

CORPORATE ANALYSIS REPORT OF NAVISTOCK

CARN

기업분석보고서

셀트리온 [068270]

과연 셀트리온은 빠르게 성장하고 있는 유망한 회사인가?

기업명	셀트리온 [068270]
작성자	네비스탁 기업평가팀
작성일	2011년 10월 06일
52주 최고가	50,400 원
현재가	45,850 원 (액면가 500원)
Report No.	Q068270-1124C-S0001

■ Caution

본 보고서는 특정 회사에 대한 투자의 권고 및 신용평가를 제공하지 않습니다. 본 보고서의 내용은 네비스탁이 신뢰할 만 하다고 판단되는 자료와 정보에 근거하여 만들어진 것이지만 그 정확성이나 완전성을 네비스탁이 보증하지는 않습니다. 어떠한 경우에도 네비스탁은 보고서를 포함한 기타자료, 정보들로 인해 발생한 손해 등에 대해서는 책임을 지지 않습니다. [지적재산권] 보고서를 포함한 네비스탁이 제공하는 모든 정보는 네비스탁의 소유이며, 네비스탁의 동의 없이 고객 여러분 자신 이외의 다른 목적 (제3자에게 제공, 독자적인 가공/복사 등)으로 사용 할 수 없습니다.

1. 과연 셀트리온은 빠르게 성장하고 있는 유망한 회사인가?

셀트리온의 최근 실적은 다음과 같다.

(단위 : 천원)

구분	2011.반기	2010년	2009년	2008년
매출	128,609,313	180,948,490	145,551,443	83,689,668
영업이익	82,593,887	106,619,644	71,752,292	30,771,717
당기순이익	81,600,111	108,372,315	58,544,421	14,571,059

단순히 셀트리온의 매출과 이익 규모를 본다면, 셀트리온은 급격하게 성장하고 있으며 상당히 높은 수준의 이익률을 보여주고 있는 매우 유망한 회사라고 할 수 있을 것이다. 하지만 매출을 조금 더 자세히 살펴보면 다소 납득하기 어려운 사실을 확인할 수 있다.

[특수관계자 거래]

(단위 : 천원)

구분	매출			
	2011.반기	2010년	2009년	2008년
지분법피투자회사	618,659	331,235	152,190	559,103
기타특수관계자	129,992,067	180,658,994	25,673,751	-
합계	130,610,726	180,990,229	25,825,941	559,103

위의 표에서와 같이 2009년부터 특수관계자와의 거래를 통해 매출이 발생하기 시작하더니, 2010년과 2011년 반기에는 매출과 거의 맞먹는 수준의 매출이 특수관계자와의 거래를 통해 발생하였다. 2011년 반기말 기준으로 회사의 특수관계자 내역은 다음과 같다.

종속기업	관계기업	기타
셀트리온 돈, 셀트리온 예브라지아, 셀트리온 유럽	셀트리온제약(주), 보스톤인큐베이션 투자조합	(주)셀트리온홀딩스, (주)셀트리온헬스케어, (주)셀트리온지에스씨, 셀트리온창업투자(주), (주)셀트리온에스티, (주)셀트리온화학연구소, 코디너스 유에스에이 등

셀트리온은 특수관계자 가운데 셀트리온헬스케어를 대상으로 상당한 매출을 발생시켰음을 셀트리온헬스케어의 감사보고서를 통해 확인할 수 있었다. 셀트리온헬스케어의 2010년 감사보고서에는 셀트리온헬스케어가 셀트리온으로부터 약 **1,849억원을 매입하였다고 기록하고 있다**. 셀트리온헬스케어의 반기보고서가 작성되지 않아 반기 거래 내역을 확인할 수 없지만, 셀트리온의 반기 매출 역시 셀트리온헬스케어를 대상으로 발생하였을 것으로 추정된다.

셀트리온헬스케어의 요약 재무 상황은 다음과 같다.

