

발상의 전환! 중공업과 바이오의 동거.

BUY

Valuation

Target Price: 10,826
Price: 7,310
기대수익률 : 48%

MktCap.(100mn): 2,581

ROE: 16.90%

Op.Magin: 16.53%

PER: 10.82

PBR: 2.75

Dividend Yield: 0.67%

Major Sh.Holder:

SC엔지니어링 외 5인
(31.02%)

세원셀론텍 주가 차트



기업분석 3팀

엄희승, 정우식

이지연, 김민준

◆ 세원셀론텍은?

세원셀론텍은 2005년 가스, 정유, 석유화학, 발전 등의 플랜트 장비 등을 제작하는 세원E&T(주)와 재생의학의 선두주자인 (주)셀론텍이 합병하여 신설된 법인이다. 어울릴 것 같지 않은 두 분야의 만남이 가져온 결과는?

◆ 안정성과 성장성을 겸비한 각 사업영역

1. PE

- 기술 경쟁력과 다년간의 노하우를 갖춘 Reactor등의 제품군
- 1700억 원에 달하는 수주 잔고
- 공급자 우위의 시장
- 호황을 누리고 있는 석유화학 플랜트 산업

2. HE

- 경쟁이 치열하지만 국내에서 꾸준한 1위 유지
- 산업용 모바일 시장으로 진출 통한 신규사업 육성

3. 재생의학 분야

- 연골세포 치료제 콘드론의 활약
- 뼈세포 치료제 오스탐의 세계 최초 개발, 상용화 임박
- 재생의학 관련 제품군의 다양성
- RMS(Regenerative Medical System)은 두 사업영역 시너지로 탄생한 우량아

◆ DCF, PM(EV/EBITDA Multiple, PER Multiple)을 이용한 Valuation

1. DCF를 통한 기대수익률 40%, 목표주가 10,210원
2. EV/EBITDA Multiple을 통한 기대수익률 66%, 목표주가 12,129원
3. PER Multiple을 통한 기대수익률 39%, 목표주가 10,138원

세 방법의 단순평균을 통해 기대수익률 48%, 목표주가 10,826원을 도출한 본 Research 3 Team은 세원셀론텍의 매수 의견을 시장에 제시한다.

I. 중공업과 바이오의 만남, 세원셀론텍

플랜트장비 생산 기업 + 바이오 기업

세원셀론텍은 2005년 가스, 정유, 석유화학, 발전 등의 플랜트 장비 등을 제작하는 세원E&T(주)와 재생의학의 선두주자인 (주)셀론텍이 합병하여 신설된 법인이다. 따라서 동사의 사업영역은 기존의 세원E&T(주)가 영위했던 플랜트 장비를 제작하는 PE(Process Equipment)사업, 압력을 이용하여 기계를 작동, 제어하는 유공압기기를 제작, 판매하는 유압사업(HE: Hydraulic Equipment)과 (주)셀론텍이 영위했던 기세포공학, 바이오 공학, 의약품 등의 재생의학(Regenerative Medical) 사업으로 구분할 수 있다.

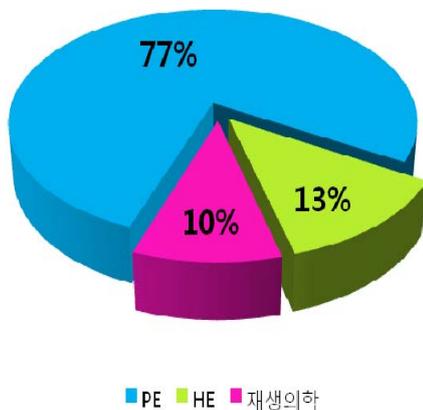
각 사업영역의 독자성과 연계성

전혀 어울릴 것 같지 않은 두 사업영역에서 세원셀론텍은 동사만의 입지를 구축하고 있다. PE사업에서는 기술력을 바탕으로 공급자 우위시장의 일원으로 올라섰으며, HE사업에서는 경쟁이 매우 치열하고 시장이 성숙기에 이르렀지만 꾸준히 국내 1위를 유지하고 있다. 또한 재생의학 분야에서는 바이오설비, 시스템, 각종 원부자재를 패키지로 제공하는 RMS(Regenerative Medical System)를 수출하여 새 시장을 개척하기 시작했다. 그리고 현재 매출의 10%정도인 재생의학 분야에서의 RMS판매는 중공업영역 기술력의 도움을 받아 시너지를 창출하고 있다.

안정성을 갖춘 PE, HE 성장성을 갖춘 재생의학

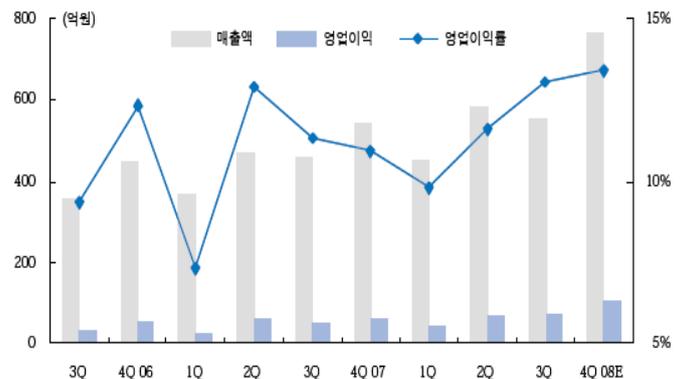
각 분야의 매출 구성은 현재 각각 PE : HE : RMS = 77.6 : 12.7 : 9.7 이지만 동사는 향후 RMS를 신성장동력으로 보고 이 분야를 2010년까지 동사 매출의 50%까지 끌어올릴 것을 계획하고 있다. 본 보고서에서도 PE사업영역과, HE사업영역은 꾸준한 Cash Cow로, 그리고 재생의학 사업영역을 향후 폭발적인 성장이 가능한 신사업영역으로 분류하였다.

그림 1. 세원셀론텍 매출구성



자료: 사업보고서

그림2. 분기별 실적추이



자료: 세원셀론텍, 교보증권 리서치 추정

II. PE (Process Equipment) 사업

1. 세원 셀론텍의 PE

세원셀론텍의
Cash Cow, PE

PE란 유체를 저장하거나 반응시키거나, 분리시킬 때 이용되는 압력용기이다. 동사는 특히 정유, 화학 플랜트에 사용되는 PE를 주로 생산하는데, 그 중에서도 CCR Reactor, Regenerator 등의 고부가가치, 중대형 중요 제품 군에 집중 투자하고 있다. 동사의 2007년 PE 매출은 1429억 원에 달하며, 이는 총 매출액의 77.6%에 해당한다.

