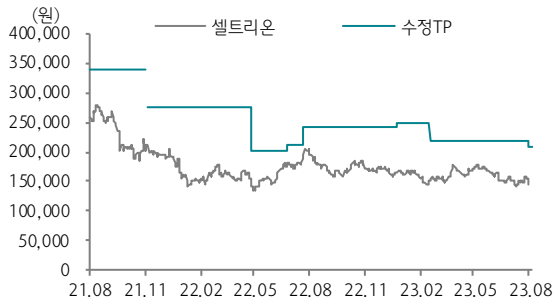
도표 11. 미국에서 블록버스터로 성장할 것으로 기대되는 렘시마SC



자료: 셀트리온, 하나증권

투자의견 변동 내역 및 목표주가 과리율

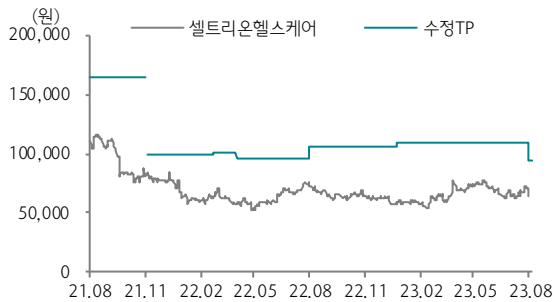
셀트리온



날짜	투자의견	목표주가	과리율	
			평균	최고/최저
23.8.16	BUY	210,000		
23.3.6	BUY	220,000	-27.30%	-18.27%
22.8.8	BUY	250,000	-35.85%	-32.08%
22.7.11	BUY	220,000	-15.04%	-10.45%
22.5.13	BUY	210,000	-23.36%	-10.71%
21.11.22	BUY	290,000	-38.06%	-25.52%
담당자 변경				

투자의견 변동 내역 및 목표주가 과리율

셀트리온헬스케어



날짜	투자의견	목표주가	과리율	
			평균	최고/최저
23.8.16	BUY	95,000		
22.8.17	BUY	110,000	-40.45%	-29.73%
22.4.18	BUY	100,000	-34.61%	-21.20%
22.3.10	BUY	105,000	-37.98%	-30.57%
21.11.22	BUY	102,983	-29.49%	-15.71%
담당자 변경				

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박재경)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 본 조사분석자료의 작성과 관련하여 당사의 금융투자분석사 박재경은 EULAR 2023에 (주)셀트리온의 비용으로 참석한 사실이 있음을 고지합니다"
- 당사는 2023년 8월 18일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(박재경)는 2023년 8월 18일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

- BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
- Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
- Reduce(비중축소)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 하락 가능

산업의 분류

- Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
- Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
- Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.59%	4.95%	0.45%	100%

* 기준일: 2023년 08월 17일