(단위 : 천원)

구분	2010년	2009년	2008년
자산	247,833,918	131,026,689	75,898,109
유동자산	199,826,314	53,888,833	21,351,166
당좌자산	54,626,314	27,488,833	21,351,166
재고자산	145,200,000	26,400,000	-
비유동자산	48,007,604	77,137,856	54,546,942
투자자산	2,000	77,054,878	54,513,716
유형자산	130,189	66,967	30,544
무형자산	10,612	8,263	2,383
기타비유동자산	47,864,802	7,748	300
부채	244,724,799	126,930,273	95,224,499
유동부채	100,261,711	101,930,273	70,224,499
비유동부채	144,463,088	25,000,000	25,000,000
자본	3,109,119	4,096,416	-19,326,390
자본금	1,657,630	3,315,265	3,000,000
자본잉여금	19,809,452	19,809,452	-
자본조정	-59,368,783	-	-
기타포괄손익누계액	-	-5,403,052	-6,334,988
이익잉여금	41,010,820	-13,625,249	-15,991,402
매출	97,287,270	-	30,800
영업이익	22,291,475	-986,045	-519,795
당기순이익	54,636,069	2,366,153	-10,624,680

위의 표에서와 같이 셀트리온헬스케어는 08년과 09년에 사실상 제대로 된 매출을 발생시키지 못했으나, 2010년에 갑자기 1천억원에 가까운 매출을 발생시켰으며 223억원에 달하는 영업이익을 달성했다. 셀트리온헬스케어의 매출은 셀트리온으로부터 매입한 상품을 판매하여 발생시킨 매출로 추정된다.

여기까지만 본다면, 셀트리온이 생산한 상품을 특수관계자인 셀트리온헬스케어를 통해 판매함으로써 셀트리온과 셀트리온헬스케어 모두 상당한 매출과 이익을 달성했다고 볼 수 있을 것이다. 하지만 셀트리온과 셀트리온헬스케어 사이의 거래를 보다 면밀히 살펴본다면, 다소 석연치 않은 점을 발견할 수 있다.

다음은 셀트리온과 셀트리온헬스케어의 최근 사업연도 재무제표에서 매출채권, 매입채무, 그리고 재고자산 등의 내역이다.

[셀트리온]

(단위 : 천원)

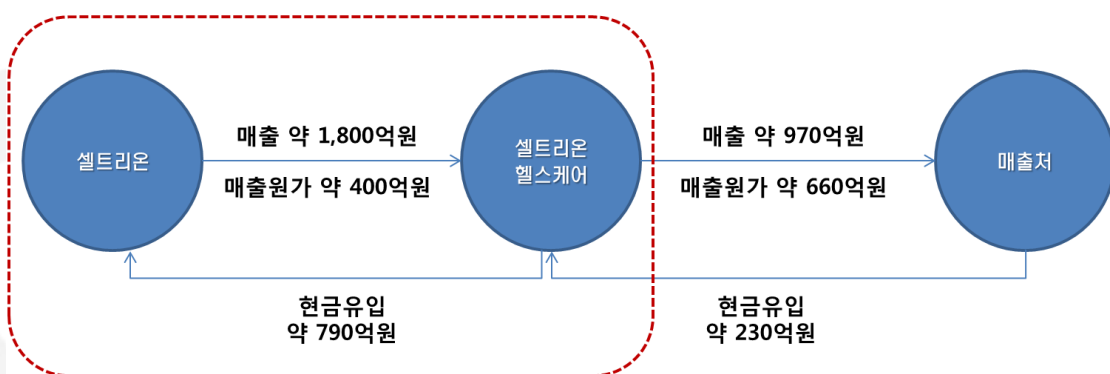
구분	2011.반기	2010년	2009년	2008년
매출	128,609,313	180,948,490	145,551,443	83,689,668
매출채권 합	181,339,947	127,887,985	26,572,759	19,268,295
매출채권	121,939,947	81,687,985	19,972,759	19,268,295
장기매출채권	59,400,000	46,200,000	6,600,000	-

[셀트리온헬스케어]

(단위 : 천원)

구분	2011.반기	2010년	2009년	2008년
매출		97,287,270	-	30,800
매입채무 합		127,160,000	26,401,079	57,930
매입채무		80,960,000	26,401,079	57,930
장기매입채무		46,200,000	-	-
재고자산		145,200,000	26,400,000	-
매출채권 합		73,908,990	-	-
매출채권		26,490,814	-	-
장기매출채권		47,418,176	-	-

셀트리온헬스케어의 경우 2008년과 2009년에 사실상 매출도 없는 상태였으므로 제외하고 2010년의 재무제표를 통해 셀트리온과의 거래를 다음과 같이 추정해 볼 수 있다.