특히 전방 산업인 석유 화학, 태양광, 건설, 플랜트 제조 사업이 꾸준히 고속도로 성장할 것이 기대됨에 따라 PE는 동사의 cash cow로서 꾸준히 안정적인 수입을 가져올 것이다.

그림 3. PE영역의 제품군



자료: 세원셀론텍

2. 경쟁력 & 경쟁사

전문 기술력이 중요
고부가가치 제품에
주력

화학 플랜트 PE는 기기 제작 특성상 대량 생산이 어려우며, 엄격한 품질관리가 필요한 분야이다. 따라서 전문 기술인력이 경쟁력을 좌우한다. 동사는 35년간의 축적된 노하우와 30년 이상의 수주 실력을 보유하고 있어 경쟁이 치열한 내수 시장에서 두산 메카텍, 대경기계기술, 성진지오텍, 일성, 한텍 등과 함께 상위 업체 가운데 하나로서 꾸준히 선전하고 있다. 내수 시장에서 선두 기업군 사이의 점유율 차이가 크게 나타나지 않는 이유는 이들 회사간의 제품 군이 상이

주력 제품, Reactor
기술력이 중요한
공급자 위주의 시장

하기 때문이다. 이 가운데 동사의 기술 우위 품목은 고부가가치 제품인 Reactor 제품 군이다. 해외의 경쟁업체로는 Hitach Zosen, Nouvo Pignone 등이 있으나 이들과 기술 격차가 크지 않고, 숙련된 노동력을 필요로 하는 본 업계의 특성상, 그리고 수요가 공급을 초과하는 산업의 특성상 꾸준한 매출처를 확보할 수 있을 것이라 판단된다.

동사가 기술 경쟁력을 지니고 있는 제품군인 Reactor는 생산 공정 과정에서 화학반응이 일어나는 장치이다. 그러므로 반응시키는 물질에 대한 내화학성과 강도를 이기는 내구성이 중요하다. 제작이 어려운 특수재질을 사용하거나 구조가 복잡하여 제작자의 품질관리능력과 제작 경험이 중요 요소로 작용하므로, 엔지니어링 업체에서는 기술력이 검증된 지정 업체에게만 발주를 하고 있는 실정이다. 따라서 Reactor 시장은 수요에 비해 공급이 적고 어려운 공급자 위주의 시장을 형성하고 있으며 고부가가치 시장이다. Reactor 가운데 특히 기술력을 요하는 FCC, CCR Reactor를 생산할 수 있는 업체는 국내에서 동사가 유일하며, 세계적으로도 제한적인 승인 업체만이 만들고 있어 해당 분야의 독보적인 기술 우위를 점하고 있다고 볼 수 있다.

3. 수주 현황

전문 기술력이 중요
고부가가치 제품에
주력

동사는 PE 생산에 대한 35년 간의 기술 축적과 30년 이상의 수주 경험을 기반으로 국내에는 GS 칼텍스, 대림산업, 삼성 엔지니어링 등의, 해외에는 ABB Lummus, Jacobs Engineering, KBR등 50여 개 나라의 대규모 국영석유회사, 화학회사, 건설회사의 벤더로서 1500기기가 넘는 대형 기기를 제작, 공급하고 있다. 동사의 수주 대부분은 주요 EPC(Engineering Procurement Construction: 플랜트의 설계 및 자금조달, 시공까지 전 과정을 수주하는 방식)기업으로부터 수주 받는 화학 플랜트 PE 분야인데 이들 EPC 회사는 주로 중동 지역 내 사우디아라비아와 이란 등에 투자하고 있는 회사이므로 향후 석유화학 분야의 성장뿐만 아니라 중동국가의 유틸리티 산업에 대한 투자증가가 예상됨에 따라 수주 회사로서 동사의 성장도 기대된다.

각 분야 플랜트에
확대 공급,
쌓여있는 수주잔고

올해 플랜트기기 사업부분 수주금액은 총 800여 억 원에 달하며, 이중 50% 이상이 석유화학 플랜트 분야이다. 그 외에는 신재생 에너지분야인 태양광 발전 핵심소재생산 플랜트 분야가 차지하는 등, PE 수주는 꾸준히 성장할 전망이다. 또한 수주잔고 역시 1700억 원 정도 쌓여있기 때문에 당분간 안정적인 매출 증가가 기대된다.

4. 해외 시장 진출

중동 석유화학 플랜트 분야에 집중 매출처 다변화

동사는 미국의 ASME 인증, 국제품질보증시스템인 I.S.O 9001 인증(화학공정 관련기기부문)등을 기반으로 2000년부터 해외 시장에 진출하고 있다. 특히 중동의 석유 시장 위주로 진출해 왔으며, 07년도에는 카자흐스탄의 국영기업과 공동 회사 설립으로 플랜트 생산에 참여하는 등, 매출처와 수익성 다변화를 꾀해 왔다. 일본, 미국, 태국, 이탈리아 등 각국에 Reactor 및 공기냉각 열전환기, drum 등의 PE 제품을 공급해 오고 있으며, 그 규모도 점점 증가해 왔다.

표 1. PE 분야 연도별 수주 현황

계약일	계약상대	판매·공급계약 물건	계약금액(원)
<2006년>			
8월 3일	도요엔지니어링(주)	Pearl GTL	17,248,455,000
9월 7일	EL Andalus LNG	TOWER & DRUM 4SETS	8,190,585,550
11월 6일	Shell Eastern Petroleum (Pte) Ltd.	Heat Exchangers 22 Sets & Reactors 13 Sets	11,543,818,000
12월 7일	Shell Eastern Petroleum (Pte) Ltd.	Large Vessel 15 sets Stainless steel vessel 8sets	5,512,272,000
<2007년>			
1월 22일	CTCI OVERSEAS CORPORATION LIMITED	Critical Columns 8 sets	14,925,330,000
3월 2일	Bechtel-Jacobs CEP Port Arthur, Joint Venture	CCR PLATFORMING REACTOR 2SETS	11,189,567,200
3월 5일	GS칼텍스(주)	Vessel 및 Heat Exchanger	8,304,000,000
9월 10일	Shell Eastern Petroleum (Pte) Ltd.	Shell & Tube Heat Exchangers 27 Sets	9,188,913,440
11월 21일	Mitsui Engineering & Shipbuilding CO., LTD.	Steam drum & Reactor	16,479,240,000
<2008년>			
1월 7일	Samsung Engineering Co. Ltd.	Air Cooled Heat Exchangers 및 S&T Heat Exchange	18,268,980,000
4월 16일	Tecnimont S.p.A	Reactor 4종 4기	12,800,000,000
4월 25일	Siam Styrene Monomer Company Limited	AHPPO Reactors 1종 4기	23,863,200,000

