

Theme IV



꽃길을 걷자!

IPO 두 살배기 유망 5선



✉ Departures							
Company	IPO					Status	
오션브릿지	1	6	1	2	0	1	순항중
인크로스	1	6	1	0	3	1	순항중
에스티팜	1	6	0	6	2	3	순항중
JW생명과학	1	6	1	0	2	7	이륙준비
씨엠에스에듀	1	6	0	4	0	7	이륙준비

운송/유틸리티/스몰캡

Analyst 김승철

02. 6098-6666
seungchurl.kim@meritz.co.kr

제약/바이오

Analyst 이태영

02. 6098-6658
taeyoung.lee@meritz.co.kr

스몰캡

Analyst 이재환

02. 6098-6675
jaehwan.lee@meritz.co.kr

운송/유틸리티/스몰캡

RA 김정섭

02. 6098-6663
jeongseop.kim@meritz.co.kr

스몰캡

Analyst 구성진

02. 6098-6662
sungjin.goo@meritz.co.kr



Meritz Small Cap
Bulls Eye



운송/유틸리티/스몰캡
Analyst 김승철

02. 6098-6666
seungchurl.kim@meritz.co.kr



스몰캡
Analyst 이재환

02. 6098-6675
jaehwan.lee@meritz.co.kr



스몰캡
Analyst 구성진

02. 6098-6662
sungjin.goo@meritz.co.kr



제약/바이오
Analyst 이태영

02. 6098-6658
taeyoung.lee@meritz.co.kr



운송/유틸리티/스몰캡
RA 김정섭

02. 6098-6663
jeongseop.kim@meritz.co.kr

Contents

Summary	4
Key Charts	6
기업분석	11
오션브릿지(241790)_ 반도체 소재와 장비, 꽃길을 걷다!	12
인크로스(216050)_ 동영상 광고 시장에 투자하자	22
에스티팜(237690)_ 20년간 쌓아온 전문성이 빛을 발한다	34
JW 생명과학(234080)_ 기초수액 국내 1위, 세계 시장 도전	48
씨엠에스에듀(225330)_ 가맹점 확대로 지속 성장!	53

Summary

운동 선수들이 데뷔 2년차에 겪는 '2년차 징크스'를 주식 시장에서도 찾아 볼 수 있다. 보통 상장 2년차에 영업이익이 전년대비 감소하거나 주가가 하락하는 경우다. 상장 2년차 기업들의 주가 하락 이유가 단지 징크스 때문일까?

상장 2년차 다수 종목,
ROE 하락으로 인한 밸류에이션
부담 존재

실적이 최고조인 시점에 상장의 문을 두드리는 경우가 많고, 상장 시 자금 조달을 동반하는 경우가 대다수라 대개 자본금이 늘어난다. 자본금이 늘어난 후 2년차에 실적 성장세가 둔화될 경우 ROE 하락으로 이어지고 이는 곧 Valuation 부담으로 연결되기 때문이다.

자본확충 이후에도 ROE 유지될
상장 2년차 종목 선정

이러한 이유들로 주식 시장에는 '상장 2년차 종목을 피하라'는 속설도 있다. 우리는 지난 해 상장한 종목 중에서 2년차 징크스를 극복할 수 있는 종목들을 선정했다. '17년에도 성장세가 이어져 자본확충 이후에도 ROE가 유지되는 종목들이다. 오션브릿지(241790), 인크로스(216050), 에스티팜(237690), JW생명과학(234080), 씨엠에스에듀(225330)가 그 주역이다.

오션브릿지,
SK하이닉스 투자 확대 수혜주

오션브릿지는 '18년까지 연평균 35.8% 매출액 성장이 예상되는 성장주다. SK하이닉스 미세화 공정 및 3D 낸드플래시 투자 확대 수혜를 톡톡히 받는다. 3D 낸드플래시 생산비중 확대 및 D램 공정 미세화로 관련 소재(HCDS, TiCl4, 특수가스 등) 사용량이 증가하기 때문이다. 현재 개발 중인 신규 반도체 소재도 '18년부터는 매출액 성장에 본격 기여한다. SK하이닉스 매출액 비중이 100%라는 부담요인도 사라진다. 해외 고객사 확보로 거래처 다변화를 꾀하고 있기 때문이다. 반도체 장비 사업부문은 성장의 또 다른 축이다. CMP와 N2 Purge 장비는 동사의 외형 성장을 견인할 전망이다.

디지털 광고 전문 기업 인크로스,
광고 플랫폼 '다윈' 성장세

인크로스는 디지털 광고 전문 업체로 광고 플랫폼인 '다윈'을 앞세운 성장세가 이어진다. 동영상 시청할 때 시작 전 15초 정도 광고를 본 경험들은 누구나 있을 것이다. 동사가 해당 솔루션을 제공하고 있다. 이 솔루션은 시청자들의 빅데이터를 이용하여 광고를 타겟 계층에 집중적으로 소구하게 한다. 광고주 입장에서는 여러 곳에 광고비를 집중하는 것보다 관심있는 핵심 고객층에게 자사 제품 및 서비스를 노출시키는 것에 관심이 갈 수밖에 없다. 최근 모바일 쪽 트래픽이 많아지면서 광고주들도 모바일 쪽에 광고비를 집중하는 추세다. 동사는 국내 주요 메이저 포털 업체 및 플랫폼 사업자들과 제휴를 맺고 있어 모바일 광고 시장 성장은 곧 동사의 수혜로 이어지게 된다.

에스티팜, 올리고핵산치료제 시장 확대 기대

에스티팜은 원료의약품 연구 및 생산 회사다. 주요 글로벌 제약사들과 지난 20년간 끈끈한 파트너십을 이어왔다. 주력 분야는 Nucleotide 관련 치료제다. 주요 적응증은 에이즈치료제, B형 간염 치료제 등이다. 지난 '14년부터 글로벌 제약사인 길리어드에 C형 간염 치료제를 공급하기 시작하면서 매출액, 영업이익 모든 측면에서 고르게 성장했다. 영업이익률이 '13년 10%수준에서 '16년 약 40%로 4배 상승했다. 신약 원료의약품의 특성상 장기간 계약 유지가 가능하다는 점에서 향후 안정적인 매출액 성장도 기대된다. 신규 성장 분야는 Oligonucleotide 치료제다. Nucleotide를 여러 개 연결하는 구조로 기존의 전문성을 확장 가능하다. '16년 상장자금 중 약 330억원을 투자해서 올리고핵산 치료제 생산시설을 증설할 계획이다. '16년 올리고핵산치료제 매출은 약 200억원이며, '18년에는 300억원 이상의 매출을 달성할 전망이다.

기초수액 국내 1위 JW생명과학, 글로벌 시장 진출 기대

JW생명과학은 국내 수액분야 점유율 1위 회사다. 지난 14년간 국내 수액시장에서 최강자 지위를 유지해 왔다. '13년 새롭게 출시한 영양수액 '위너프'는 수익성 개선에 크게 기여했다. 약가 인하 등 외부 요인 탓에 8.3%까지 하락했던 영업이익률은 위너프 판매 호조로 '16년 17.1%로 2배 이상 개선되었다. 해외 진출도 기대된다. 세계 1위 수액판매사인 박스터와 10년간 1조원 규모의 독점 공급계약을 체결했기 때문이다. 박스터 물량 대응을 위한 증설도 모두 마쳤다. 수출은 허가당국의 공장 실사가 끝나는 '17년 연말부터 본격 증가할 전망이다.

