



## Outperform(Maintain)

목표주가: 33,000원

주가(8/2): 29,400원

시가총액: 7,713 억원


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

## Stock Data

KOSDAQ (8/2)	657.52pt
52주 주가동향	최고가
최고/최저가 대비	40,200원
등락률	-26.87%
수익률	절대
1W	-22.1%
1M	-14.5%
1Y	-19.5%
	-20.8%
	-20.3%
	-14.1%

## Company Data

발행주식수	26,234천주
일평균 거래량(3M)	187천주
외국인 지분율	16.90%
배당수익률(17E)	0.00%
BPS(17E)	5,724원
주요 주주	천종윤 외 24인
	34.2%

## 투자지표

(억원, IFRS 연결)	2015	2016	2017E	2018E
매출액	651	737	890	1,016
보고영업이익	86	101	156	164
핵심영업이익	86	101	156	164
EBITDA	147	166	211	221
세전이익	89	94	103	134
순이익	68	72	82	107
자배주주지분순이익	68	71	82	107
EPS(원)	258	272	312	406
증감률(%YoY)	-28.6	5.1	14.9	30.3
PER(배)	146.6	128.7	112.0	86.0
PBR(배)	7.4	6.5	6.1	5.7
EV/EBITDA(배)	65.6	53.4	42.4	39.3
보고영업이익률(%)	13.3	13.7	17.6	16.1
핵심영업이익률(%)	13.3	13.7	17.6	16.1
ROE(%)	5.9	5.2	5.6	6.9
순부채비율(%)	-22.9	-23.9	-17.8	-31.6

## Price Trend

 실적 리뷰

## 씨젠(096530)

## 시약과 장비 매출 골고루 성장



씨젠은 어제 오후 장 종료 후 실적을 발표했습니다. 사업가치의 성장을 여실히 보여주는 실적이었습니다. 장비의 매출 증가는 미래 시약 매출로 연결될 수 있다는 점을 감안하면 이번 실적의 원가율 상승은 부정적으로만 볼 수는 없을 것입니다. 총 4개의 ODM 계약 중 가장 먼저 제품 출시가 기대되는 베크만 쿨터향 계약이 철수됨에 따라 조정은 불가피했지만 현 주가 상황은 이를 충분히 반영되었다고 판단합니다.

## &gt;&gt;&gt; 목표가 33,000원, 투자의견 'Outperform' 유지

목표가를 33,000원, 투자의견 'Outperform'을 유지합니다. 이유는 1) 베크만쿨터향 계약 해지로 인한 기업가치 조정이 있었으나, 2) 나머지 ODM 계약에 영향을 주지 않을 것으로 추정하며, 3) 이번 실적으로 매출 호조로 인하여 올해 영업가치 상승의 판단 근거가 되었기 때문이다. 최근 주가 하락은 계약 해지에 따른 가치 조정이 충분히 반영되었다고 판단한다. 당장의 타격은 불가피했지만 사업 가치와 남은 ODM계약으로 인한 기업 전체의 가치로 미루어 볼 때 더 이상의 주가 조정은 마무리 되었다고 추정한다.

## &gt;&gt;&gt; Allplex 호평으로 시약과 장비 매출 증가

연결기준 올 2분기 매출액은 전년동기 대비 20.3% 상승하며 222.7억원을 기록했다. Allplex 관련 매출이 두드러진다. 우선 신제품 출시로 인한 시약의 매출이 증가하였고 국내 뿐 아니라 이탈리아와 스페인 중심 신규 대형 고객 증가로 장비 매출도 상승하였다. 다만 Flu 시즌이 예상 대비 조기 종료에 따라 호흡기 매출의 성장세는 소폭 둔화되었다.

장비 매출 비중 증가와 원가 높은 Allplex 매출 증가에도 불구하고 영업이익은 34억원을 기록하며 예상치를 부합하였다. 특히 장비의 매출 증가는 미래 시약 매출로 연결될 수 있다는 점을 감안하면 Allplex의 시장 호평을 확인할 수 있는 실적이었다고 판단한다. 베크만 쿨터 향 계약이 철수됨에 따라 영업외비용에 무형자산 감액 손실이 36억원 발생하며 일시에 반영되었다.