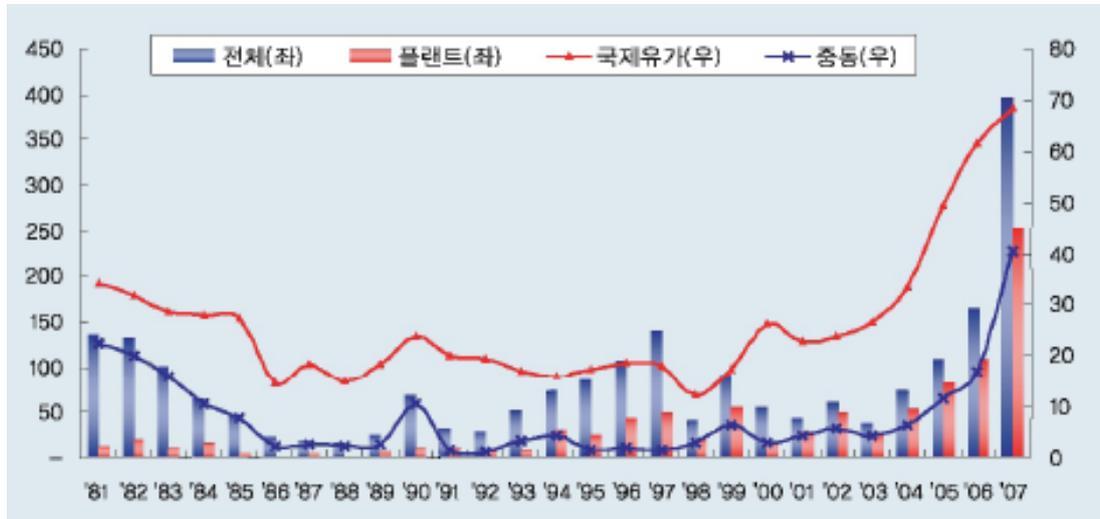
자료: 세원셀론텍, 각종 기사, Research 3 Team

5. 화학 플랜트 시장 전망

꾸준히 성장할 화학 플랜트 시장

화학 플랜트 시장은 현재 80억불에 달하며 향후 꾸준히 성장이 기대되는 분야인 만큼 안정적인 성장과 수익성이 기대된다. 고유가 지속되면서, 풍부한 오일 머니가 쌓여 중동 산유국들의 원유개발 및 정유설비 증설 지속될 것으로 보이기 때문이다. 미국에서도 정유공장 및 석유화학공장 증설이 예상되고, 캐나다에서도 oil sand 개발 논의가 이루어 지는 등 플랜트 기기에 대한 수요가 급증하고 있다. 나아가 남아메리카, 북아프리카 시장의 발전, 오일, 가스, 환경시장의 발전이 기대되며, 환경, 발전분야의 성장도 기대된다. 중국, 인도 시장 역시 건설 증가, 발전 플랜트 성장이 예상된다. 나아가 플랜트 산업은 석유화학, 건설, 태양광 등 모든 발전 분야에 기반이 되는 산업인 데다가 현재 수요의 증가에 비해 공급이 현저히 부족한 수준이므로, 꾸준히 안정적인 성장이 이루어질 것이다.

그림 4. 국제유가변동 및 해외건설 수주 추이(단위:억USD(수주액), USD/배럴(유가))



자료: 해외건설협회, 한국석유공사, 한신정평가 리포트

Ⅲ. HE (Hydraulic Equipment)

국내 산업용 유공압 기기 시장 점유율 1위

압력을 이용하여 기계를 작동 및 제어하는 유공압기기를 제작, 판매하는 사업이다. 유압기기는 자동차, 제철제강, 비철금속 설비 및 공장 기계, 건설장비, 조선해양 분야 등 광범위한 분야의 자동화 시스템의 필수적인 요소이다. 초정밀 가공기술이 요구되는데, 동사는 국내 산업용 유공압 기기 제조 분야 시장 점유율 13%로 1위 (전체 매출의 12.7%), 2007년 235억원 매출 기록했다. 매출 비중이 높지는 않으나 꾸준히 안정적인 매출이 발생하고 있으며 영업이익률도 7~8% 수준이다.

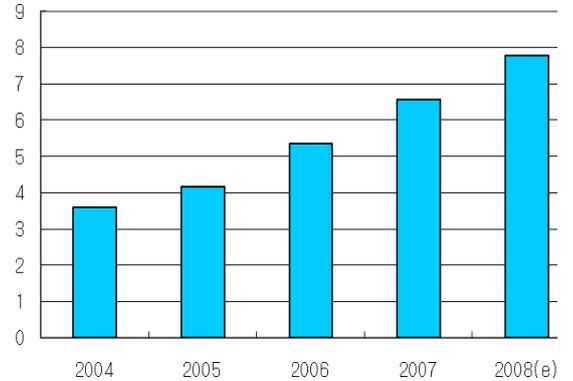
더 넓은 모바일 유공압 기기 시장으로 진출

그러나 전방업체들이 생산설비를 해외로 이전하고 있어 국내시장 성장이 정체되고 가격 경쟁이 심화될 것으로 예상되고 있다. 따라서 중국에 현지 공장을 설립해 원가 절감과 동시에 중국 시장 진출의 토대를 마련하고 있을 뿐만 아니라, 일반 유공압기기 위주의 사업에서 벗어나, 전체 유공압기기 시장의 80%를 차지하고 있는 건설장비, 산업차량 등 모바일 부분으로 사업 다각화를 모색하고 있다. 이러한 유공압 이용 사업 다각화로 공작기계, 산업, 선박기계, 제철 및 제강 설비, 자동화 설비 등 다양한 분야에 진출할 것으로 보인다. 앞으로 HE 분야의 해외시장은 중국 서부지역 개발, 북경 올림픽으로 인한 건설, 자동차 산업의 급격한 성장, 세계적으로 철강산업의 수요 증가가 예상됨에 따라 지속적인 성장이 기대된다.