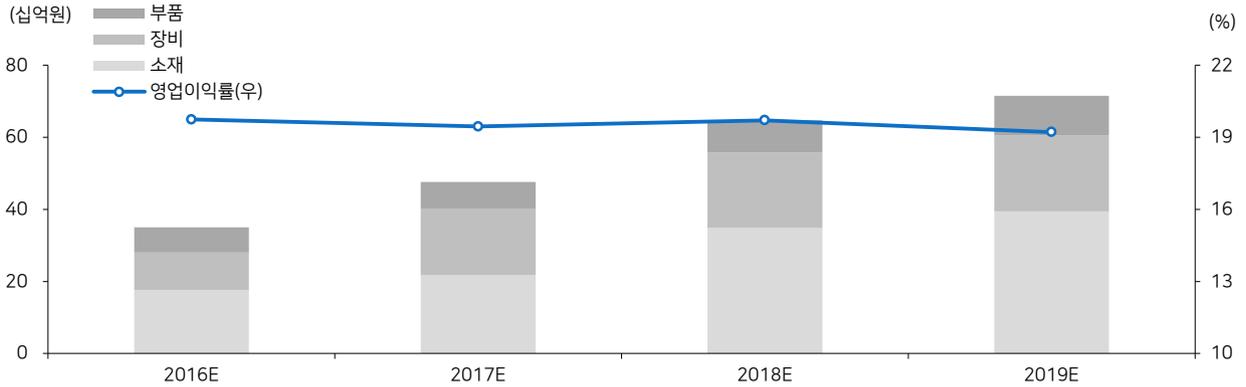
씨엠에스에듀, 성장성과 배당매력 두루 갖춰

성장성과 배당매력을 갖춘 종목으로는 바로 씨엠에스에듀이다. 씨엠에스에듀는 공모 자금으로 직영점 건물을 매입하였다. 향후 임대료를 절감하기 위한 방편이다. 배당성향 역시 60%에 달해 배당매력도 높다. 안정적인 현금이 창출되는 구조로 배당성향이 높다면 ROE가 유지되어 자본효율성이 좋아진다. 높은 배당성향은 주주 가치 환원에 긍정적이다. 올해는 직영점 5곳이 신규로 문을 열면서 성장세가 이어지게 되고 배당금도 늘어날 수 있다. 지난 해 기준 중간과 기말 배당을 합친 주당 예상 배당금은 1,200원으로 추산되는데 배당수익률이 4.8%에 달한다.

Key Charts

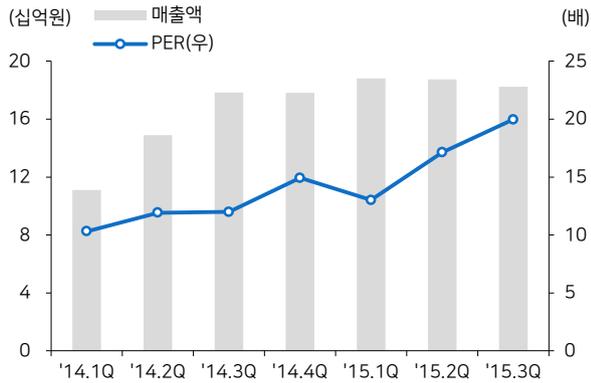
▶ 오션브릿지

그림1 오션브릿지 사업 부문별 매출액 및 전사 영업이익률 전망



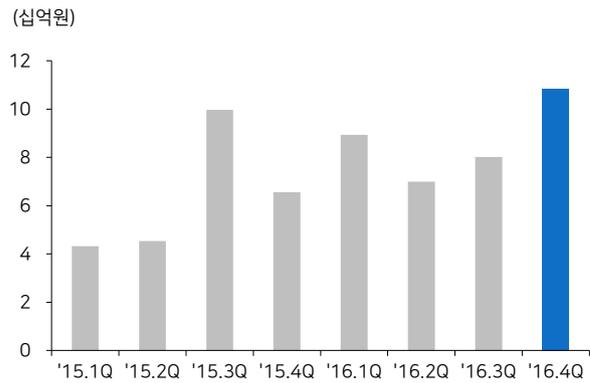
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 디엔에프 분기별 매출액 및 PER 추이