올해 판관비는 분기별 유사한 수준을 유지할 것으로 예상되어 원가율이 고정비 성격이 강한 의료기기 산업 특성상 매출 확대에 따른 이익율 향상은 빠르게 이어질 것이다.

## &gt;&gt;&gt; 사업 성장과 함께 가치 향상의 재원 확보

금년 외형 성장이 두드러질 것으로 보인다. 이는 국내외로 Allplex 신제품이 호평을 받으며 거래처를 다수 확보했고 이에 따라 시약 매출은 증가세를 보일 것 이기 때문이다. 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 주목해야 한다.

## 분기별 실적 추이

연결기준

(단위 : 억원, %)

	2016				2017				증감률(YoY)			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q (P)	3Q (E)	4Q (E)	1Q	2Q	3Q	4Q
매출액	172	185	178	202	210	223	214	244	21.9	20.3	20.1	20.9
영업이익	19	28	29	25	33	34	45	44	71.7	23.6	56.1	75.6
세전이익	15	26	-4	57	-7	17	43	50	적전	-33.0	흑전	-11.5
순이익	12	20	-5	44	-3	15	24	32	적전	-29.0	흑전	-27.1
매출액영업이익률	11.3	15.0	16.2	12.4	15.9	15.4	21.1	17.9	-	-	-	-
매출액세전이익률	9.0	13.8	-2.0	28.1	-3.3	7.7	20.2	20.6	-	-	-	-

자료: 씨젠, 키움증권 리서치센터

## 제품군별 매출액

(단위 : 억원)

제품	2Q16	1Q17	2Q17(P)	QoQ	YoY
호흡기	49	60	53	-11.9%	8.6%
여성건강	68	61	67	9.5%	-2.0%
기타	16	23	24	6.8%	49.9%
상품 (장비) / 기타	52	67	79	18.9%	51.0%
합계	185	210	223	6.1%	20.3%

자료: 씨젠, 키움증권 리서치센터

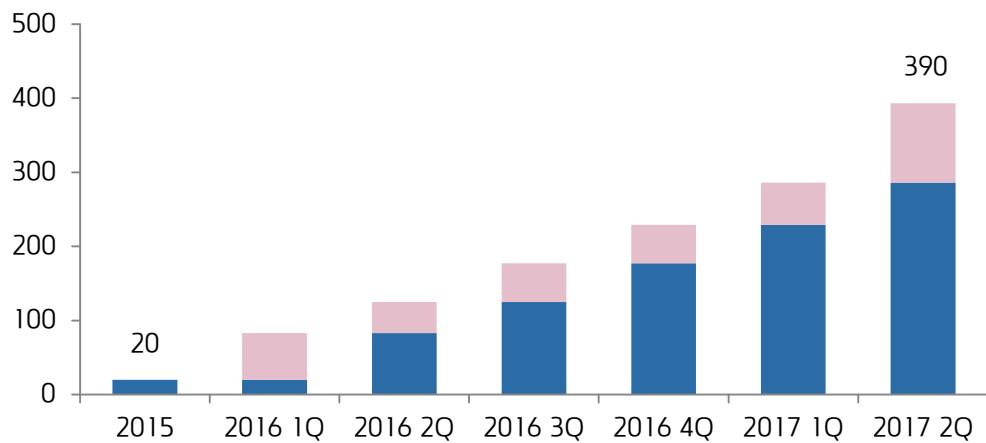
## 지역별 매출액

(단위 : 억원)

	2Q16	1Q17	2Q17(P)	QoQ	YoY
국내	20	34	51	52.7%	159.4%
해외합계	165	176	171	-2.8%	3.6%
미국	40	39	35	-10.7%	-14.6%
유럽	100	113	110	-2.6%	9.2%
아시아/중동/아프리카	25	25	27	8.4%	10.7%
합계	185	210	223	6.1%	20.3%