셀트리온은 셀트리온헬스케어를 통해 상품 약 1,800억원 판매하였으며 그 원가는 약 400억원에 불과했다. 그리고 셀트리온헬스케어는 셀트리온으로부터 매입한 상품 중 약 970억원을 판매하였으며 그 원가는 660억원이었다.

셀트리온의 경우 매출원가가 매출의 약 22%에 불과할 만큼 상당한 매출총이익률을 달성하였고 셀트리온헬스케어 역시

약 32%의 매출총이익률을 달성할 수 있었다. 이렇게 본다면, 셀트리온이나 셀트리온헬스케어 모두 상당히 우량하고 양호한 매출 실적을 달성하였다고 볼 수 있을 것이다.

하지만 셀트리온과 셀트리온헬스케어를 하나의 동일한 회사라고 놓고 본다면 이야기는 조금 달라진다. 셀트리온헬스케어는 셀트리온으로부터 매입한 약 1,800억원의 상품 가운데 상당 부분을 재고자산으로 보유하고 있으며 2010년에 그 중 970억원을 판매하였다. 결국 셀트리온과 셀트리온헬스케어 이 두 회사가 함께 2010년도에 약 970억원의 매출을 기록한 것에 불과하다. 뿐만 아니라 셀트리온헬스케어는 970억원의 매출을 기록하였으나 동시에 약 739억원의 매출채권을 보유하게 되었다. 즉, 실제로 판매를 통해 회사로 유입된 현금은 고작 230억원에 불과하다.

셀트리온헬스케어가 셀트리온으로부터 1,800억원어치의 상품을 매입하였으나 그 중 절반 정도만을 판매하고 1천억원 이상의 재고자산을 보유하고 있으며 그나마도 현금 유입은 약 230억원에 불과함에도 불구하고 셀트리온헬스케어와 셀트리온의 거래가 상당 부분 현금이 아닌 매출채권과 매입채무의 형태로 이뤄졌기 때문에 양사 모두 2010년 말 재무제표에서는 상당한 매출과 이익을 시현한 것처럼 둔갑할 수 있었다.

더욱이 의혹이 가는 부분은 2010년 말에 셀트리온헬스케어가 셀트리온헬스케어와 셀트리온홀딩스로 인적분할을 단행했다는 사실이다. 2010년 11월 25일자로 셀트리온헬스케어는 의약품 도소매업을 영위하고 투자사업부문을 분할신설법인인 셀트리온홀딩스로 이전하는 인적분할을 실시했다. 이로 인해 기존에 셀트리온헬스케어가 보유하고 있던 셀트리온 지분은 셀트리온홀딩스로 이전되었으며, 셀트리온의 최대주주는 셀트리온헬스케어에서 셀트리온홀딩스로 변경되었다. 즉, 셀트리온헬스케어와 셀트리온의 지분 관계가 끊어지게 되었으며, 기타 관계회사지만 지분 구조상 무관한 회사가 된 것이다. 셀트리온헬스케어와 셀트리온의 지분 관계가 끊어지게 되면, 2011년부터 의무 적용되는 국제회계기준(IFRS)에서의 연결재무제표에서 두 회사는 분리될 수 있는 것이다. 참고로 연결재무제표란, 각각 별개의 실체인 지배회사와 종속회사를 하나의 경제적 실체로 보고 이들 재무정보를 합산하여 나타낸 재무제표를 말한다. 만약 셀트리온헬스케어와 셀트리온을 하나의 경제적 실체로 보고 재무제표를 작성했다면, 상당한 규모의 내부거래를 한 이 두 회사의 2010년 실적은 지금과 같은 개별 재무제표에서의 실적보다 훨씬 더 낮은 수준이었을 것이다.

여기서 우리는 셀트리온헬스케어와 셀트리온의 내부 거래를 통해 다음과 같은 의혹을 제기할 수 있을 것이다.

왜 셀트리온은 셀트리온헬스케어에 막대한 매출을 발생시키면서 판매 대금의 상당 부분을 매출채권의 형태로 수취했을까?