그림 5. HE영역의 제품군



그림 6. 중국 건설기계(모바일) 생산 증가추이(단위: 조원)



자료: 세원셀론텍

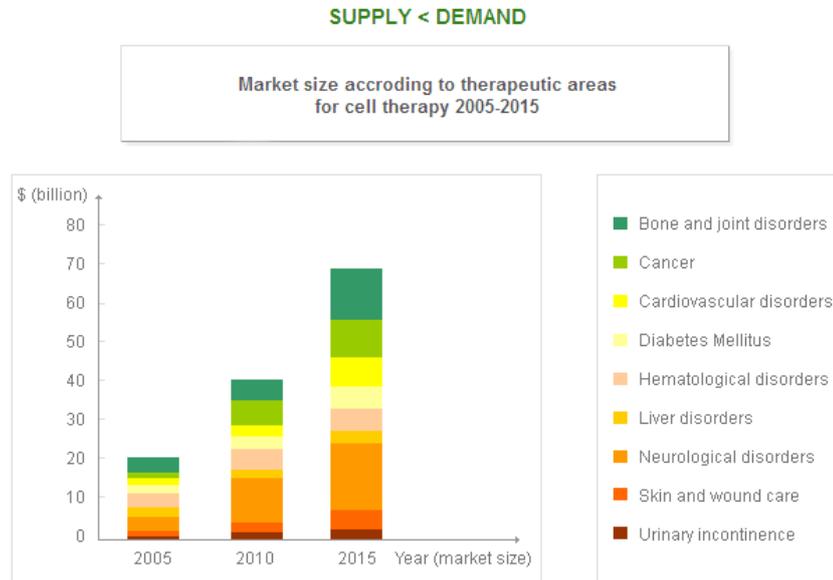
자료: 한국건설기계산업협회

IV. 재생의학 분야

세원 셀론텍의 비전 '재생의학'

재생의학분야는 세원 E&T인수 이전인 바이오 벤처기업 셀론텍(주) 시절부터 집중해온 사업이다. 작년에는 194억원의 매출액을 올려 전체 매출액의 10%수준이지만 안정적인 성장을 보이는 PE나 HE분야에 비하여 엄청난 성장성이 기대되는 분야이다. 정형외과 전문의 출신인 장정호 CEO는 현재 10%인 재생의학 분야의 매출액 비중을 향후 50%비중까지 끌어 올릴 목적이라며 재생의학 분야에 회사의 비전이 걸려있음을 시사 했다. 현재 연골·뼈·지방·제대혈 줄기세포 재생의료기와 테라필(TheraFill·주름개선제), 테라폼(TheraForm·상처치료제) 등 7여가지 제품에 유럽에서 자유로이 판매할 수 있는 CE인증을 획득한 상태이다. 세원 셀론텍은 고성장성이 기대되는 재생의학분야에 대해 앞선 기술력과 아직 경쟁이 심화되지 않았음을 근거로 회사의 성장성을 이끌어줄 가장 중요한 사업분야로 여기고 있다. 현재 세원셀론텍이 연구개발 및 생산, 수출하고 있는 제품군에 대해서 우선적으로 살펴보고자 한다.

그림 7. 재생의학시장 규모 전망



자료: 세원셀론텍

1. 제품 소개

(1) 콘드론

연골재생의 완벽한 치료제
콘드론

콘드론이란 세원 셀론텍이 아시아에서 최초, 세계에서 2번째로 개발에 성공한 개인 맞춤형 연골 세포 치료제로 국내 1호 생명공학 의약품이다. 콘드론은 연골 손상을 당한 환자의 연골 재생을 돕는 제품으로 환자의 연골을 분리해 일정한 실험 배지에서 배양 한 후 환자의 손상된 연골부위에 이식하기 위해 사용된다. 현재 연골손상을 치료할 수 있는 유일한 치료법이다. 콘드론이 개발되기 이전에는 인공 관절이 일시적인 치료법으로 사용되었으나 15년 주기로 교체 해 주어야 하고 시술 시간이 긴 것에 비해 콘드론은 시술 시간이 짧고 효과적인 재생력, 높은 안전성과 유효성, 그리고 재생된 연골의 영구성이 보장된다. 동사는 판매 후 일정 기간 내 인체시험을 완료하는 조건으로 2001년 1월 임시 판매허가를 받았으며 2007년 임상을 완료해 최종 허가를 받은 바 있다. 1imp(1회 시술)에 보험 급여 상한가가 무려 654만원으로 국내에 보험 등재한 6만609개 의약품 가운데 가장 높은 세원셀론텍의 주력 제품이다.

유일한 경쟁자이자 동반자
Genzyme社

현재 국내에서는 경쟁 기업이 없는 독점 기업이며 해외의 경쟁자인 Genzyme사의 자가 연골치료제 Corticel 보다 배양 주기가 짧아 해외시장에서

도 충분히 경쟁력 있다고 판단된다. 하지만 Genzyme사의 연골치료제는 동사의 경쟁 제품인 동시에 시장을 같이 키워나가는 동반자가 될 것으로 생각되는데 그 이유는,

- 1) Genzyme사는 2007년 매출액이 약 3조 7천억 원, 당기순이익이 9,400억 원에 달하는 대기업이지만,
- 2) 매출구성 중 재생의학 부분은 7%안팎이며,
- 3) 전 세계적으로 Genzyme사와 세원셀론텍만이 개척한 새로운 시장이기 때문이다.

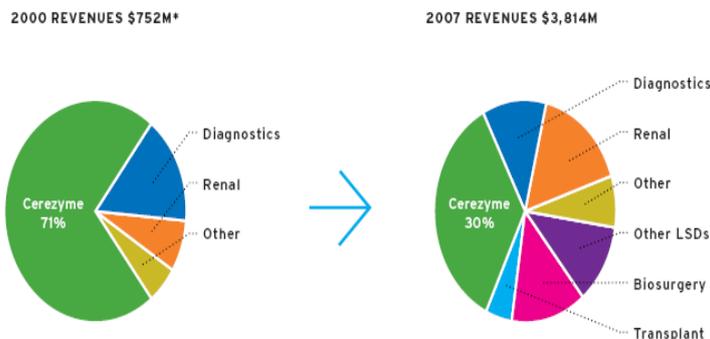
따라서, 시장 초기를 선두 지휘한 두 기업이 향후 이 시장의 동반 리더가 될 것을 기대하는 바이다.

