



Outperform(Downgrade)

목표주가: 33,000원
주가(7/21): 29,550원

시가총액: 7,752억원



헬스케어
Analyst
이지현
02) 3787-4776 geehyun@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (7/21)		676.60pt
52주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	40,200원	29,550원
등락률	-26.49%	0.00%
수익률	절대	상대
1W	-23.9%	-25.2%
1M	-11.8%	-18.9%
1Y	-16.9%	-13.0%

Company Data

발행주식수	26,234천주
일평균 거래량(3M)	149천주
외국인 지분율	18.56%
배당수익률(17E)	0.00%
BPS(17E)	5,754원
주요 주주	전총운 외 24인
	33.33%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2015	2016	2017E	2018E
매출액	651	737	865	989
보고영업이익	86	101	131	164
핵심영업이익	86	101	131	134
EBITDA	147	166	186	191
세전이익	89	94	113	117
순이익	68	72	90	94
자배주주지분순이익	68	71	90	93
EPS(원)	258	272	342	355
증감률(%YoY)	-28.6	5.1	26.1	3.6
PER(배)	146.6	128.7	102.0	98.5
PBR(배)	7.4	6.5	6.1	5.7
EV/EBITDA(배)	65.6	53.4	47.9	45.5
보고영업이익률(%)	13.3	13.7	15.1	16.6
핵심영업이익률(%)	13.3	13.7	15.2	13.5
ROE(%)	5.9	5.2	6.2	6.0
순부채비율(%)	-22.9	-23.9	-19.8	-32.6

Price Trend


 이슈 분석

씨젠(096530)

베크만쿨터 계약 해지로 주가 하락 불가피



씨젠은 지난주 금요일 오전 베크만 쿨터향 ODM계약 해지를 발표했습니다. 이는 작년 말 베크만 쿨터의 모회사인 다나허가 세페이드라는 분자진단 업체를 인수하면서 기존 베크만 쿨터의 분자진단 사업을 철수했기 때문입니다. 동사의 귀책사유는 없어 기계약한 사항에 영향은 제한적입니다. 다만 총 4개의 계약 중 가장 먼저 제품 출시가 기대되는 베크만 쿨터향 계약이 철수됨에 따라 주가 조정은 불가피했고 과도한 전일 가치 하락은 충분히 반영되었다고 판단합니다.

>>> 목표가 33,000원, 투자의견 'Outperform'으로 하향

목표가를 33,000원, 투자의견 'Outperform'으로 하향합니다. 이유는 기존 베크만 쿨터 향 계약 해지에 따른 ODM 사업 가치 하락 때문이다. 다만 1) 이번 계약의 귀책사유가 상대 회사의 사업 구조 변경에 있고, 2) 나머지 ODM 계약에 영향을 주지 않을 것으로 추정하며, 3) 유럽 등의 매출 호조로 인하여 올해 영업 가치에서 외형 확대가 이루어질 것으로 기대된다. 금요일 주가 하락으로 계약 해지에 따른 가치 조정이 충분히 반영되었다고 판단한다. 당장의 타격은 불가피 하지만 회사측에서는 개발 비용에 대한 보전을 요구할 계획도 있어 동사의 기술력과 무관한 이슈로 추정한다.

>>> 베크만쿨터 향 계약해지로 평가 가치 하락

베크만쿨터의 모회사인 다나허(2011년 초 베크만쿨터 68억달러에 인수)는 작년 말 분자진단 회사 세페이드(Cepheid)를 인수했다. 세페이드는 MRSA, 노로바이러스 등 병원관련 감염 및 감염 질환, 성병, 유전적 혈정증 위험 등에 대한 진단검사 관련 사업군을 영위하고 있다. 이로 말미암아 올해 2분기 실적발표 컨퍼런스 콜에서 베크만쿨터의 분자진단 사업 철수를 결정했고 이에 따라 계약이 해지되었다. 공급계약 내용은 2종의 분자진단 시약을 CE 승인 Veris 제품에 공급하는 것이었다. 이미 내부적으로 개발 완료 단계에 있었으며 베크만 쿨터에 맞춤형 설계로 타사에 납품할 수 없는 상황이었기 때문에 ODM계약 가치에 대한 평가는 소거되어 전체 기업가치 평가는 불가피하다. 다만 금요일 주가 하락으로, 계약 해지에 따른 가치 조정이 충분히 반영되었다고 판단한다.