여기서 우선 생각해 볼 수 있는 것은, 만약 셀트리온이 셀트리온헬스케어에 판매한 상품이 시장성이 떨어지는 상품이였다면, 셀트리온이 셀트리온헬스케어를 통해 매출을 강제로 발생시킨 것일 수도 있을 것이다. 셀트리온이 정상적인 유통망을 통해 판매하기에 어려운 상황이었다면 사실상 피지배 관계에 있는 셀트리온헬스케어를 통해 매출을 발생시킨 것으로 추정해 볼 수도 있는 것이다. 그랬기 때문에 셀트리온헬스케어 역시 셀트리온으로부터 매입한 상품의 상당 부분을 재고자산으로 보유해야만 했으며, 그나마 판매가 이뤄진 부분에 대해서도 현금이 아닌 매출채권 형태로 판매 대금을 수취한 것이 아닌가 하고 추정해 볼 수 있는 것이다.

만약 셀트리온이 셀트리온헬스케어에 판매한 상품이 충분히 시장성을 갖고 있는 상품이라면, 셀트리온이 피해를 감수하면서 셀트리온헬스케어의 이익을 위해 편의를 제공한 것으로 볼 수도 있을 것이다. 셀트리온이 충분히 직접 판매 및 충분한 판매 역량을 보유한 판매 법인을 통해 판매할 수 있었음에도 불구하고 셀트리온헬스케어에 상당한 규모의 상품을 제공해 주고 그 대금의 상당 부분을 매출채권의 형태로 수취하였다면, 이는 셀트리온이 충분히 스스로 손해를 감수하면서 셀트리온헬스케어에 편의를 제공한 것으로 볼 수 있는 것이다. 물론 셀트리온이 관계회사인 셀트리온헬스케어에 편의를 제공할 수도 있지만, 중요한 것은 셀트리온헬스케어가 인적분할하면서 셀트리온과는 무관한 회사가 되었기 때문에 문제가 되는 것이다. 2011년 6월 말 기준으로 셀트리온헬스케어의 최대주주는 셀트리온의 대표이사이자 실질적으로 셀트리온을 지배하고 있는 서정진으로 보유 지분율은 약 81%로 사실상 셀트리온헬스케어는 서정진의 개인 회사로 볼 수 있다. 그렇기 때문에 만약 셀트리온이 피해를 감수하면서까지 셀트리온헬스케어의 이익을 위해 편의를 제공했다면, 이는 궁극적으로 셀트리온헬스케어의 기업가치 제고 및 셀트리온헬스케어의 주주인 서정진의 이익을 위해 셀트리온이 스스로의 기업 가치를 훼손시키고 셀트리온 주주들에게 피해를 입힌 것으로도 볼 수 있기 때문에 더욱 심각한 문제가 될 수 있는 것이다.

추가적으로 서정진이 약 65%의 지분을 보유하고 있는 셀트리온지에스씨는 셀트리온의 지분 약 9%를 보유하고 있다. 그런데 셀트리온과 셀트리온지에스씨 사이에도 매출거래가 발생하였으며 그 내역은 다음과 같다.

(단위 : 천원)

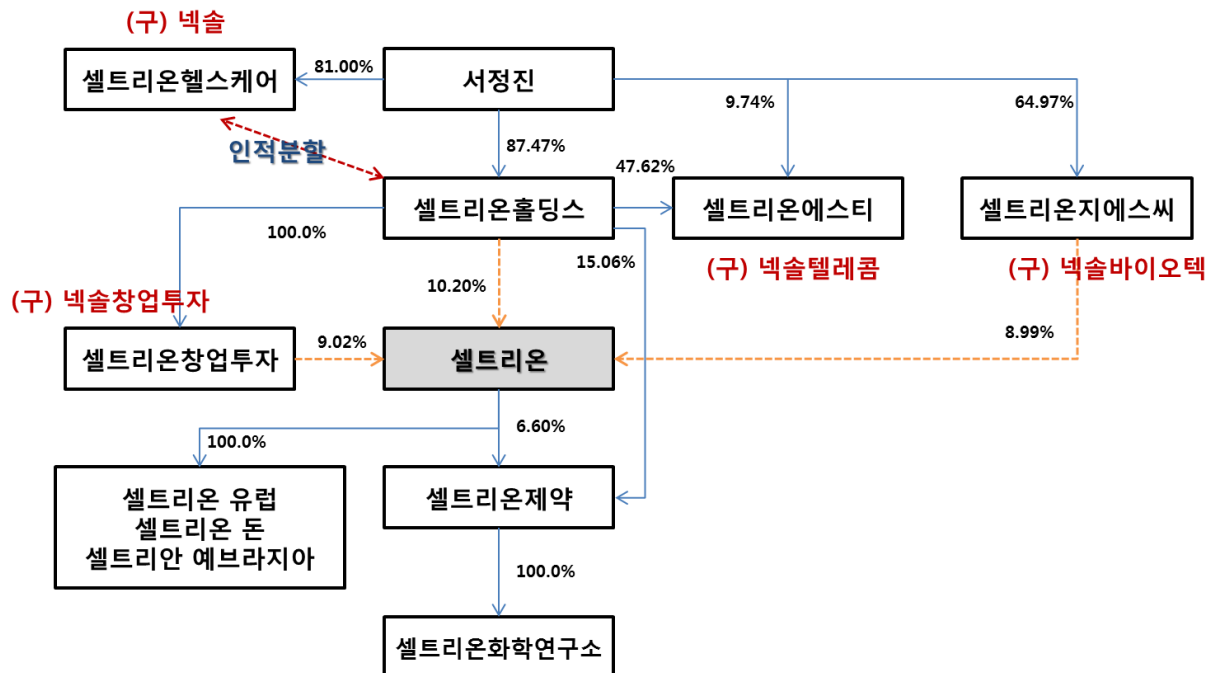
구분	2011년 반기	2010년	2009년
매출	14,963,636	18,964,664	7,612,635
영업이익	433,326	1,169,411	1,514,557
당기순이익	3,613,530	6,830,613	7,315,283
셀트리온에 대한 매출	12,830,238	17,427,465	7,612,262
매출채권	47,647	587,529	102,052