그림 8. 콘드론을 이용한 연골재생수술 과정



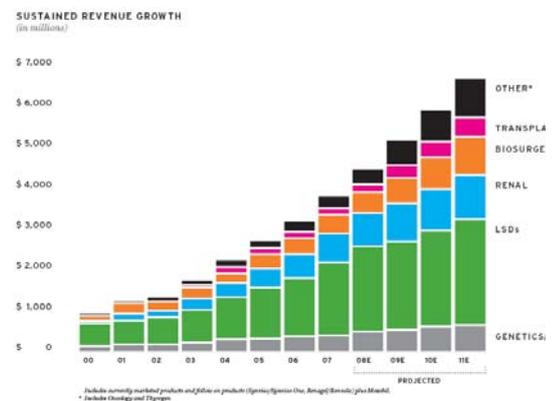
자료: 세원셀론텍

그림 9. Genzyme사의 매출 구성



자료: Genzyme 2007 annual report

그림 10. Genzyme사의 매출 성장



자료: Genzyme 2007 annual report

(2) 오스팀

세계최초 뼈 세포 치료제 오스팀

오스팀이란 세원 셀론텍에서 세계 최초로 개발에 성공한 개인 맞춤형 뼈 세포 치료제이다. 골절이나 골괴사를 당한 환자의 골수 세포를 배양 한 후 뼈 손상 부위에 다시 이식하는 방법에 쓰인다. 이 전에는 합성된 인공 이식재료를 사용했으나 부작용 등의 문제점이 많았다. 오스팀을 사용하면 자신의 세포로 배양된 치료제이기 때문에 면역과민과 같은 특별한 부작용이 없고 향후 현재 마땅한 치료제가 개발되지 않은 골다공증에도 응용될 수 있다. 현재까지 무려 200명이 임상실험에 참여해 최근 임상종료 보고서를 제출한 상태이며 올해 말부터 세계 최초로 시판될 예정이다.

(3) 제대혈 보관은행

증가하는 니즈 제대혈 보관은행

세원셀론텍의 제대혈 보관은행은 국내 최초로 ISO9001 인증을 받는데 성공했다. 제대혈 보관은행은 여러 가지 난치성 질환의 치료에 대비하여 조혈모세포가 풍부한 아기의 제대혈을 분리해 냉동 보관하기 위한 시스템이다. 아기의 제대혈을 보관할 경우 향후 백혈병 등 불치에 가까운 질병도 제대혈을 증식시켜 환자에게 이식함으로써 치료가 가능하다. 한 대학병원이 임산부를 포함한 1000여명에게 설문 조사를 실시한 결과 10명중 9명은 난치병 치료와 보험 등의 이유로 제대혈을 보관하고 싶다고 밝혔다. 15년 기준으로 보관하며 수요가 점점 증가하는 추세다. 최근 국내 경쟁이 심해졌음에도 15%의 시장 점유율을 차지하고 있다.

(4) 더만

탁월한 품질의 피부재생 세포치료제, 더만

동사는 피부재생 세포치료제 더만(derman)을 개발 중이며 유럽통합 규격인증인 CE인증을 획득했다. 더만은 자기자신의 피부상피세포와 아텔로콜라젠을 활용한 세포치료제이며, 화상 및 흉터, 피부손실로 인한 외상 등에 적용된다. 동사는 더만의 CE인증을 계기로 피부조직에서 상피세포를 분리배양 할 수 있는 기술력을 입증했다. 독자적으로 개발한, 피부 조직을 재생하는데 활용되는 고부가가치 물질인 고순도 아텔로콜라젠(Atelocollagen)이 미 FDA의 등재되었다. 이러한 독자적인 개발력과 피부미용 시장의 수요를 고려할 때, 향후 상품화를 통한 동사의 매출 증가가 기대된다.



(5) 기타 제품

재생의학의 무한한 응용력
화장품, 주름개선치표제

또 재생의학과 관련하여 화장품, 주름개선제 테라필(콜라겐 필터)등의 판매 사업에 집중하고 있다. . '테라필'은 고순도 3%의 인체피부조직과 가장 흡사한 돼지 콜라겐을 주성분으로 한 주름개선제로 국내 의료기관인 IRB(임상시험심사위원회)의 승인절차를 밟고 있으며, 국내 임상이 완료되면 화장품과 함께 큰 매출 신장을 이룰 것으로 예상된다.

이 외에도 재생의학을 기반으로 상처치료제와 지방 재생 의약품 등 재생의학과 관련된 수많은 제품군을 보유하고 있으며 이는 점점 늘어날 예정이다.

2. RMS : 세원셀론텍 바이오 분야의 희망

(1) RMS 이전 재생의학의 한계

재생의학 제품은 수출이 불가능하다?

세원셀론텍의 전신인 셀론텍은 바이오 분야에서 독보적인 기술력과 좋은 제품을 가지고 있었다. 하지만 '생명공학기술'만으로는 그 성장성에 한계가 있었다. 셀론텍은 2001년 자체 개발한 세포 기술을 수출하기 위해 시도했으나 실패했다. 바이오 산업 특성상 환자 개인에 맞춘 맞춤형 제품을 제공해야 하는데, 해외 시장의 고객에게 제품을 판매하기 위해서 해외 환자의 세포를 운반해 와 배양시켜 다시 운송해 주는 과정에서 배송 기간 동안 보존성이 떨어진다는 문제점이 가장 컸다.

발상의 전환
생명공학 과 중공업 의 결합

이러한 단점을 보완하기 위해 셀론텍은 34년 전통을 가진 화공 플랜트 설비 업체인 세원 E&T를 인수하기에 이르렀고 2005년 세원셀론텍을 탄생 시켰다. 이제 동사는 마치 물과 기름처럼 보였던 중공업과 생명공학기술을 응용해 해외시장에 성공적으로 진출할 수 있는 RMS(Regeneration Medical system)라는 교두보를 마련할 수 있게 되었다. 이는 세계적으로 처음으로 시도된 획기적인 시스템이다.

(2) “중공업 + 바이오” 에서 태어난 우량아, RMS

그들로부터 태어난 우량아
RMS

RMS란 손상된 연골이나 뼈, 피부 등 인체 조직을 재생하는 동사의 여러 의료기술을 한꺼번에 제공하는 시스템을 말한다. 세포치료제 등 재생의료와 관련된 치료제가 만들어지는 작은 실험실을 생각하면 이해하기 쉽다. RMS는 크기에 따라 연간 1500명을 시술할 수 있는 설비인 H-Class platform과 370명을 시술할 수 있는

C-Class Platform으로 나뉜다. 예를 들어 올해 초 145만 달러에 카자흐스탄에 RMS 를 수출함으로써 카자흐스탄은 ‘콘드론’ 및 ‘오스템’을 생산할 수 있는 C타입 RM 플랫폼, 동사가 운영하는 제대혈은행 ‘베이비셀’에 해당하는 UCBS C RM플랫폼을 기반으로 현지 최초 재생의료기술을 이용한 환자치료를 시행하게 된다

RMS의 높은 수익성

이런 platform에서 환자에게 맞는 맞춤형 치료제를 생산하기 위해서는 1인당 약 1500~2000불에 달하는 자재(RMS kit)가 필요 하므로 동사 제품의 추가적 판매가 가능해 진다. Platform자체가 20~40억 원대에 이를 뿐 아니라 자재 판매가 지속적으로 이루어지며 이 과정에서 고부가가치를 창출하므로 RMS는 안정적이고 높은 수익구조를 가지고 있다.