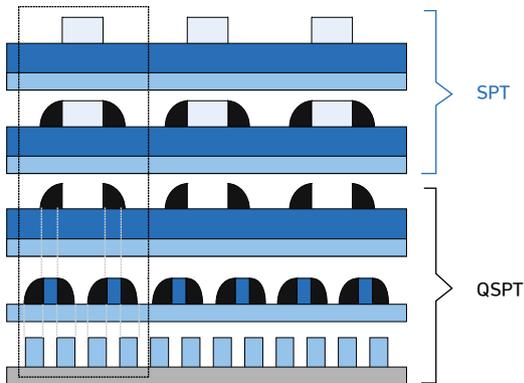
자료: 디엔에프, 메리츠증권 리서치센터

그림3 오션브릿지 분기별 매출액 추이



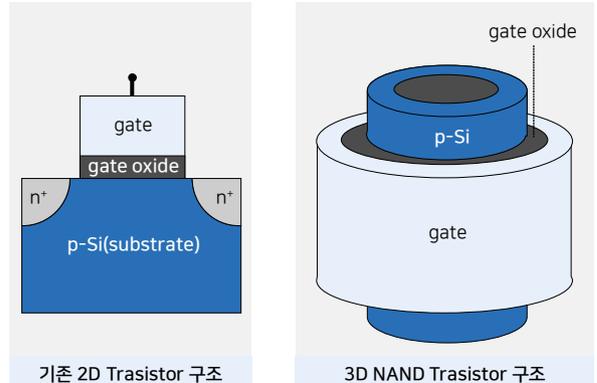
자료: 오션브릿지, 메리츠증권 리서치센터

그림4 SPT(Spacer Patterning Technology) 공정



자료: Embedded.com, 메리츠증권 리서치센터

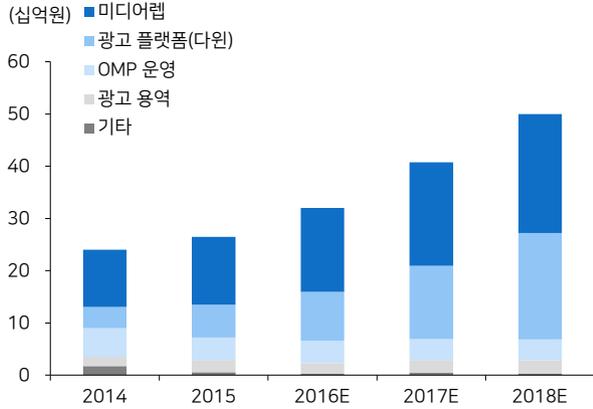
그림5 ONO 공정 변화: 2D 낸드플래시 vs. 3D 낸드플래시



자료: SK하이닉스, 메리츠증권 리서치센터

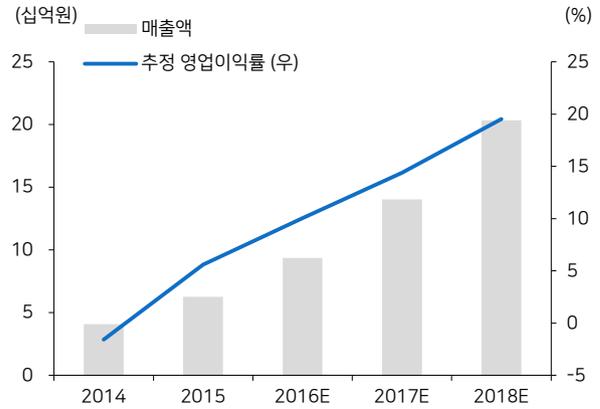
▶ 인크로스

그림6 부문별 매출액 추이와 전망



자료: 인크로스, 메리츠증권증권 리서치센터

그림7 다윈 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



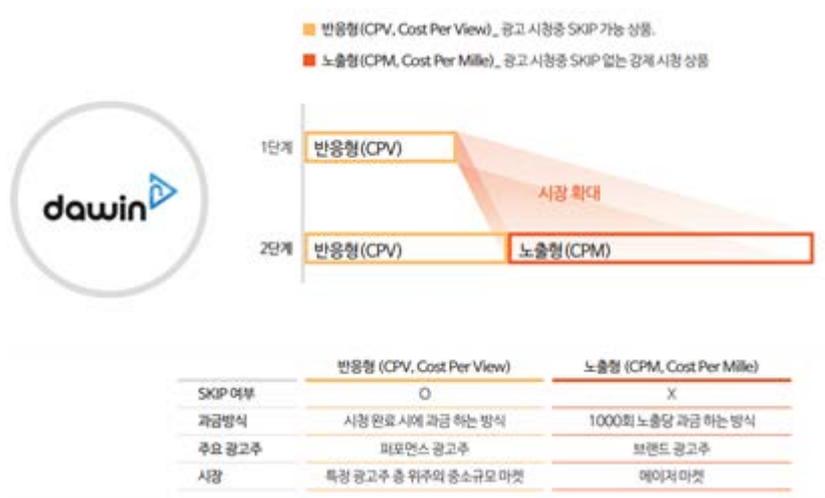
자료: 인크로스, 메리츠증권증권 리서치센터

표1 다윈의 주요 제휴 매체 - 총 29개

포털	동영상	종편	지상파/케이블	플레이어

자료: 인크로스, 메리츠증권증권 리서치센터

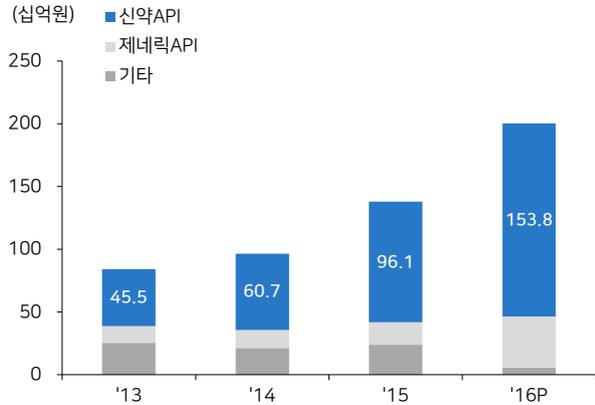
그림8 다윈의 반응형과 노출형 상품 비교



자료: 인크로스, 메리츠증권증권 리서치센터

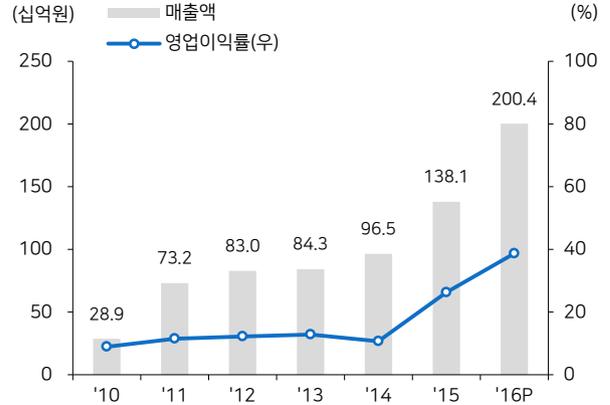
▶ 에스티팜

그림9 신약 API 위주의 매출액 구성 변화



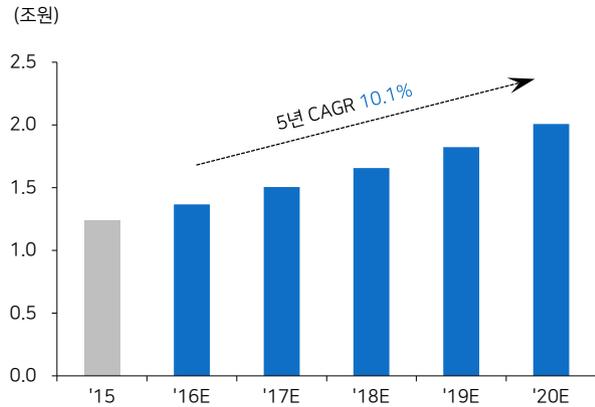
자료: 에스티팜, 메리츠증권증권 리서치센터

그림10 매출액 증가와 함께 영업이익률 개선



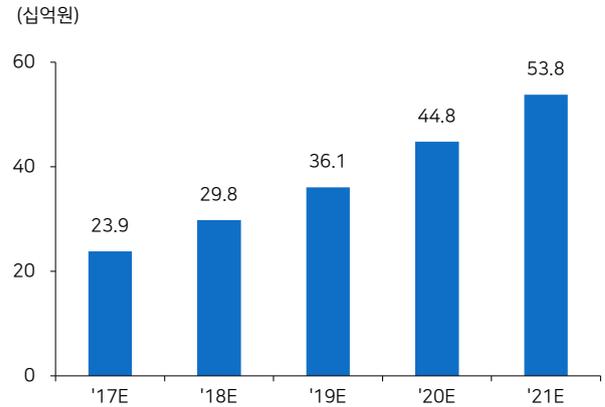
자료: 에스티팜, 메리츠증권증권 리서치센터

그림11 올리고핵산 API시장 전망



자료: 산업 자료, 메리츠증권증권 리서치센터

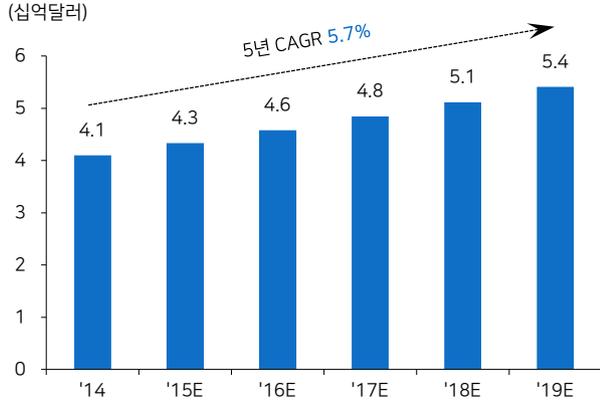
그림12 에스티팜의 올리고핵산API 매출액 추정



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

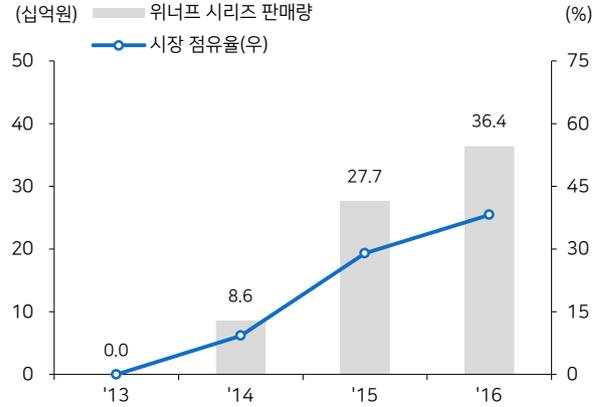
▶ JW 생명과학

그림13 세계 영양수액 시장 규모 전망



주: 각 년도 3분기 기준 지난 1년 실적(ex. 4Q15~3Q16)
 자료: IMS, 메리츠증권증권 리서치센터

그림14 국내 워너프 시리즈 판매량 및 점유율



주: 각 년도 3분기 기준 지난 1년 실적(ex. 4Q15~3Q16)
 자료: IMS, 메리츠증권증권 리서치센터

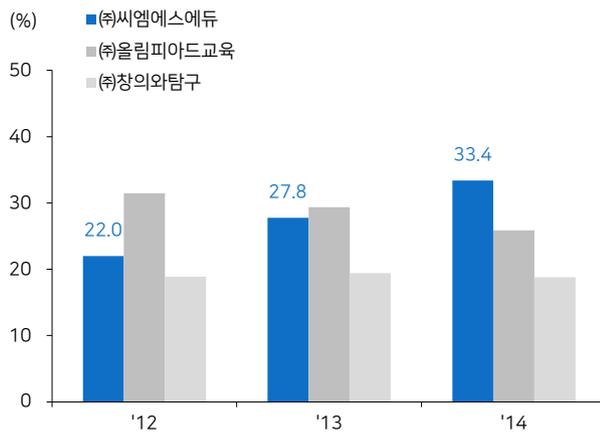
▶ 씨엠에스에듀

표2 '18학년도 수능 영어 절대평가방식으로 변경, 분별력 감소하여 수학 중요도 높아질 전망

구분	상대평가(현행)	절대평가('18학년도 수능)
특징	- 수험생 성적이 전체 응시자 중 몇 등인지 순위를 매겨 등급 부여	- 순위와 상관없이 수험생 점수를 평가, 일정 기준을 넘으면 등급 부여
점수 산정	- 9등급제 (예시) 1등급: 상위 4% 2등급: 상위 4~11% 등	- 4~5등급제 또는 9등급제 중 결정 (예시) 1등급: 90점 이상, 2등급: 80점 이상
수능 성적표	- 등급, 표준점수, 백분위 표시	- 등급만 표시

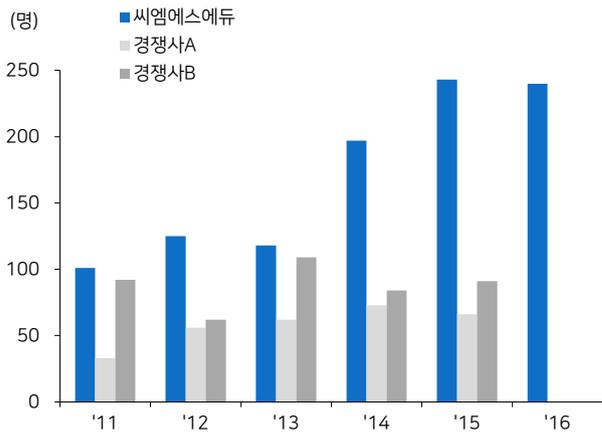
자료: 교육과학기술부, 메리츠증권증권 리서치센터

그림15 사고력 수학 학원 점유율 추이



자료: 씨엠에스에듀, 메리츠증권증권 리서치센터

그림16 영재학교 합격생 추이



자료: 씨엠에스에듀, 메리츠증권증권 리서치센터



기업분석

종목	투자판단	적정주가
오션브릿지(241790)	Buy (신규)	15,500원
인크로스(216050)	Buy (신규)	55,000원
에스티팜(237690)	Buy (신규)	61,000원
JW생명과학(234080)	Not Rated	
씨엠에스에듀(225330)	Buy	42,500원

Industry Indepth
2017. 2. 6

오션브릿지 241790

반도체 소재와 장비, 꽃길을 걷다!