자료: 씨젠, 키움증권 리서치센터

## Allplex 도입 장비 확대 꾸준히 증가세



자료: 씨젠, 키움증권 리서치센터 / 주 : 분홍색 부분은 신규로 증가하는 장비대수

## 씨젠 SOTP Valuation

(단위: 십 억원)		Multiple	Value 비고
영업가치(ODM 매출 제외)			
2017 EBITDA			
245	13.0	19	글로벌 분자진단 업체 평균 할인
ODM 사업가치			
Qiagen	147		
Becton Dickinson	344		
Hologic	133		
ODM 사업가치 합계	624		
기업가치			
순차입금	(1)		분기보고서 기준
주주가치	868		
주식수 (주)	26,093,445		
적정주가 (원)	33,276		

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	<ul style="list-style-type: none"> <li>분자진단 세계 3위 (M/S 11.6%)</li> <li>HPV 분자진단시장 세계 1위 (M/S over 60%)</li> <li>동반진단 시장 선두 기업</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>분자진단 세계 4위 (M/S 9.2%)</li> <li>글로벌 체외진단 6위 (M/S 5.4%)</li> <li>미국 혈액배양 자동화시스템 1위</li> <li>박테리아 진단 시장 선도기업</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>분자진단 세계 2위 (M/S 14.4%)</li> <li>CT/NG, HPV 미국시장 1위</li> <li>Women's Healthcare분야 중심</li> </ul>
분자진단 플랫폼	QIAsymphony system(2011) (CE-IVD/FDA 승인 전자동화시스템)	BD MAX (2011) (CE-IVD/FDA 승인 전자동화시스템)	Panther Fusion (2017예정) (CE-IVD/FDA 승인 Panther 확장형모델)
시약 도입	씨젠 멀티플렉스 1 종	씨젠 멀티플렉스 1 종	씨젠 멀티플렉스 1 종

자료: 씨젠, 키움증권 리서치센터

## ThermoFisher Scientific 과의 미국 FDA 진행 방향

ThermoFisher Scientific	Seegene
장비	시약
QuanStudioTM 5	Allplex TM
동시 다중검사에 이상적인 최신 분자진단장비	FDA 진행 품목 동시다중 정량검사가 가능한 세계 최초/유일의 리얼타임 PCR 시약
특징	<ul style="list-style-type: none"> <li>96개 샘플 동시검사 가능</li> <li>6개 채널로 6개 targets 검출 가능</li> <li>전 세계 어디에서든 결과 확인 가능</li> <li>모바일 앱으로 원격에서 장비 컨트롤 가능</li> </ul>

자료: 씨젠, 키움증권 리서치센터

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	651	737	890	1,016	1,178
매출원가	184	213	295	322	358
매출총이익	467	524	595	693	820
판매비및일반관리비	381	424	439	529	650
영업이익(보고)	86	101	156	164	170
영업이익(핵심)	86	101	156	164	170
영업외손익	3	-7	-53	-30	-30
이자수익	8	11	8	7	8
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	30	26	30	30	30
이자비용	16	22	30	30	30
외환손실	12	15	30	30	30
관계기업지분법손익	1	-5	2	0	0
투자및기타자산처분손익	1	0	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	0	2	0	0	0
기타	-9	-4	-33	-7	-8
법인세차감전이익	89	94	103	134	140
법인세비용	21	23	21	27	28
유효법인세율 (%)	24.0%	23.9%	20.0%	20.0%	20.0%
당기순이익	68	72	82	107	112
지배주주지분순이익(억원)	68	71	82	107	111
EBITDA	147	166	211	221	226
현금순이익(Cash Earnings)	128	137	137	165	168
수정당기순이익	67	70	82	107	112
증감율(% YoY)					
매출액	1.1	13.1	20.8	14.1	16.0
영업이익(보고)	-22.3	16.8	55.0	5.0	3.5
영업이익(핵심)	-22.3	16.8	55.0	5.0	3.5
EBITDA	-12.6	13.4	27.0	4.8	2.2
지배주주지분 당기순이익	-25.9	5.1	14.9	30.3	4.3
EPS	-28.6	5.1	14.9	30.3	4.3
수정순이익	-26.7	4.0	17.6	30.3	4.3