정형외과 학술회를 통한 RMS 홍보

RMS가 개발 된 지 얼마 되지 않았기 때문에 현재 학술회를 통하여 정형외과 의사들을 대상으로 홍보에 힘쓰고 있다. 올해 초 정형외과 분야 세계 최대 규모 학술 전시회인 미국정형외과학회에 전시된 동사의 RMS는 3만여 명이 참가한 가운데 현지의 폭발적인 반응을 경험했다. 콘드론과 비슷한 연골치료제를 생산했던 Genzyme사의 자체생산시스템에 비해 동사의 제품은 각 병원에서 의사들이 직접 생산해 시술할 수 있다는 점에서 독보적이다. 이번 참가로 동사는 브라질 의료기관과 RMS수출 협상을 진행하고 있으며 몸바이 소재의 바이오 기업과 최종협상을 마무리하는 한편, 네덜란드의 셀팀덴헬데르와는 이전에 수출한 C타입 RMS가 완료되는 즉시 추가 수출하기로 합의 했다. 또 카자흐스탄, 이탈리아 사우디아라비아 등 세계 각국의 파트너들과 수출 계약을 진행 중이다. 또한 일본 재생의료학회와 유럽 정형 외과학회 등에 참가, 지속적인 해외 마케팅을 펼칠 계획이다. 향후 큰 성장을 기대할 수 있게 하는 부분이다.

그림 1. RMS 구성
(플랫폼 + 소프트웨어 + 각종 실험 기구 및 원부자재)



자료: 세원셀론텍

표 2. RMS 분야 연도별 수주 현황

계약일	계약상대	판매·공급계약 물건	계약금액
<2006년> 12월 19일	Impomd Centrum社	재생의료시스템 RMS (Regenerative Medical Syst	341,880,000
<2007년> 4월 23일	NEW CO IE	콘드론(자기유래연골세포치료제) 수출계약	50,490,400
5월 15일	중국무장경찰병원	콘드론(자기유래연골세포치료제) 수출계약	43,311,600
6월 4일	RMS Innovations (U.K.) Limited	재생의료시스템 RMS 공급계약 체결	2,125,464,500
8월 22일	Celteam Den Helder B.V.	재생의료시스템(RMS) 공급계약 체결	720,882,090
11월 19일	Perintis Medik Sdn Bhd.	재생의료시스템(RMS) 공급계약 체결	2,757,900,000
11월 19일	RMS THAILAND Co., Ltd.	재생의료시스템(RMS) 공급계약 체결	704,643,450
<2008년> 1월 30일	MEDERS.	콘드론(개인맞춤형 연골세포치료제) 수출계약	56,092,400

자료: 세원셀론텍, 각종 기사, Research 3 Team

V. Valuation

다양한 기법을 통한
목표주가 산출

Research 3 team은 본 보고서의 리서치 내용을 바탕으로 valuation을 수행하였다. Discounted Cash Flow Method, PM(EV/EBITDA, PER)를 사용하여 valuation을 수행하였다.

1. DCF

DCF 사용에 대한 가정들은 다음과 같다.

(1) 전환권의 행사

전환가능성은 높다!

세원셀론텍은 2007년 3월에 전환사채 23,615,000,000원을 리만 브라더스에게 발행하였다. 해당 전환사채의 행사가액은 6,909원이며 전환권은 2008년 3월 22일부터 2011년 3월 8일까지 약 3년간 행사 가능하다. 최근 전환권 행사로 인해 (10%) 주가가 다소 하락하기는 했지만 여전히 행사가액보다 높은 주가를 형성하고 있다. 따라서 Research 3 team은 전환권이 모두(100%) 행사될 것임을 가정하여 valuation을 수행하였다.



(2) 매출액성장률

세원셀론텍의 영업성과를 파악하기 위해 영업부문을 PE와 HE, 그리고 RMS로 나누어 추정하였다. 또한 각 사업별 예상매출액의 추정은 각 시장의 특성을 반영한 매출액 성장률을 적용하여 산출하였다.

세원셀론텍은 PE 시장에서 고부가가치 제품인 Reactor를 생산, 판매하고 있다. 현재 전방산업인 화학 플랜트 시장의 지속적인 성장이 예상되고 PE관련 수주잔량이 2007년 PE관련 매출액보다 많다는 측면에서 당분간 안정적인 성장이 전망된다. 또한 올해 말이면 증설 중인 본사 및 공장이 완공되기 때문에 2009년에 가장 큰 성장률을 보일 것으로 보인다.

HE 시장은 이미 성숙기에 이르렀으나 중국공장 설립, 제품 다각화 등의 노력을 보이고 있기 때문에 꾸준한 성과를 얻을 것으로 예상된다.

재생의학 분야에서는 현재 콘드론이 연골치료제 시장을 독점하고 있으며, 오스템 등의 신규 제품뿐만 아니라 RMS를 통해 수출 증대가 가능할 것으로 예상된다. 현재 시장이 생성 단계에 있기 때문에 시장의 미래에 대한 확신을 가질 수는 없으나 고령화 및 웰빙 트렌드를 고려했을 때 시장의 폭발적인 성장을 기대할 수 있다.

(3) 영업이익률

기준한 영업이익률 전망

RMS의 매출 비중이 증가함에 따라 영업이익률이 증가할 것으로 예상되지만, 영업이익률을 추정할 만한 객관적인 자료의 부재로 평균 영업이익률인 10.92%를 적용하였다.

(4) WACC

1년치일별베타 적용

세원셀론텍은 2006년 7월에 상장하여 아직 만 3년이 되지 않았기 때문에 1년치 일별베타를 적용하였다. 또한 한계조달금리는 감사보고서 상의 한계조달금리인 5.69%를 적용하였다.