▲ 스몰캡

Analyst **이재환**
02. 6098-6675
jaehwan.lee@meritz.co.kr

RA **김정섭**
02. 6098-6663
jeongseop.kim@meritz.co.kr

- ✓ SK하이닉스향 반도체 소재/장비 공급업체
- ✓ 3D 낸드플래시 및 미세화 공정 투자 확대로 반도체 소재 사업부문 성장
- ✓ 반도체 장비 사업부문은 또 다른 성장 동력
- ✓ '17년 EPS, BPS 기준 PER, PBR은 각각 14.4배, 2.8배

Buy (신규)

적정주가 (12개월) 15,500 원
현재주가 (2.3) 11,650 원
상승여력 33.0%

KOSDAQ	609.21pt
시가총액	1,063억원
발행주식수	912만주
유동주식비율	47.18%
외국인비중	1.85%
52주 최고/최저가	12,850원 / 6,300원
평균거래대금	78.6억원

주요주주(%)

이경주 및 특수관계자	29.8
윤남철 및 2인	23.0
스톤브릿지캐피탈 및 1인	6.3

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	11.48	N/A	N/A
상대주가	16.72	N/A	N/A

주가그래프



SK 하이닉스의 핵심 소재 및 장비 공급업체

오션브릿지는 2012년 설립된 반도체 소재/장비 사업자다. SK 하이닉스에 제품 및 상품을 공급하고 있다. SK 하이닉스 전구체 시장 M/S 30%를 차지하는 핵심 벤더다. '16년 기준 매출액 비중은 반도체 소재 50%, 반도체 장비 30%, 부품 등 20%다. 반도체 소재 및 장비 매출 증가로 부품 등의 매출액 비중은 감소할 전망이다.

찬란한 꽃길, 반도체 소재와 장비 사업부문

반도체 소재와 장비 매출 호조로 향후 3년간 매출액, 영업이익, 당기순이익은 각각 연평균 35.9%, 35.8%, 27.1% 성장이 예상된다. 반도체 소재부문 성장에 주목하자. 3D 낸드플래시 및 미세화 공정 투자 확대로 HCDS, TiCl4, 특수가스 등의 소재 사용량이 증가하기 때문이다. 특히, HCDS는 3D 낸드플래시 Stacks 증가 및 ONO(Oxide-Nitride-Oxide) 공정 적용 시 시장 확대가 매우 유력하다. 경쟁사 유피케미칼이 중국기업에 매각되며 SK 하이닉스 전구체 시장 내 M/S 상승도 기대된다. 반도체 장비부문은 CMP 장비 M/S 확대 및 N2 Purge 신규 납품으로 지속 성장이 가능해 보인다.

투자 의견 Buy, 적정주가 15,500 원으로 커버리지 개시

적정주가 15,500 원은 '17~'18년 예상 EPS 평균치 998 원에 PER 15.2 배를 적용한 수치다. 적정주가 산정에 적용한 PER 15.2 배는 디엔에프의 과거 성장기 평균 PER이다. '17년 예상 PER, PBR은 각각 14.4 배, 2.8 배다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2014	0.0	0.0	0.0								
2015	25.4	3.8	3.5							82.5	58.6
2016E	35.0	6.9	6.7	736		3,303	17.2	3.8	12.4	22.2	22.4
2017E	47.6	9.3	7.4	808	9.8	4,111	14.4	2.8	10.1	21.8	31.0
2018E	64.7	12.8	10.8	1,189	47.1	5,299	9.8	2.2	6.4	25.3	37.2

1. 기업 개요

반도체 소재 및 장비 업체

'12년 설립된 오션브릿지는 반도체 소재 및 장비를 제조/판매하는 사업자다. SK하이닉스에 반도체 소재(HCDS, TiCl4, Si2H6 등)와 장비(SSS, CCSS, N2 Purge System) 등을 판매하고 있다. D램 생산공정 미세화 및 3D 낸드플래시 투자 확대 로 동사의 반도체 소재 사용량은 지속 증가할 전망이다. '16년 말 기준 SK하이닉스 전구체 시장 내 M/S는 30%다. 유피케미칼이 중국기업으로 매각되면서 M/S 상승도 기대해 볼만하다.

해외 매출처 확보 기대

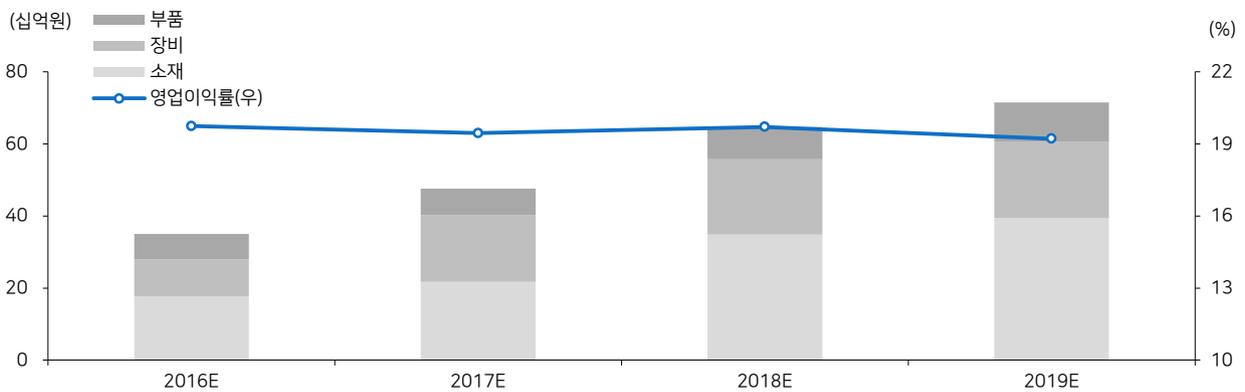
해외 고객사 추가 확보를 통한 매출처 다변화도 예상된다. 현재 중국업체에 HCDS, Cu Slurry, TiCl4를, 일본 T사에 TiCl4, Cu Slurry 납품을 타진 중이다. 다만 업체와는 TiCl4 샘플 테스트 진행 중에 있다. 중장기적으로 고객 포트폴리오가 다변화 될 전망이다

전체 매출액 중 소재가 50%, 장비 30%, 부품 20%

'16년 말 기준 매출액 비중은 반도체 소재가 50%, 반도체 장비 30%, 부품이 20%다. 향후 SK하이닉스가 국내 및 중국 우시공장 투자 확대 시 반도체 소재 및 장비 부문 추가 성장여력이 크다.

대표이사(창업주)와 특수관계인(친인척)이 전체 주식의 28.0%를 보유하고 있다. 대표이사 지분율이 17.0%, 특수관계인이 11.0%다. 나머지 주요 주주는 디에스자 산운용(4.3%), 스톤브릿지캐피탈(2.1%)이다.

그림17 오션브릿지 사업 부문별 매출액 및 전사 영업이익률 전망



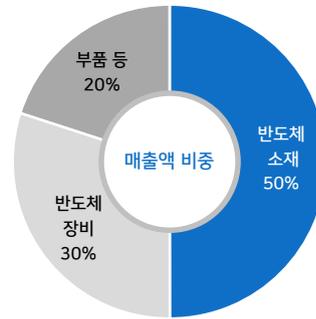
자료: 메리츠증권리서치센터

그림18 SK하이닉스 전구체 시장 내 점유율 현황



주: '16년말 기준
 자료: 오션브릿지, 메리츠증권증권 리서치센터

그림19 오션브릿지 매출액 비중



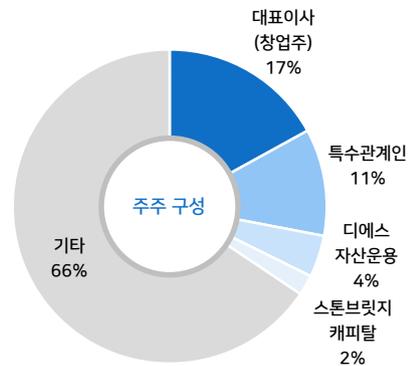
주: '16년말 기준
 자료: 오션브릿지, 메리츠증권증권 리서치센터

그림20 오션브릿지 주요 사업영역



자료: 오션브릿지, 메리츠증권증권 리서치센터

그림21 오션브릿지 주주 구성



자료: 오션브릿지, 메리츠증권증권 리서치센터

2. Valuation

적정주가 15,500 원으로
커버리지 개시

오션브릿지에 대해 투자 의견 Buy, 적정주가 15,500원으로 커버리지를 개시한다. 적정주가는 유사기업(Peer group) 디엔에프의 과거 PER을 적용해 산출하였다. 현 주가 기준으로 '17년 예상 PER, PBR은 각각 14.4배, 2.8배다. 최근 단기간 주가 급등도 부담스럽지 않다. 분기별 성장함과 동시에 ROE도 개선되기 때문이다.