위의 표에서와 같이 셀트리온지에스씨의 경우 매출 규모가 크지는 않지만 2010년부터 매출 규모가 급격히 증가하고 있다. 그런데 셀트리온지에스씨의 경우 매출의 거의 대부분을 셀트리온과의 거래를 통해 발생시키고 있는 것을 알 수 있다. 그런데 셀트리온헬스케어와 셀트리온 간의 매출 거래와 다른 점은 셀트리온지에스씨가 셀트리온과 거래를 하면서 거의 매출채권을 발생시키고 있지 않다는 사실이다. 즉, 셀트리온은 셀트리온지에스씨에 대해 대부분의 거래를 현금으로 대금을 지급하고 있는 것이다.

셀트리온헬스케어, 셀트리온, 그리고 셀트리온지에스씨의 거래를 간단히 정리하면 셀트리온지에스씨는 셀트리온에게 물건을 팔면서 그 대금을 셀트리온으로부터 현금으로 받아가지만, 셀트리온은 셀트리온헬스케어에 물건을 팔면서 그 대금의 상당 부분을 셀트리온헬스케어로부터 현금이 아닌 매출채권으로 받아가고 있는 상황인 것이다. 결국 셀트리온과의 매출 거래를 통해 셀트리온헬스케어와 셀트리온지에스씨는 상당한 편의를 제공받은 반면, 셀트리온은 상당한 손해를 본 셈인 것이다. 그런데 중요한 것은 셀트리온헬스케어와 셀트리온지에스씨는 사실상 셀트리온의 대표이사인 서정진의 개인 회사라는 사실이다.

2. 셀트리온의 주요 주주 구성

2011년 6월 말 기준으로 셀트리온을 둘러싼 관계 회사들의 지분 구조는 다음과 같다.



위의 그림에서와 같이 셀트리온의 대표이사인 서정진은 셀트리온의 지분을 직접적으로는 전혀 보유하고 있지 않지만, 서정진이 지배하고 있는 기업들을 통해 사실상 셀트리온을 지배하고 있다. 서정진이 지배하고 직간접적으로 지배하고 있는 셀트리온홀딩스, 셀트리온창업투자, 그리고 셀트리온지에스씨가 보유하고 있는 셀트리온의 지분율은 28.21%에 달한다.

그리고 셸트리온의 최대주인 셸트리온홀딩스의 특별관계자 가운데 Ion Investments B.V.는 셸트리온의 지분을 약 10% 보유하고 있다. 언론 보도에 따르면 Ion Investments B.V.는 싱가포르의 국부펀드인 테마섹홀딩스의 자회사로, 2010년 5월에 3자배정 유상증자의 형태로 셸트리온에 약 2천억원이 넘는 자금을 투자했다. 당시 유상증자에 대한 세부적 내용은 다음과 같다.