(5) 매출액대비비율

대용기업 -성진지오텍, 메티포스트

세원셀론텍의 유무형자산, 영업용운전자본, 기타영업용순자산 등의 매출액 대비 비율은 전기와 당기의 격차가 크기 때문에 평균치를 이용할 경우 그 타당성이 부족하다. 또한 추세를 분석하기에는 측정 가능한 기간이 2년에 불과하다는 점에서

정확한 자료를 산출하기 어렵다. 그래서 Research 3 team은 해당 비율을 비교 가능한 기업들의 수치를 반영하여 valuation 하였다. 우선 PE/HE 사업부의 매출액대비비율은 성진지오텍의 평균치를 사용하였으며 RMS 사업부의 매출액대비비율은 메디포스트의 평균치를 사용하였다. 대응기업의 각 사업부별 비율을 7:3으로 가중 평균하여 매출액대비비율을 적용하였다.

(6) 목표주가 및 기대수익률 - DCF

목표주가 10,210원 위의 가정 하에서 DCF를 수행한 결과 목표주가 10,210원, 기대수익률 40%가
 기대수익률 40% 도출되었다.

표 3 . 매출액성장률

매출액성장률	2008	2009	2010	2011	2012	2013
PE 성장률	15.0%	20.0%	15.0%	12.0%	10.0%	5.0%
HE 성장률	10.0%	8.0%	6.0%	5.0%	5.0%	5.0%
RMS 성장률	70.0%	100.0%	100.0%	50.0%	30.0%	5.0%

자료: Research 3 team

표 4 . 매출액대비 비율 및 WACC

매출액대비비율	2007	성진지오텍	메디포스트	2008
영업이익률	10.82%			10.92%
유,무형자산 상각비	1.72%	2.68%	4.62%	3.26%
영업용운전자본	28.11%	26.45%	-8.53%	15.96%
순유형고정자산	35.68%	30.69%	20.58%	27.66%
기타영업용순자산	1.00%	-0.5%	17.23%	4.82%

자기자본비용	12.91%
1년치일별베타	1.09884
한국시장프리미엄	7.00%
3년만기국채수익률	5.22%
WACC	12.18%
차입금가치(이자발생부채)	22,540,472
주주지분가치(시가총액)	249,041,678
한계조달금리	5.69%

자료: Research 3 team

표 5. Conclusion

WACC	12.18%
영구성장률	5.00%
예상 ROIC(2단계)	17.00%
FCFF추정(2단계)	32,210,469
Terminal Value	448,450,313
현재가치의 합	7,685,281
PV of TV	252,398,340
현금 + 시장성유가증권	2,155,462
비영업용자산	8,336,631
영업자산청산가치	134,702,182
Value of the Firm	405,277,895
(-)Value of the Debt	43,917,046
전환사권 행사량	21,376,574
Value of the Equity	382,737,423
발행주식수	34,068,629
전환사채 희석주식수	3,418,000
목표주가	₩ 10,210
현재주가	₩ 7,310
기대수익률	40%

자료: Research 3 team

2. PM – EV/EBITDA Multiple

EV/EBITDA Multiple 이용에 있어 PE/HE와 RMS로 사업부를 나누어 분석하였다.

(1) PE/HE 사업부

PE/HE의 비교대상기업으로 영업활동 내용이 유사한 성진지오텍과 대경기계기술을 선택하였다.

a. 성진지오텍

- 성진지오텍
유사한 제품군

성진지오텍은 화학기계제조업을 영위하는 회사로서 플랜트, 발전, 조선해양과 관련된 제품을 제조하는 회사이다. 그 중 플랜트 관련 제품 매출액이 전체 매출액의 77.2%를 차지한다. 플랜트 관련 제품의 구성요소들은 열교환기, 압력용기, Reactor, 타워 등이라는 점에서 세원셀론텍의 PE/HE 사업부의 제품과 매우 유사하다.

b. 대경기계기술

- 대경기계기술
유사한 제품군

대경기계기술 또한 화학기계제조업을 영위하는 회사로서 플랜트와 관련된 제품이 약 97.7%에 이른다. 플랜트 관련 제품의 구성요소들이 열교환기, 압력용기, Reactor, 타워 등이라는 점에서 세원셀론텍의 PE/HE 사업부 제품과 매우 유사하다.

(2) RMS 사업부

RMS 사업부의 경우 국내에 연골치료제 및 뼈치료제를 판매하고 있는 업체가 없다는 사실에 근거하여 여러 가지 기준을 두고 비교대상기업을 선정하였다. 적정 EV/EBITDA를 산출하기 위한 비교대상기업은 다음과 같다.

a. Genzyme

- Genzyme
연골치료제 판매업체

Genzyme은 세계 최대의 바이오텍 회사로서, 2007년 말 기준으로 연간 매출액은 38억 달러이며 2008년 5월 8일 현재 시가총액은 약 187억 달러이다. Genzyme은 각종 질병에 대한 치료제를 만드는 기업으로 세레짐(가우쳐병 치료제), 진단제, 신장질환 치료제 등 매우 다양한 제품포트폴리오를 구성하고 있다. 특히 Genzyme은 세원셀론텍의 콘드론과 마찬가지로 연골치료제를 판매하고 있다는 점에서 영업적 유사성이 있다.



b. 메디포스트

- 메디포스트
제대혈 판매업체

메디포스트는 바이오 사업을 영위하는 업체로, 매출의 90% 이상이 제대혈 판매에서 발생한다. 세원셀론텍 또한 제대혈 사업을 진행 중에 있다는 사실에 근거하여 비교대상 기업으로 선정하였다.

c. 오리엔트바이오

- 오리엔트바이오
동일한 산업군

오리엔트바이오는 바이오 사업을 영위하는 업체이다. 하지만 세원셀론텍과는 달리 백신제재, 생물, 진단 소재류 및 바이오실험기기를 만드는 회사이기 때문에 동일한 산업군에 포함된다는 사실을 제외하면 영업적으로 유사점을 찾기는 힘들다.

d. 바이넥스

- 바이넥스
세포치료제 제작업체

바이넥스는 소화계통 및 순환기계, 비뇨기계의 의약품을 제조, 판매하는 의약업체이다. 하지만 바이넥스는 최근 세원셀론텍이 제조하려는 세포치료제를 개발하여 상업화 단계에 접어들었다는 측면에서 비교대상기업군에 편입하였다.

(3) Valuation – EV/EBITDA Multiple

EV/EBITDA를 이용함에 있어 선정한 비교대상기업을 영업적 유사성에 근거하여 적절한 비율을 적용하였다. PE/HE 사업부의 경우에는 두 기업이 세원셀론텍과 거의 동일한 제품을 생산하고 있다는 점에서 동일한 가중치를 적용하였다. 하지만 RMS의 경우 오리엔트바이오와 바이넥스가 Genzyme이나 메디포스트에 비해 영업적 유사성이 떨어지기 때문에 상대적으로 적은 가중치를 적용하였다.