적정주가 및 Valuation

적정 PER은 디엔에프 성장기
PER 평균값

적정주가 15,500원은 '17~'18년 예상 EPS 평균치 998원에 PER 배수 15.2배를 적용한 수치다. 적정 PER은 디엔에프의 '14년 1분기~'15년 3분기 PER 평균값이다. 디엔에프 주가는 '14년 1분기부터 '15년 3분기까지 분기별 성장(QoQ Growth)을 달성하며 시장의 재평가를 받았다. 동기간 12개월 선행 EPS 기준 PER은 '14년 1분기 평균 10.3배 → '15년 3분기 20.3배까지 확장되었다. 디엔에프의 과거 PER을 활용한 동사 가치평가는 타당하다고 판단한다. 1) 동종산업에 속해 있으며, 2) 매출액 규모 및 비즈니스 모델이 유사하고, 2) 흡사한 성장 스토리가 예상되기 때문이다.

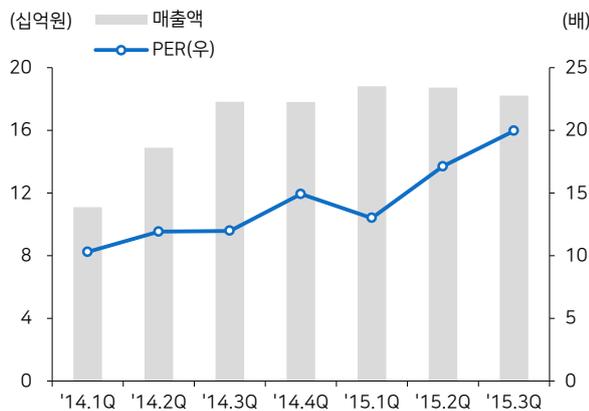
표3 적정주가 산출 과정

'17~'18E EPS (원)	998	적정주가 (원)	15,500
적정 PER (배)	15.2	현 주가 (원)	11,650
- 디엔에프 PER 최소값 (배)	10.3	상승여력 (%)	33.0
- 디엔에프 PER 최대값 (배)	20.0	'17년 Implied PER (배)	19.2
- 디엔에프 PER 평균값 (배)	15.2	'17년 Implied PBR (배)	3.8

주: PER 적용기간: '14년 1분기~'15년 3분기

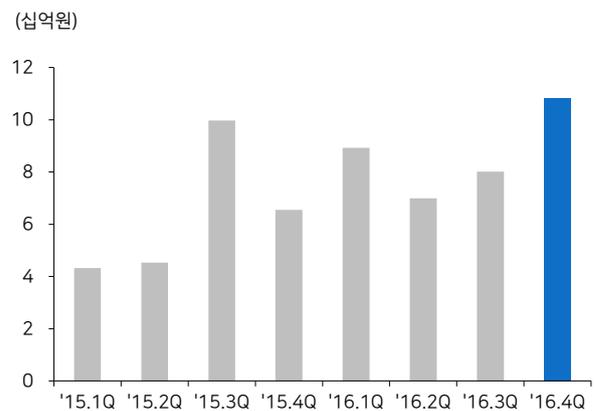
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림22 디엔에프 분기별 매출액 및 PER 추이



자료: 디엔에프, 메리츠증권증권 리서치센터

그림23 오션브릿지 분기별 매출액 추이



자료: 오션브릿지, 메리츠증권증권 리서치센터

표4 오션브릿지 향후 3개년 매출액 추정				
(십억원, %)	2016E	2017E	2018E	2019E
매출액	35.0	47.6	64.7	71.5
성장률		35.8	36.0	10.5
소재	17.6	21.7	34.8	39.5
성장률		23.0	60.5	13.4
장비	10.4	18.6	20.9	21.0
성장률		78.7	12.5	0.5
부품	7.0	7.3	9.0	11.0
성장률		4.3	23.3	22.2

자료: 오션브릿지, 메리츠증권리서치센터

3. 투자포인트

1) 3D 낸드플래시 및 D램 미세공정 투자발 소재부문 성장

SK하이닉스의 3D 낸드플래시 및 D램 미세화 공정 투자 확대로 동사의 소재 사업 부문 매출액은 '16년 176억원에서 '18년 348억원으로 2배 성장할 전망이다.

SK하이닉스 '17년 사상 최대 투자
3D 낸드플래시와 D램 공정미세화

지난 1월 26일 SK하이닉스는 '17년 사상 최대 규모인 7조원(vs. '16년 6조원)의 투자계획을 발표했다. 72단 3D 낸드플래시와 10나노급 D램 양산에 집중 투자하겠다는 내용이다. 눈길을 끄는 부문은 3D 낸드플래시다. M14 2층에 3D 낸드 생산능력을 전년대비 늘리고, 하반기에 72단 3D 낸드플래시를 양산한다는 계획을 밝혔다. D램 투자금액은 '16년대비 감소하지만 1x 나노 양산 등 미세화 투자 비용은 증가한다. 3D 낸드플래시 및 D램 미세화 공정 투자 확대로 동사의 HCDS 및 TiCl4 등 핵심 소재 성장이 기대된다.

3D 낸드 Layer 증가와
적용 공정 확대 기대

HCDS(헥사클로로디실란)

성장의 가시성이 가장 높은 제품은 HCDS(헥사클로로디실란)다. 향후 3년간 연평균 36.7% 성장 가능하다고 판단한다. 절연체(저온 Low-K 전구체)인 HCDS는 SiO2(실리콘)에 비해 뛰어난 절연성을 갖는다. 증착 스페이서 역할을 하는 절연막으로 D램 및 낸드플래시에 공히 사용된다. 수요를 견인하는 쪽은 3D 낸드플래시다. 1) Layer 층수가 높아지며, 2) ONO(Oxide-Nitride-Oxide) 공정 적용 시 사용량이 급증하기 때문이다. 1) '17년 SK하이닉스는 낸드플래시 생산능력 확대와 함께 하반기 72단(5세대) 3D 낸드플래시 양산을 계획 중이다. 생산능력과 Layer 모두 증가하면 HCDS 사용량 증가의 기울기가 커진다. 2) 현재 동사의 HCDS는 희생막 형성에 사용되고 있다. 향후 ONO 공정에 적용이 유력한 바 사용량의 지속 증가를 예상한다.

'17년 SK하이닉스 20나노 초반
공정 비중 60% 이상으로 확대

TiCl4, 특수가스, 신규 아이템

TiCl4 매출액은 향후 3년간 연평균 15.0% 성장이 예상된다. TiCl4은 반도체 메모리 소자의 전자를 보관하는 Capacitor 전극물질(Electrode material)과 베리어 메탈(Barrier metal)에 적용된다. D램 증착 공정에 사용되고, 미세화되며 사용량이 증가한다. '16년 말 기준 SK하이닉스의 2z 나노 공정 비중은 40%를 넘어서었다. '17년 연말까지 60% 이상으로 확대할 계획이다. 1x 나노 제품도 상반기 중 개발을 완료하여 3분기 중 생산을 목표로 한다. D램 공정 미세화에 박차를 가하려는 심산이다. 현재 SK하이닉스 내 점유율은 약 40% 수준으로 추산된다.