신주 발행	신주의 수	12,230,000
	신주 발행가액	17,000
	기준주가에 대한 할인율	9.94%
자금조달의 목적 (단위 : 원)	시설자금	41,000,000,000
	기타자금	166,910,000,000
	합계	207,910,000,000

참고로 2010년 5월경 셸트리온의 주가는 2만원 수준이었으나, 2010년 10월말부터 급격히 상승하여 2011년 7월에는 최고 5만원에 육박하였고 2011년 9월에는 약 4만원 중반 정도에서 주가가 형성되고 있다. 즉, Ion Investments B.V.는 약 1년만에 약 260%가 넘는 수익률을 기록한 것이다.

셸트리온이 2010년에 단행한 2천억원 유상증자와 관련해 다음과 같은 의문을 제기할 수 있다.

과연 셸트리온이 2천억원을 조달해야 할 만큼 자금이 필요한 상황이었는가 하는 것이다.

2009년말, 그리고 2010년 1분기말 셸트리온의 자금 상황은 다음과 같다.

(단위 : 천원)

구분	2010.1분기	2009년
당좌자산	66,101,765	69,585,316
자본잉여금	190,244,768	190,142,497
이익잉여금	83,133,728	64,757,418
매출	34,885,826	145,551,443
당기순이익	18,376,310	58,544,421

위의 표에서와 같이 2010년 1분기말 기준으로 셸트리온은 당좌자산이 660억원이 넘고 자본잉여금과 이익잉여금이 각각 1,900억원과 800억원 수준으로 충분히 자금의 여유를 갖고 있던 것으로 보인다. 뿐만 아니라 2009년에 셸트리온은 1,450억원에 매출에 당기순이익 585억원을 기록했으며 2010년 1분기에도 약 183억원의 당기순이익을 기록하는 등 영업활동에 의한 이익을 통해서도 충분히 자금을 창출할 수 있었던 것으로 보인다. 더욱이 의심스러운 부분은 이렇게 조달된 약 2천억원이라는 대규모 자금의 조달 목적이다. 상장 회사가 유상증자 등을 통해 자금을 조달할 때는 자금 조달의 목적이 분명한 것이 일반적이다. 하지만 셸트리온의 경우 시설자금 410억원을 제외한 나머지 약 1,670억원의 자금의 조달목적이 기타자금으로 분류되어 있다. 셸트리온이 유상증자를 통해 자금을 조달하고자 하는 이유가 과연 무엇이었는가에 대해서 다시 한 번 의문이 드는 대목이다. 일부 언론에서는 자금 여력이 충분한 셸트리온이 유상증자를 단행한 이유에 대해서 테마섹이라는 글로벌 투자회사의 투자를 유치함으로써 인지도 및 신뢰성을 높이고 해외 투자자들의 관심을 유도하기 위함이라고 보도하기도 했다.

하지만 단순히 글로벌 투자회사의 유치라고 하기에는 셸트리온이 치른 값이 너무 비싼 것은 아니었나 하는 의문이 드는 대목이 바로 유상증자와 관련해 Ion Investments B.V.와 셸트리온의 기존 주주가 주주간계약의 내용이다. 주주간 계약의 주요 내용은 다음과 같다.

※ 주주간계약의 주요 내용

Ion Investments B.V.의 유상증자 참여와 관련하여, 셸트리온의 CEO, 셸트리온헬스케어, 셸트리온지에스씨, 셸트리온창업투자(이하 "기존주주"라 함)와 Ion Investments B.V. 사이에 체결된 주주간계약에 따라 Ion

Investments B.V.에게 다음 권리가 부여됨.

- (1) Ion Investments B.V. 및 그 계열회사가 최초 투자주식의 50% 이상 (보유주식이 최초 투자주식의 50% 미만인 경우에는 발행주식총수의 7% 이상)의 지분을 유지하는 한 이사 1인의 지명권을 갖고, 기존주주는 Ion Investments B.V.가 지명한 자에 대한 이사선임결의시 찬성으로 의결권을 행사할 의무를 부담함.
- (2) Ion Investments B.V. 또는 기존주주가 보유주식의 전부 또는 일부를 매각하고자 하는 경우, 상대방 당사자는 해당 주식에 대한 주식우선매입선택권을 보유함.
- (3) Tag-Along 조항에 따라, 기존주주가 일정 규모 이상의 주식을 매각하는 경우에 Ion Investments B.V. 또한 동등한 비율에 해당하는 주식을 기존주주의 매매조건에 비해 불리하지 않은 조건으로 해당 매수인에게 매각할 권리를 갖음.