향후 동사가 RMS 사업의 비중을 50%까지 확장할 것을 계획하고 있다는 점을 감안, 전체 기업 기업가치에서 각 사업부가 차지하는 비중을 7:3으로 가정하여 valuation을 수행하였다.

(4) 목표주가 및 기대수익률 - EV/EBITDA Multiple

목표주가 12,129원
기대수익률 66%

위의 가정 하에서 EV/EBITDA Multiple을 수행한 결과 목표주가 12,129원, 기대수익률 66%가 도출되었다.

표 6 . EV/EBITDA Multiple

		비교대상기업 (사업부 : PE/HE)			
기업명		성진지오텍	대경기계기술	-	-
EV/EBITDA		11.66	14.76		
Weight		50.00%	50.00%	0.00%	0.00%

		비교대상기업 (사업부 : RMS)			
기업명		Genzyme	메디포스트	오리엔트바이오	바이넥스
EV/EBITDA		19.36	62.87	48.10	13.45
Weight		35.00%	35.00%	15.00%	15.00%

사업부	PE/HE	RMS
가중평균 EV/EBITDA	13.21	38.01
Weight	70.00%	30.00%

적용 EV/EBITDA	20.65
EBITDA	23,111,322
적정 EV	477,230,616
타인자본	43,917,046
전환사채 등	21,376,574
타인자본가치	22,540,472
자기자본가치	454,690,144
발행주식수	34,068,629
희석주식수(전환사채 등)	3,418,000
목표주가	12,129
현재주가	7,310
기대 수익률	66%

자료: Research 3 team

3. PM – PER Multiple

재무적 요소 고려

PER Multiple도 EV/EBITDA Multiple과 마찬가지로 사업부서를 PE/HE와 RMS로 나누어 수행하였다. 또한 비교대상기업도 EV/EBITDA와 동일한 기업으로 선정하였다. 다만, PER Multiple은 영업적 유사성뿐만 아니라 재무적인 유사성을 평가하여야 한다. 재무적인 유사성을 평가하는 지표는 매우 많지만 가장 대표적으로 사용되는 타인자본비율과 이자보상비용을 기준으로 하였다.

전환권 행사 고려

앞서 언급한 바와 같이 전환사채의 전환권 행사 가능성이 높기 때문에 전량 전환권이 행사된다고 가정하였다. 하지만 전기의 당기순이익은 전환사채에 대한 이자비용을 포함하고 있기 때문에 해당 이자비용을 당기순이익에 가산하여 valuation을 수행하여야 한다. 하지만 전환사채의 액면이자율이 0%이기 때문에 2007년도에 전환사채와 관련하여 발생한 이자비용은 없다. 이에 따라 수정된 당기순이익은 기존의 당기순이익과 동일한 값을 사용하였다.



목표주가 10,138원
기대수익률 39%

영업적, 재무적 유사성을 고려하여 하여 가장 재무적 유사성이 유사한 Genzyme 과 오리엔트바이오의 가중치를 조금 더 높게 평가하였다. 그 결과 목표주가 10,138원, 기대수익률 39%가 도출되었다.

표 7 . PER Multiple

		비교대상기업(사업부 : PE/HE)			
기업명	성진지오텍	대경기계기술	-	-	
PER	26.43	15.09			
Weight	50.00%	50.00%		0.00%	
타인자본비율	81.83%	103.54%	#DIV/0!	#DIV/0!	
이자보상비율	4.34배	7.배	#DIV/0!	#DIV/0!	

		비교대상기업 (사업부 : RMS)			
기업명	Genzyme	메디포스트	오리엔트바이오	바이넥스	
PER	41.04	39.3	86.82	20.5	
Weight	40.00%	30.00%	20.00%	10.00%	
타인자본비율	12.25%	6.82%	49.55%	3.19%	
이자보상비율	53.83배	1.66배	.62배	156.57배	

사업부	PE/HE	RMS
가중평균 PER	20.76	47.62
Weight	70.00%	30.00%

적용 PER	28.82
당기순이익	13,187,636
전환사채 이자비용	-
발행주식수(희석주식 포함)	37,486,629
목표주가	10,138
현재주가	7,310
기대수익률	39%

자료: Research 3 team



VI. Conclusion

목표주가 10,826원
기대수익률 48%

세원셀론텍은 중공업 분야의 기업과 바이오 분야의 기업이 합병하여 독특한 사업 포트폴리오를 지니고 있는 기업이다. 얼핏 보면 크게 연관성이 없어 보이며 기업이 핵심역량을 제대로 발휘하지 못하는 것으로 판단될 수 있다. 하지만 동사의 경우 PE분야에서 지속적이고 안정적인 성장을 이루고 있으며, HE분야에서 경쟁상황에 살아남고자 모바일 분야로 진출하는 노력을 하고 있으며, 재생의학 분야에서 RMS라는 획기적인 매출 패키지를 통해 재생의학 분야의 독점적인 지위를 더욱 확고히 하고 있다. 게다가 RMS의 경우 실험실과 관련 기구, 각종 원부자재를 한꺼번에 수출하면서 관련이 없어 보였던 중공업 관련 영역과의 시너지 효과도 확실하게 누리고 있다.

동사의 리스크로 지적할 수 있는 부분으로는 리먼브라더스의 전환사채 청구권 행사와 관련된 주가 희석요인이 있을 수 있을 것이다. 실제로 이 때문에 과도하게 주가가 반응하고 있는 것으로 판단된다. 그러나 현재 전환권 청구는 2008년 4월 29일에 10%정도만 이루어졌으며, 나머지 90%정도의 전환사채를 청구한다고 할지라도 그 금액은 200억에 못 미치는 수준으로, 현재 발행 주식수의 10%정도이다. 현재 주가와 전환권 행사가액과의 차이가 크게 존재하지 않기 때문에 이는 동사의 주가에 큰 영향을 미치지 못할 것으로 판단된다.

이러한 점들을 모두 고려하고 Valuation의 타당성을 검증하기 위해 본 Research 3 Team은 세 가지 방법을 이용하여 Valuation을 수행하였으며 각각에서 도출된 수치들을 단순평균하여 세원셀론텍의 목표주가 10,826원을 도출하였다. 따라서 현재 주가 대비 기대수익률 48%로 BUY 의견을 시장에 제시하는 바이다.

이 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서이며 그 정확성과 완전성을 보증하지 않습니다. 서울대투자연구회에서는 본 보고서의 내용에 의거한 어떤 행위도 책임을 지지 않습니다.

