

## Issue Comment

2020. 9. 28

# 제약/바이오

## 셀트리온 3사 합병 계획 코멘트

### ● 제약/바이오

Analyst 김지하  
02. 6454-4868  
jiha.kim@meritz.co.kr

### 9/25 셀트리온 3사 합병 계획 공시

지난 주 금요일 장 마감 후 셀트리온, 셀트리온헬스케어, 셀트리온제약 3사의 합병 계획 및 셀트리온헬스케어홀딩스 설립에 관한 공시

#### 주요 내용 및 향후 계획

소유와 경영의 분리 및 지배구조 강화를 위하여 셀트리온헬스케어의 최대주주 서정진 회장이 보유한 주식을 현물출자하여 셀트리온헬스케어홀딩스(이하 헬스케어홀딩스)를 설립함

- 현재 서정진 회장의 셀트리온헬스케어 지분 35.5% 中 24.3%를 현물출자함
- 신설 법인 헬스케어홀딩스의 지분 100% 보유하며 실질적인 지배력을 유지

2021년 12월 31일까지 셀트리온홀딩스(서정진 회장 지분율 95.5%)와 헬스케어홀딩스의 합병을 통해 셀트리온그룹의 지주회사 체제 확립

- 경영 투명성 확보 및 효율화 제고를 위해 합병을 신속히 추진

#### 헬스케어홀딩스 설립 과정 거치는 이유

##### 1) 헬스케어홀딩스 설립 통한 3사 합병시 합병 절차 간소화 가능

- 셀트리온과 셀트리온헬스케어 간의 단순 합병 방안 거론 당시 서정진 회장에게 유리한 쪽으로 합병 진행할 것이 아니냐는 주주들의 지적에서 자유로워짐
- 2세 경영은 없다고 밝힌 바 있으나 향후 지분 승계 시 합작 홀딩스의 지분만 증여하면 되기에 승계 절차도 간소화 가능

##### 2) 서정진 회장 양도소득세 부담 감소

- 이전부터 유력하게 봐온 방안은 셀트리온이 셀트리온제약을 흡수합병한 뒤, 셀트리온헬스케어와 합병하는 방식. 이 때 서정진 회장은 셀트리온헬스케어 지분 35.5%에 대한 양도소득세(25%)를 납부해야함
- 헬스케어홀딩스 설립할 경우 지주사 설립을 위한 현물 출자로 조세특례제한법 '과세이연제도'에 따라 양도차익에 대한 세금 납부를 주식 매도시까지 유예 할 수 있음
- '과세이연제도'는 '97년 기업 구조조정 촉진 및 지배구조 투명성을 높이기 위해 도입되었으나, '22년부터 혜택을 없애거나 축소될 예정. 과세이연 혜택을 받기 위해서는 '21년말까지 통합 지주회사 설립 및 3사 합병까지 완료해야함

### 셀트리온 3사 합병을 통한 기대 효과

#### 1) 고질적인 일감 몰아주기 지적 해소

- 공정거래위원회가 발표한 '2019년 공시대상기업집단 내부거래 현황 공개' 자료에 따르면 셀트리온은 총매출액 기준 내부거래 비중 41.4%로 59개 집단 중 가장 높음
- 3사 합병시 그동안 셀트리온의 셀트리온헬스케어에 대한 높은 매출 의존도와 셀트리온헬스케어의 대규모 재고자산 관련 문제가 해소될 수 있음

#### 2) 지배구조 개편 및 경영 효율화 기대

- 통합 지주회사 설립을 통한 지배구조 강화 및 전문 경영인 체제 확립할 예정
- 의약품 개발부터 생산 및 판매까지 단일 회사에서 이루어지므로 거래구조를 개선 시킬 수 있으며 비용 절감 및 사업의 투명성도 제고 가능

### 애널리스트 의견

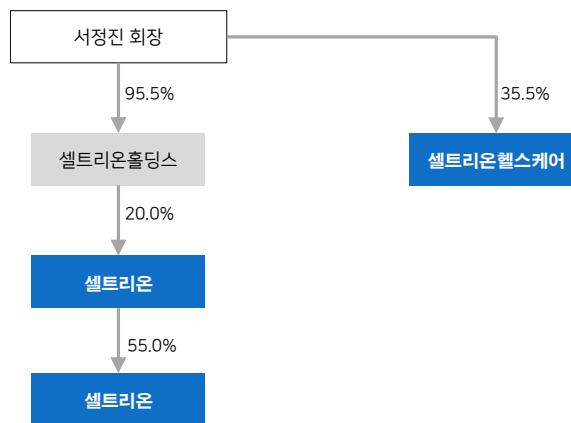
- 1) 헬스케어홀딩스 설립으로 큰 변화는 없으며, 단지 3사 합병을 위한 과정에 불과 함. 합병주체 및 합병비율 등 정해진 것이 없어 투자 방향성 판단에 어려움이 있음
- 2) 합병시 고질적인 일감 몰아주기 논란 해소 및 경영 효율화는 긍정적이나 내부거래 비중이 높아 합병 후 실적 규모가 단순 합산한 값보다 줄어드는 부분 고려해야함
- 3) 소액주주 비중 높아(셀트리온 60%, 셀트리온헬스케어 52%, 셀트리온제약 45%) '21년 3사 합병 시 주주총회 통과 여부가 중요함

**표1 셀트리온그룹 지배구조 개편 및 3사 합병 과정**

단계	시기	내용	효과
1단계	'20년 9월	셀트리온헬스케어홀딩스 설립	지주회사 설립을 통한 과세이연 혜택
2단계	~'21년 연말	셀트리온홀딩스-셀트리온헬스케어홀딩스 합병	합작 홀딩스 설립 통한 지배구조 개편 가능
3단계	~'21년 연말	셀트리온, 셀트리온헬스케어, 셀트리온제약 3사 합병	공정거래 이슈 해소 및 거래구조 개선 가능

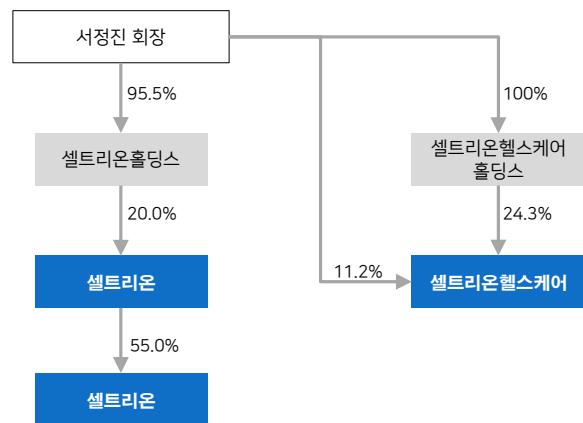
자료: 셀트리온, 셀트리온헬스케어, 메리츠증권 리서치센터

**그림1 셀트리온 그룹 지배구조- 신규 지주회사 설립 전**



자료: 전자공시시스템, 메리츠증권 리서치센터

**그림2 셀트리온 그룹 지배구조- 신규 지주회사 설립 후**



자료: 전자공시시스템, 메리츠증권 리서치센터

**Compliance Notice**

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.