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	41	166	17	282	59
당기순이익	68	72	82	107	112
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	-2	0	0
영업활동자산부채 증감	-126	-21	-125	117	-110
기타	56	48	6	0	0
투자활동현금흐름	-315	-98	23	-15	-108
투자자산의 처분	-241	3	107	24	-36
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	45	270	-49
기초현금및현금성자산	195	409	498	543	813
기말현금및현금성자산	409	498	543	813	764
Gross Cash Flow	167	186	142	165	168
Op Free Cash Flow	-77	14	-4	261	38

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	1,518	1,557	1,615	1,761	1,865
현금및현금성자산	409	498	537	806	758
유동금융자산	359	340	230	203	236
매출채권및유동채권	602	583	685	564	655
재고자산	148	136	164	187	217
기타유동금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	423	519	565	560	592
장기매출채권및기타비유동채권	63	60	72	83	96
투자자산	30	35	40	43	47
유형자산	112	165	192	201	208
무형자산	192	224	200	179	161
기타비유동자산	25	35	60	54	81
자산총계	1,940	2,076	2,180	2,321	2,458
유동부채	115	147	164	195	219
매입채무및기타유동채무	77	86	104	132	153
단기차입금	26	34	34	35	35
유동성장기차입금	1	7	7	7	7
기타유동부채	10	20	20	22	25
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	676	709	734
자본금	131	131	131	131	131
주식발행초과금	793	793	793	793	793
이익잉여금	450	517	599	705	816
기타자본	-23	-21	-21	-21	-21
지배주주지분자본총계	1,351	1,420	1,502	1,608	1,719
비지배주주지분자본총계	2	3	3	4	4
자본총계	1,353	1,422	1,505	1,612	1,724
순차입금	-310	-339	-267	-510	-493
총차입금	459	499	499	500	500

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	258	272	312	406	424
BPS	5,149	5,412	5,724	6,130	6,554
주당EBITDA	559	634	805	844	863
CFPS	488	523	523	627	642
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	146.6	128.7	112.0	86.0	82.4
PBR	7.4	6.5	6.1	5.7	5.3
EV/EBITDA	65.6	53.4	42.4	39.3	38.5
PCFR	77.5	66.8	66.8	55.7	54.5
수익성(%)					
영업이익률(보고)	13.3	13.7	17.6	16.1	14.4
영업이익률(핵심)	13.3	13.7	17.6	16.1	14.4
EBITDA margin	22.5	22.6	23.7	21.8	19.2
순이익률	10.4	9.7	9.2	10.6	9.5
자기자본이익률(ROE)	5.9	5.2	5.6	6.9	6.7
투하자본이익률(ROIC)	6.8	7.5	11.4	11.9	12.5
안정성(%)					
부채비율	43.4	46.0	44.9	44.0	42.6
순차입금비율	-22.9	-23.9	-17.8	-31.6	-28.6
이자보상배율(배)	5.3	4.7	5.2	5.5	5.7
활동성(배)					
매출채권회전율	1.1	1.2	1.4	1.6	1.9
재고자산회전율	4.8	5.2	5.9	5.8	5.8
매입채무회전율	8.7	9.0	9.4	8.6	8.3

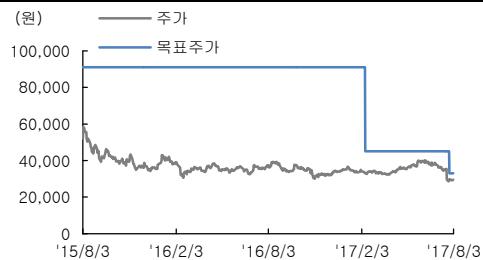
## Compliance Notice

- 당사는 8월 2일 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
	2017/08/03	Outperform(Maintain)	33,000원

## 목표주가 추이



## 투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비+20%이상주가상승예상
Outperform(시장수익률상회)	시장대비+10~+20%주가상승예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비+10~-10%주가변동예상
Underperform(시장수익률하회)	시장대비-10~-20%주가하락예상
Sell(매도)	시장대비-20%이하주가하락예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight(비중확대)	시장대비+10%이상초과수익예상
Neutral(중립)	시장대비+10~-10%변동예상
Underweight(비중축소)	시장대비-10%이상초과하락예상

## 투자등급 비율 통계 (2016/07/01~2017/06/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	172	97.73%
중립	4	2.27%
매도	0	0.00%