공정이 미세화되면
다이실란 등 특수가스 사용량↑

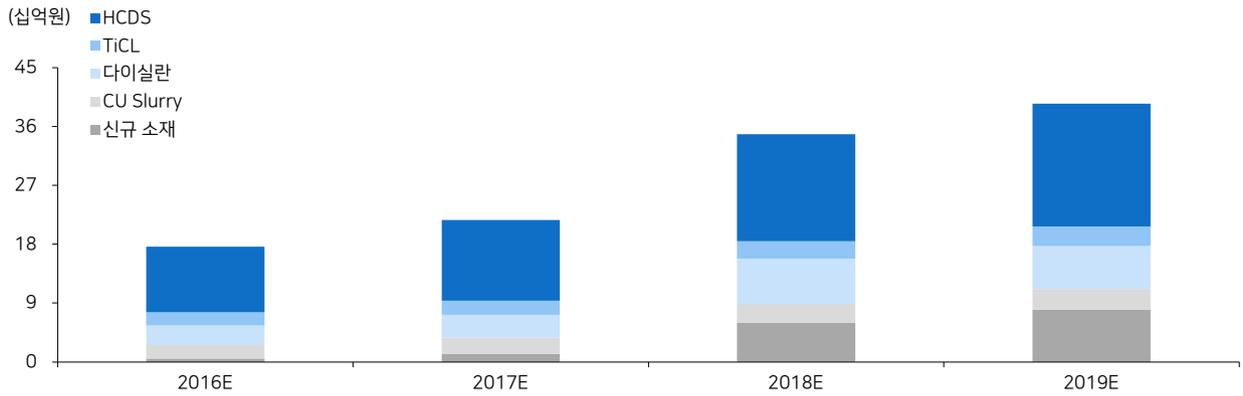
다이실란을 비롯한 반도체 특수 가스 매출액도 반도체 공정의 미세화 및 집적화되면서 사용량이 증가할 전망이다. 특히, 다이실란의 성장이 기대된다. 우수한 균일도(Uniformity)의 박막형성이 가능한 다이실란 사용량 증가가 예상되기 때문이다. 다이실란은 모노실란보다 약 200배 비싸지만 탁월한 수율 개선효과를 보인다. 현재 SK하이닉스 물량의 약 40%를 공급하고 있다. 현재 개발 진행 중인 High-K 등의 신규 아이템도 '18년부터 성장에 기여할 예정이다.

해외 고객사 확보로 거래처 다변화

해외 고객사 확보로 매출처
다변화 추진

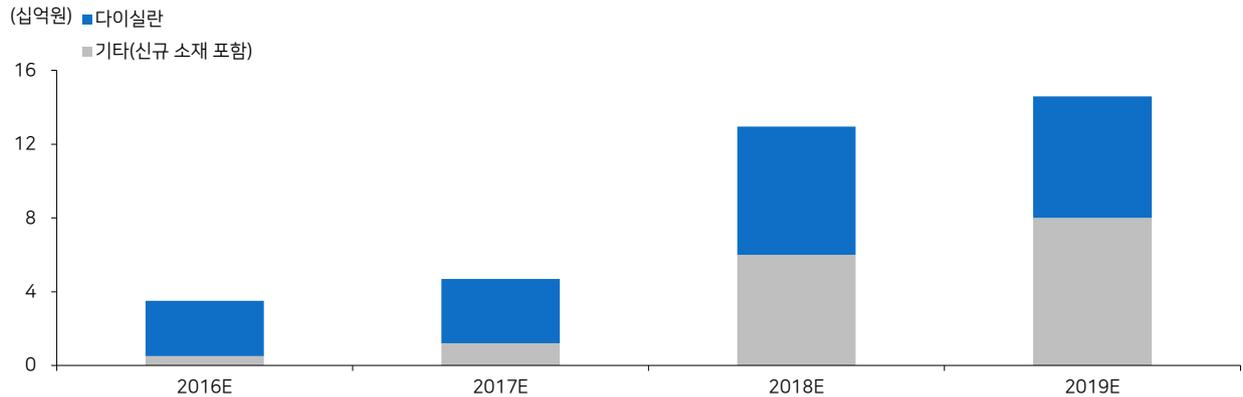
동사는 매출처 다변화를 위해 지속 노력 중이다. 현재 중국업체에 HCDS, Cu Slurry, TiCl4를, 일본 T사에 TiCl4, Cu Slurry 납품을 타진 중이다. 대만 업체와는 TiCl4 샘플 테스트 진행 중에 있다. SK하이닉스 메인 벤더라는 동사의 입지를 감안 시, 납품 가능성은 매우 높다고 판단한다. 좋은 기회다. 단일 거래처에 매출이 집중된 고객사 포트폴리오가 다변화될 좋은 기회다.

그림24 오션브릿지 소재 사업부문 매출액 전망



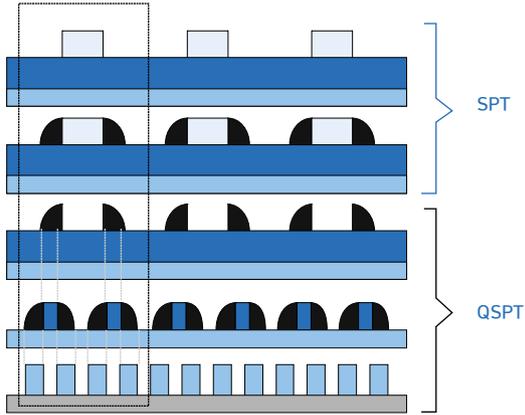
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림25 다이실란 등 기타 소재 매출액 전망



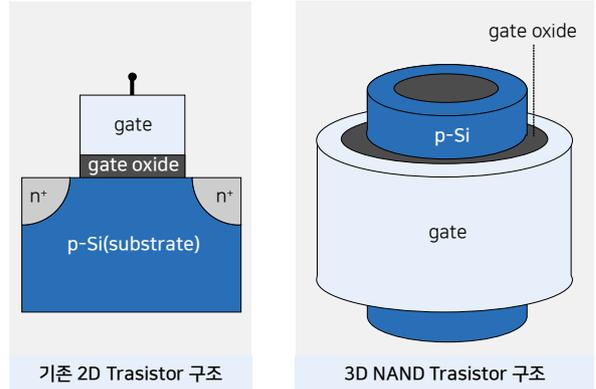
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림26 SPT(Spacer Patterning Technology) 공정



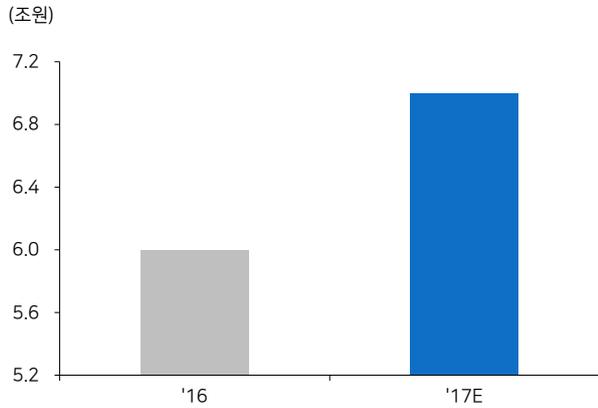
자료: Embedded.com, 메리츠증권증권 리서치센터

그림27 ONO 공정 변화: 2D 낸드플래시 vs. 3D 낸드플래시



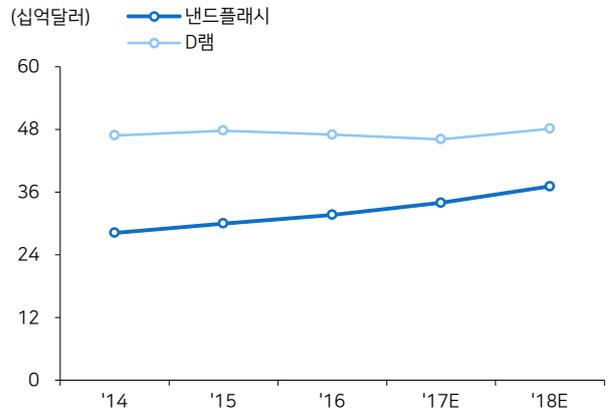
자료: SK하이닉스, 메리츠증권증권 리서치센터

그림28 SK하이닉스 투자 계획: '16년 vs. '17년



자료: SK하이닉스, 메리츠증권증권 리서치센터

그림29 D램과 낸드플래시 시장 규모



자료: WSTS, 메리츠증권증권 리서치센터

2) 성장의 또 다른 축, 반도체 장비 사업부문

반도체 장비:
CCSS, SSS, N2 Purge

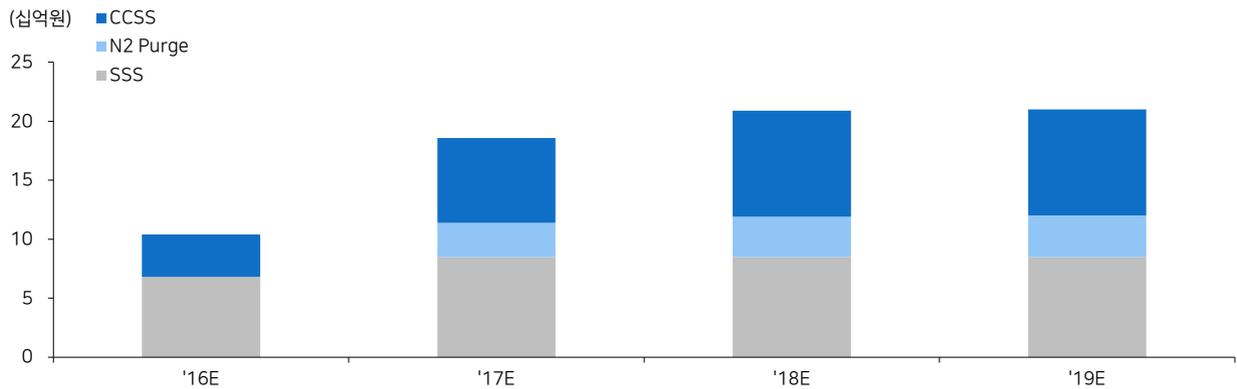
화학물 공급 장치(Central Chemical Supply System, 이하 CCSS), 슬러리 공급 장치(Slurry Supply System, 이하 SSS), N2 Purge 장비 판매량 증가로 반도체 장비 사업부 매출액은 '16년 104억원 → '17년 186억원 → '18년 209억원으로 증가할 전망이다.