>>> 사업가치의 외형과 이익 증가 두드러질 듯

금년 외형 성장이 두드러질 것으로 보인다. 이는 국내외로 Allplex 신제품이 호평을 받으며 거래처를 다수 확보했고 이에 따라 시약 매출은 증가세를 보일 것이다. 기존 제품뿐 아니라 남은 ODM계약 관련 제품 개발, SGsilico 기반 맞춤 시약 개발 등 신규시장 확대를 통해 중장기적인 매출 성장 재료를 마련했다. 또한 써모피셔 싸이언티픽(Thermo Fisher Scientific)과 진단사업을 위한 전략적 협력을 통해 올해 내 북미 진단시장에 진출할 제품 개발을 완료할 것이라는 점도 주목해야한다.

씨젠 SOTP Valuation

(단위: 십 억원)

영업 가치(ODM 매출 제외)	Multiple	Value	비고
2017 EBITDA	252	13.0	19 글로벌 분자진단 업체 평균 할인
ODM 사업 가치			
Qiagen	147		
Becton Dickinson	344		
Beckman Coulter	-		
Hologic	133		
ODM 사업가치 합계	624		
기업가치	877		
순차입금	(1)		분기보고서 기준
주주가치	876		
주식수 (주)	26,093,445		
적정주가 (원)	33,562		

자료: 키움증권 리서치센터 / 주 : 글로벌 분자진단 업체 Roche, Hologic, Qiagen, BD, Biomerieux 등 8개 회사

ODM 매출 가정

매출액	2021년 이후 성장을 20% 가정
EBIT	공급가 50%, 판관비율 10% 가정
FCF	법인세율 20% 가정
현재가치	WACC 7% 가정
NPV of FCF	2030년까지의 합
NPV of TV	Terminal Growth -10% 가정

자료: 키움증권 리서치센터

주요 ODM 계약 사항

	Qiagen	Becton Dickinson	Hologic
계약시기	2015.07.09	2015.09.15	2016.11.04
특징	분자 진단 3 위(M/S 11.6%) HPV 분자진단 시장 1 위 (M/S > 60%) 동반진단 시장 진입	글로벌 체외 진단 6 위 (M/S 5.4%) 분자 진단 4 위 (M/S 9.2%) 미국 혈액배양 자동화 시스템 1 위	분자 진단 2 위(M/S 14.4%) CT, NG, HPV, 미국 1 위
분자진단 플랫폼	QIAasympathy (2010) (CE-IVD/FDA 승인)	BD MAX (2011) (CE-IVD/FDA 승인)	Panther Fusion (2017F) (CE-IVD/FDA 승인, Panther 확장형 모델)
시약 도입	씨젠 멀티플렉스 1 종	씨젠 멀티플렉스 1 종	씨젠 멀티플렉스 1 종

자료: 씨젠, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	651	737	865	989	1,163
매출원가	184	213	263	287	322
매출총이익	467	524	602	702	841
판매비 및 일반관리비	381	424	471	568	705
영업이익(보고)	86	101	131	164	193
영업이익(핵심)	86	101	131	134	136
영업외손익	3	-7	-18	-17	-16
이자수익	8	11	8	7	8
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	30	26	0	0	0
이자비용	16	22	22	22	22
외환손실	12	15	0	0	0
관계기업지분법손익	1	-5	0	0	0
투자및기타자산처분손익	1	0	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	0	2	0	0	0
기타	-9	-4	-4	-2	-2
법인세차감전이익	89	94	113	117	120
법인세비용	21	23	23	23	24
유효법인세율 (%)	24.0%	23.9%	20.0%	20.0%	20.0%
당기순이익	68	72	90	94	96
지배주주지분순이익(억원)	68	71	90	93	96
EBITDA	147	166	186	191	193
현금순이익(Cash Earnings)	128	137	145	151	153
수정당기순이익	67	70	90	94	96
증감율(% YoY)					
매출액	1.1	13.1	17.4	14.3	17.6
영업이익(보고)	-22.3	16.8	29.6	25.5	17.6
영업이익(핵심)	-22.3	16.8	30.3	1.9	1.7
EBITDA	-12.6	13.4	12.0	2.6	0.7
지배주주지분 당기순이익	-25.9	5.1	26.1	3.6	2.7
EPS	-28.6	5.1	26.1	3.6	2.7
수정순이익	-26.7	4.0	29.2	3.6	2.7