급박한 자금의 소요가 필요한 상황이 아니었음에도 불구하고 위와 같은 주주간계약까지 체결하면서 셀트리온이 외부 자금을 그것도 2천억원씩이나 유지한 이유에 대해서 의문을 가질 수 밖에 없는 대목이다.

그렇다면 과연 셀트리온은 이렇게 조달된 대규모 자금을 과연 어디에 사용했을까?

이와 관련해 자금의 용처에 대해 분명히 밝히지 않아 정확한 내역은 확인할 수 없으나 2010년 반기말의 현금흐름표를 통해 대략적인 자금의 용처를 추정해 볼 수 있을 것으로 보인다.

다음은 2010년 반기(2010년 1월 1일 ~ 2010년 6월 30일)의 요약 현금흐름표이다.

(단위 : 천원)

구분		2010년 반기	2009년 반기
영업활동으로 인한 현금흐름		5,289,215	38,244,907
투자활동으로 인한 현금흐름		-216,885,149	-32,207,534
	투자활동으로 인한 현금 유입액	6,125,155	5,457,963
	단기금융상품의 감소	4,000,000	-
	단기대여금의 감소	1,178,640	4,251,521
	투자활동으로 인한 현금 유출액	-223,010,304	-37,665,497
	단기금융상품의 증가	139,000,000	202,302
	단기투자증권의 증가	10,000,000	-
	단기대여금의 증가	1,254	9,667,673
	장기대여금의 증가	23,050,000	-
	지분법적용투자주식의 취득	1,077,217	3,630,643
	유형자산의 취득	20,920,495	16,681,414

구분		2010년 반기	2009년 반기
	무형자산의 취득	27,924,970	5,930,929
재무활동으로 인한 현금흐름		202,989,102	-3,796,962
	재무활동으로 인한 현금 유입액	316,720,751	189,229,702
	단기차입금의 증가	42,761,682	104,874,134
	장기차입금의 차입	63,677,648	80,000,000
	보통주의 발행	210,281,421	3,116,038
	재무활동으로 인한 현금 유출액	-113,731,649	-193,026,664
	단기차입금의 상환	96,986,963	15,641,477
	유동성장기부채의 상환	8,537,900	176,131,040
	장기미지급금의 상환	5,277,683	-
	신주발행비	1,746,835	6,175

위의 요약 현금흐름표에서와 같이 셀트리온은 유상증자(보통주의 발행)을 통해 조달한 2천억원을 단기금융상품 및 단기 투자증권의 취득과 같은 투자에 사용하였으며, 장기대여금의 제공하거나 무형자산 취득에 일부를 사용한 것으로 보인다. 하지만 감사보고서 등을 통해 셀트리온이 장기대여금 230억원의 제공한 상대방이 누구인지에 대해서는 분명하게 언급되지 않아 정확하게 파악되지는 않는다. 그리고 개발비 등으로 구성된 무형자산 취득의 급격한 증가 역시 눈여겨 보아야 할 것으로 보인다. 셀트리온의 개발비 등에 대해서는 뒤에서 다시 한 번 구체적으로 검토해 볼 것이다.

더욱이 2011년 9월 언론 보도에 따르면, Ion Investments B.V.가 셀트리온헬스케어의 제3자배정 유상증자에 참여해 셀트리온헬스케어의 지분 10%를 취득했다고 한다. 구체적인 투자액과 투자조건 등에 대해서는 알려진 바가 없어 정확한 확인은 어려운 상황이다. 다만 분명한 것은 이를 통해 셀트리온과 Ion Investments B.V.의 관계가 더욱 긴밀해질 것으로 보인다. 하지만 투자 전문 기업인 Ion Investments B.V.이 비상장기업인 셀트리온헬스케어에 대한 투자를 결정한 것에 대해 다소 의문이 든다. 앞서 간단히 살펴본 바와 같이 셀트리온헬스케어는 2009년까지 매출이 전무하였으며, 2010년에 비로소 매출을 기록할 수 있었고 자산의 상당 부분이 재고자산으로 구성되어 있는 등 기업의 현재가치로 봤을 때, 유망한 투자 대상으로 판단되지는 않기 때문이다. 물론 셀트리온헬스케어가 셀트리온이 생산/개발한 제품에 대한 판매 및 마케팅을 담당하고 있는 만큼 충분히 미래가치에 대해서는 조금 다른 판단을 내릴 수도 있을 것이다. 그리고 셀트리온을 통해 셀트리온헬스케어의 기업가치가 상승하게 된다면, 셀트리온헬스케어가 사실상 셀트리온의 대표이사인 서정진의 개인 회사인 만큼 최대 수혜자는 서정진이 될 것이다.