CCSS, SSS:
SK하이닉스 내 M/S 확대

CCSS와 SSS는 반도체 CMP 공정에 사용되는 반도체 소재 공급장비다. 공정이 미세화되며 새롭게 등장한 장비가 아니다. 실망하긴 이르다. M/S 추가 확대가 가능해 보이기 때문이다. 동사는 후발업체다. 뛰어난 가성비로 한양이엔지, 에스티아이 등이 차지하고 있던 시장에 진입하여 M/S를 빼앗아오고 있다. 현재 SK하이닉스 내 M/S는 10% 수준으로 추산되며, 향후 25%까지 확대하려 한다. 장비 대당 단가는 6~7억원 수준이다. SK하이닉스의 신규 발주 기준 60%가 SSS이며, 나머지 40%가 CCSS다. N2 Purge는 반도체 공정에서 발생하는 불순물을 제거하는 장비다. 질소를 주입시켜 흠(Fume)을 제거한다. 수율을 높이기 위해 '15년 새롭게 도입된 장비다.

N2 Purge:
도입 공정 확대

그림30 반도체 장비별 매출액 전망



자료: 메리츠증권리서치센터

오션브릿지 (241790)

Income Statement

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액		25.4	35.0	47.6	64.7
매출액증가율 (%)			38.0	35.8	36.0
매출원가		19.4	25.6	35.2	47.6
매출총이익		6.0	9.4	12.4	17.2
판매비와관리비		2.2	2.5	3.1	4.4
영업이익		3.8	6.9	9.3	12.8
영업이익률 (%)		14.8	19.7	19.5	19.7
금융수익		0.0	0.2	0.4	0.4
중속/관계기업관련손익		0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익		0.1	0.0	-0.3	-0.3
세전계속사업이익		3.7	7.1	9.2	12.8
법인세비용		0.2	0.4	1.8	1.9
당기순이익		3.5	6.7	7.4	10.8
지배주주지분 순이익		3.5	6.7	7.4	10.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동 현금흐름		1.8	6.6	9.3	13.3
당기순이익(손실)		3.5	6.7	7.4	10.8
유형자산감가상각비		0.6	0.7	0.9	1.4
무형자산상각비		0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감		-2.7	-1.0	0.4	0.3
투자활동 현금흐름		-0.8	-4.0	-17.1	-1.6
유형자산의 증가(CAPEX)		-1.2	-4.0	-17.0	-1.5
투자자산의 감소(증가)		0.3	0.0	-0.1	-0.1
재무활동 현금흐름		1.0	14.9	0.0	0.0
차입금증감		-1.2	0.0	0.0	0.0
자본의증가		2.1	14.9	0.0	0.0
현금의증가		3.3	18.4	-7.5	11.7
기초현금		0.0	3.3	21.6	14.2
기말현금		3.3	21.6	14.2	25.9

Balance Sheet

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산		9.3	30.5	27.6	45.6
현금및현금성자산		3.3	21.6	14.2	25.9
매출채권		3.5	5.3	6.9	9.5
재고자산		1.6	2.5	4.8	7.8
비유동자산		4.1	6.4	21.6	20.8
유형자산		3.7	6.0	21.1	20.2
무형자산		0.2	0.2	0.2	0.2
투자자산		0.1	0.1	0.2	0.2
자산총계		13.4	36.9	49.2	66.4
유동부채		3.8	5.6	10.5	16.8
매입채무		3.3	4.9	9.5	15.5
단기차입금		0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채		0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채		1.2	1.2	1.2	1.2
사채		1.0	1.0	1.0	1.0
장기차입금		0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계		5.0	6.8	11.6	18.0
자본금		1.3	2.4	2.4	2.4
자본잉여금		2.6	16.4	16.4	16.4
기타포괄이익누계액		0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금		4.6	11.3	18.7	29.6
비지배주주지분		0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계		8.5	30.1	37.5	48.4

Key Financial Data

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당데이터(원)					
SPS			3,840	5,214	7,094
EPS(지배주주)			736	808	1,189
CFPS			281	-842	1,296
EBITDAPS			835	1,113	1,551
BPS			3,303	4,111	5,299
DPS					
배당수익률(%)					
Valuation(Multiple)					
PER			17.2	14.4	9.8
PCR			45.0		9.0
PSR			3.3	2.2	1.6
PBR			3.8	2.8	2.2
EBITDA		4.4	7.6	10.2	14.2
EV/EBITDA			12.4	10.1	6.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)		82.5	22.2	21.8	25.3
EBITDA 이익률			21.7	21.3	21.9
부채비율		58.6	22.4	31.0	37.2
금융비용부담률		0.4	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)		36.1	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
매출채권회전율(x)		14.3	8.0	7.8	7.9
재고자산회전율(x)		24.7	12.7	9.8	7.6

Industry Indepth
2017. 2. 6

인크로스 216050

동영상 광고 시장에 투자하자

▲ 스몰캡

Analyst **구성진**
02. 6098-6662
sungjin.goo@meritz.co.kr

RA **김정섭**
02. 6098-6663
jeongseop.kim@meritz.co.kr

- ✓ 미디어렙과 애드테크(AD Tech) 사업 영위
- ✓ 매출액 비중은 미디어렙 50%, 광고 플랫폼(다윈) 29%
- ✓ 동영상 광고 시장을 선점한 플랫폼 '다윈'이 고속 성장
- ✓ '17년 전사 영업이익 110억원(+30.4% YoY) 달성 예상
- ✓ 현 주가는 '17년 예상 PER, PBR 각각 12.4배, 2.1배

Buy (신규)

적정주가 (12개월) 55,000 원
현재주가 (2.3) 38,650 원
상승여력 42.3%

KOSDAQ	609.21pt
시가총액	1,136억원
발행주식수	294만주
유동주식비율	38.76%
외국인비중	0.47%
52주 최고/최저가	47,400원 / 34,600원
평균거래대금	12.7억원

주요주주(%)

스톤브릿지디지털애드 및 특수관계자	38.1
NHN엔터테인먼트	15.6
제네시스제2호투자조합	5.3

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-10.53	N/A	N/A
상대주가	-9.14	N/A	N/A

주가그래프



미디어렙과 애드테크(AD Tech) 사업 영위

인크로스는 '07 년에 설립된 디지털 광고 전문 업체다. 광고 판매 대행인 미디어렙(Media+Representative) 국내 3 위 사업자이며, 애드테크(Advertising +Technology)인 동영상 광고 플랫폼 '다윈'을 신성장 동력으로 삼고 있다. '16 년 상반기 기준 매출액 비중은 미디어렙 50%, 광고 플랫폼(다윈) 29%, 서비스 운영 21%다.

'17년 동영상 광고 플랫폼 '다윈'이 50% 성장

국내 최초로 출시한 동영상 광고 플랫폼 '다윈'이 고속 성장하고 있다. 시장이 급격히 성장하면서 광고주들이 모바일 동영상 광고에 광고비 집행을 늘리고 있다. 동영상 프리롤(Pre-roll) 광고 시장을 선점해 국내 최대 매체 수를 확보한 '다윈'이 지속적인 수혜를 입을 전망이다. 1 분기 출시 예정인 '다윈'의 노출형 상품은 사업 영역을 브랜드 광고주들이 포진해 있는 메이저 마켓으로 확장시켜줄 것이다. '17년 140 억원(+50% YoY)의 매출액 달성을 예상한다.