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	41	166	43	264	35
당기순이익	68	72	90	94	96
감가상각비	30	39	31	37	38
무형자산상각비	30	27	24	21	18
외환손익	-18	-4	0	0	0
자산처분손익	1	1	0	0	0
지분법손익	-1	5	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-126	-21	-103	113	-117
기타	56	48	0	0	0
투자활동현금흐름	-315	-98	30	-16	-111
투자자산의 처분	-241	3	114	23	-39
유형자산의 처분	2	2	0	0	0
유형자산의 취득	-32	-59	-59	-45	-45
무형자산의 처분	-44	-48	0	0	0
기타	1	4	-25	6	-27
재무활동현금흐름	486	19	5	3	1
단기차입금의 증가	-13	13	0	1	0
장기차입금의 증가	498	5	0	0	0
자본의 증가	1	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	0	0	5	2	1
현금및현금성자산의순증가	214	89	77	251	-75
기초현금및현금성자산	195	409	498	575	826
기말현금및현금성자산	409	498	575	826	752
Gross Cash Flow	167	186	145	151	153
Op Free Cash Flow	-77	14	-2	232	3

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	1,518	1,557	1,624	1,756	1,845
현금및현금성자산	409	498	575	826	752
유동금융자산	359	340	223	198	233
매출채권및유동채권	602	583	666	549	646
재고자산	148	136	160	182	214
기타유동금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	423	519	561	556	589
장기매출채권및기타비유동채권	63	60	70	81	95
투자자산	30	35	38	41	45
유형자산	112	165	192	201	208
무형자산	192	224	200	179	161
기타비유동자산	25	35	60	54	81
자산총계	1,940	2,076	2,185	2,312	2,434
유동부채	115	147	161	191	217
매입채무및기타유동채무	77	86	101	128	151
단기차입금	26	34	34	35	35
유동성장기차입금	1	7	7	7	7
기타유동부채	10	20	19	21	24
비유동부채	472	507	512	514	515
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	431	458	458	458	458
기타비유동부채	41	49	53	56	57
부채총계	587	654	672	705	732
자본금	131	131	131	131	131
주식발행초과금	793	793	793	793	793
이익잉여금	450	517	607	700	795
기타자본	-23	-21	-21	-21	-21
지배주주지분자본총계	1,351	1,420	1,510	1,603	1,698
비지배주주지분자본총계	2	3	3	4	4
자본총계	1,353	1,422	1,513	1,606	1,702
순차입금	-310	-339	-300	-524	-485
총차입금	459	499	499	500	500

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	258	272	342	355	364
BPS	5,149	5,412	5,754	6,109	6,474
주당EBITDA	559	634	710	729	734
CFPS	488	523	554	576	582
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	146.6	128.7	102.0	98.5	95.9
PBR	7.4	6.5	6.1	5.7	5.4
EV/EBITDA	65.6	53.4	47.9	45.5	45.3
PCFR	77.5	66.8	63.1	60.7	60.1
수익성(%)					
영업이익률(보고)	13.3	13.7	15.1	16.6	16.6
영업이익률(핵심)	13.3	13.7	15.2	13.5	11.7
EBITDA margin	22.5	22.6	21.5	19.3	16.6
순이익률	10.4	9.7	10.4	9.5	8.3
자기자본이익률(ROE)	5.9	5.2	6.2	6.0	5.8
투하자본이익률(ROIC)	6.8	7.5	9.7	9.9	10.2
안정성(%)					
부채비율	43.4	46.0	44.4	43.9	43.0
순차입금비율	-22.9	-23.9	-19.8	-32.6	-28.5
이자보상배율(배)	5.3	4.7	6.1	6.2	6.3
활동성(배)					
매출채권회전율	1.1	1.2	1.4	1.6	1.9
재고자산회전율	4.8	5.2	5.9	5.8	5.9
매입채무회전율	8.7	9.0	9.3	8.6	8.3

Compliance Notice

- 당사는 7월 21일 현재 '씨젠' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가
씨젠(096530)	2015/07/10	BUY(Maintain)	60,000원
	2015/07/29	BUY(Maintain)	91,000원
	2017/02/13	BUY(Reinitiate)	45,000원
	2017/02/20	BUY(Maintain)	45,000원
	2017/07/24	Outperform(Downgrade)	33,000원

목표주가 추이



투자의견 및 적용기준

기입	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2016/01/01~2016/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	175	95.15%
중립	7	3.85%
매도	0	0.00%