3. 개발비, 자산? 비용?

셀트리온의 주된 사업은 단백질 의약품의 연구, 개발 및 제조이다. 그렇기 때문에 불가피하게 연구개발에 상당한 자금이 소요될 수 밖에 없다. 셀트리온의 최근 사업연도에 연구개발과 관련해 사용한 자금 내역은 다음과 같다.

(단위 : 천원)

구분		2011년 반기	2010년	2009년
자산	개발비	160,543,930	111,856,501	37,386,060
	개발비 증가분	48,687,429	74,470,441	32,656,339
비용	경상연구개발비	9,730,620	16,141,644	5,762,135

※ 개발비 증가분 = 당해 개발비 - 전년도 개발비

참고로 셀트리온의 감사보고서를 통해 밝힌 회계정책에 따르면, 회사는 신제품, 신기술 등의 개발 비용 중 개별적으로 식별 가능하고 미래의 경제적 효익이 유입될 가능성이 매우 높은 비용은 개발비로 계상하고, 관련 제품 등의 판매 또는 사용이 가능한 시점부터 상각하고 있다고 밝히고 있다. 반면 경상연구개발비는 연구실 등에서 경상적으로 발생하는 경비 등의 비용을 말한다. 중요한 것은 개발비는 무형자산으로 분류되어 상각되는 만큼만 비용으로 계상되지만, 경상연구개발비는 판매비와관리비로 분류되어 회사의 수익성에 영향을 끼치게 된다. 즉, 셀트리온은 개발비와 경상연구개발비 모두를 연구 개발 목적으로 사용하였지만, 회계적으로는 서로 다르게 분류되고 있는 것이다. 셀트리온의 개발비와 경상연구개발비에서 나타나는 특징은 경상연구개발비에 비해 개발비의 비중이 압도적으로 높다는 것이다. 이에 대한 언론 보도가 있었는데 그 주된 내용은 다음과 같다.

... 한 증권사 연구원에 따르면 무형자산으로 누적되고 있는 연구개발비는 개발 프로젝트가 실패했을 때, 해당 분기에 일시에 반영되기 때문에 충격을 줄 수 있다고 말했다... 셀트리온의 2011년 1분기 영업이익은 393억원으로 전년동기 대비 75% 증가했다. 무형자산은 1709억원으로 2010년 1분기에 835억원에 비해 105% 늘었다. 1분기에 투입된 연구개발비는 291억원으로 이 중 255억원이 무형자산으로 처리됐다. 이를 비용으로 계산했을 경우 영업이익은 138억원으로 쪼그라들게 된다... 다른 제약 바이오 담당 연구원은 제약 및 바이오업체들의 연구개발비 회계처리 문제는 영업이익에 있어 핵심이라며 일부 업체들의 40~60%에 달하는 경이로운 영업이익률은 연구개발비의 무형자산 처리를 통해 달성한 것이라고 전했다... 셀트리온 관계자는 바이오시밀러는 신약과 달리 세계적으로 임상시험 성공확률이 90% 이상인 점을 감안해 관련 비용을 무형자산 처리하는 것이 맞다는 게 회계법인의 판단이라고 설명했다. <셀트리온, 2Q 최대 실적 믿을 수 있나? R&D 비용 자산 처리, 한국경제, 2011.08.05>

셀트리온의 앞의 표에서와 같이 개발비 증가분이 경상연구개발비의 약 5배에 달하는 수준을 기록하고 있다. 특히, 2011년 반기말 기준으로 1,600억원이 넘는 개발비를 무형자산으로 계상하고 있지만 정작 상각된 누계 금액은 고작 38억원에 불과하다. 즉, 만약 무형자산으로 계상된 개발비가 상각되어 비용으로 이전될 경우 회사의 수익성이 상당히 훼손될 수 있다는 것이다. 그러므로 개발비의 증가 추이 및 그 상각 정도에 대해 주의를 기울여야 할 것으로 보인다.