적정주가 55,000 원으로 커버리지 개시

투자 의견 Buy, 적정주가 55,000 원으로 커버리지를 개시한다. 적정주가는 미디어렙 사업가치 1,322 억원('17E PER 17.7 배 적용)과 다윈 사업가치 400 억원('17E PER 23.5 배 적용)을 합산하여 산출했다. '17년 매출액 408 억원(+27.3% YoY), 영업이익 110 억원(+30.4% YoY) 달성이 예상된다. 현 주가는 '17년 예상 PER과 PBR은 각각 12.4 배, 2.1 배다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2014	24.0	5.0	1.0	351	6.4	7,219			-2.2	3.4	142.9
2015	27.0	5.0	0.0	0		7,219			-2.2		152.4
2016E	32.0	8.4	6.8	2,526		13,138	17.9	3.4	11.4	22.1	91.0
2017E	40.8	11.0	9.2	3,125	23.7	18,373	12.4	2.1	6.5	19.1	84.2
2018E	50.0	14.1	11.9	4,053	29.7	22,468	9.5	1.7	4.5	19.4	85.1

1. 기업 개요: 미디어렙과 애드테크 사업 영위

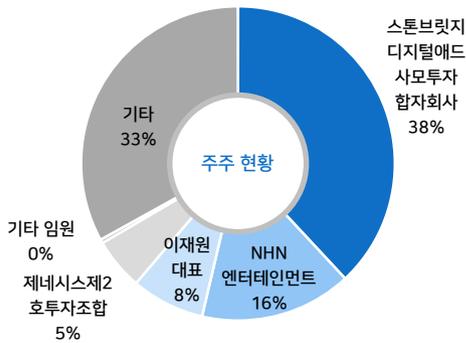
'07년 8월 설립
'16년 10월 신규 상장

인크로스는 '07년 8월에 '티노솔루션즈'라는 이름으로 설립된 디지털 광고 전문 업체다. '09년 SK그룹 계열사 크로스엠인사이드의 광고사업부문을 영업양수하며 상호를 인크로스로 변경했다. '10년 11월에는 SK텔레콤에 모바일 솔루션 및 콘텐츠를 주로 공급했던 SK그룹 계열사 이노에이스와 합병하며 외형이 커졌다. '16년 10월 31일에 공모가 43,000원으로 코스닥에 신규 상장했다.

'15년에 스톤브릿지디지털애드
최대주주 변경

최대주주는 38.1%의 지분을 보유하고 있는 스톤브릿지디지털애드 사모투자합자회사다. '15년 12월에 기존 최대주주였던 노재현 변호사의 보유 지분과 경영권을 인수했다. 스톤브릿지는 인크로스 기업가치 약 800억원 기준으로 지분을 매입했으며, 주당 30,400~32,000원 내외로 추정된다. NHN엔터테인먼트와 제네시스제2호투자조합도 같은 시기에 동일한 기업 가치로 노재현 변호사의 지분을 인수했다. NHN엔터테인먼트는 이후 제 3자 배정으로 지분을 추가 확보해 현재 지분율은 15.6%다. 스톤브릿지는 '17년 10월까지 지분을 매각할 수 없다. 다만 상장 후 경영권 안정을 위해 주주간 계약에 따라 NHN엔터테인먼트에 지분 우선매수권을 부여한 상황이다. 이재원 대표 지분율은 7.6%다.

그림31 주요 주주 현황



자료: 인크로스, 메리츠증권증권 리서치센터

표5 주요 연혁

시기	내용
2007년 8월	인크로스 설립
2009년 6월	'크로스엠인사이드(SK 계열사)' 미디어렙 사업 영업 양수
2010년 11월	SK그룹 계열사 이노에이스 흡수합병
2013년 4월	동영상 광고 네트워크 플랫폼 '다윈' 런칭
2014년 4월	인크로스 서비스 플랫폼(SP) 사업부문 인 분할
2014년 6월	'채널A', 'TV조선', 'JTBC' 등 국내 종편 3사와 제휴
2015년 6월	국내 동영상 매체 최초 '네이버' 제휴
2015년 11월	모바일게임 사업, 디앱스게임즈로 영업양도
2015년 12월	스톤브릿지디지털애드사모투자합자회사로 최대주주 변경
2016년 3월	국내 최초 동영상 리타겟팅 광고상품 'D2' 출시
2016년 10월	인크로스, 코스닥 시장 상장

자료: 인크로스, 메리츠증권증권 리서치센터

미디어렙 매출 비중 50%
국내 3위, 꾸준한 성장 기대

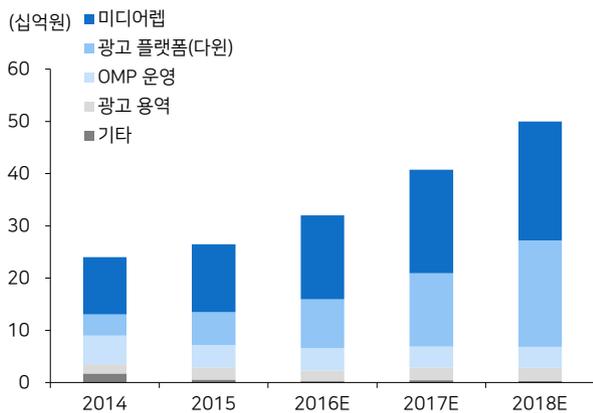
'16년 상반기 기준 매출 비중은 미디어렙 50%, 광고 플랫폼(다윈) 29%, OMP 운영 14%, 광고 용역 및 기타 7%다. 미디어렙(Media Representative의 합성어) 사업은 광고주와 광고대행사를 대신해 디지털 매체 전략을 수립하고 집행하며, 매체 광고 영업 및 운영 업무를 대행하는 사업이다. 국내 7개 업체가 경쟁하고 있으며, 인크로스는 나스미디어와 메조미디어 다음으로 3위 업체다. '15년에 두산의 공식 미디어렙사로 선정되어 '16년 2분기부터는 중국 인바운드 관광객을 대상으로 한 중국 광고도 집행하고 있다. 총 취급고 대비 약 12.0~12.5%를 매출액으로 인식하고 있다. 꾸준한 성장이 기대되는 사업부다.

동영상 광고 플랫폼 '다윈'
매출 비중 29%, 고속 성장 기대

광고 플랫폼 사업은 '13년 4월에 출시한 '다윈(Dawin: 다 이긴다)'으로 시작했다. 다윈은 여러 동영상 매체를 하나의 망으로 묶어 광고주에게 판매하는 플랫폼이다. 동영상을 시청하기 전에 3초나 5초 후 광고를 스킵(Skip)하는 버튼을 만들어놓은 동영상 광고(Pre-roll 광고)를 플랫폼 내에서 실시간으로 입찰하는 방식(RTB: Real Time Bidding)이다. 빅데이터 등 디지털 기술을 활용해 광고주와 광고 매체, 소비자를 연결해 주는 광고 방식인 애드 테크(AD Tech, Advertising과 Technology의 합성어)의 하나다. 경쟁 상품은 TrueView(구글 유튜브, AD Tech 아님), 엔비디오(나스미디어), SMR(SBS, MBC), Vpool, ADpool(이상 DMC미디어) 등이다. 다윈은 '15년에 63억원의 매출을 기록했고, '16년 상반기에 만 40억원의 매출을 기록하며 고속 성장하고 있다.

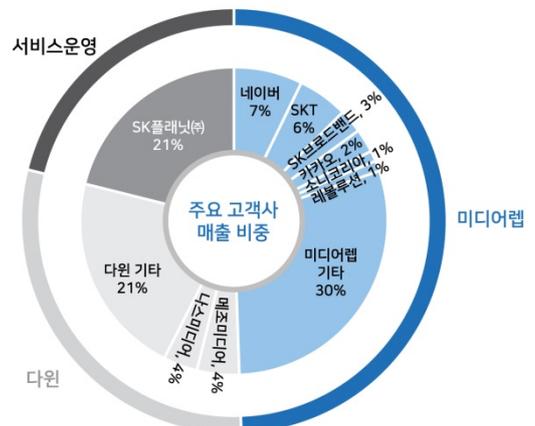
서비스용역 사업은 SK플래닛향 사업이다. 통신 3사와 네이버가 손잡고 만든 앱스토어인 '윈스토어' 운영을 대행하고 있다. 또한 SKT 고객에게 프리미엄 콘텐츠를 제공하는 T freemium Plus 서비스 운영 대행도 맡고 있다. 고객센터 및 콜센터 운영과 유사한 사업이다.

그림32 부문별 매출액 추이 및 전망



자료: 인크로스, 메리츠증권증권 리서치센터

그림33 주요 고객사 매출액 비중



자료: 인크로스, 메리츠증권증권 리서치센터

2. Valuation

적정주가 55,000 원 제시
상승여력 42.3%

인크로스(KQ 216050)에 대해 적정주가 55,000원으로 커버리지를 개시한다. 적정주가는 55,000원은 '17년 기준 PER 12.4배, PBR 2.1배다. 미디어랩&서비스운영 사업가치 1,322억원과 다원의 가치 400억원을 합산하여 산출했다. 비교 기업으로는 미디어랩 경쟁 사업자 중 유일한 상장사인 나스미디어를 선정했다.

미디어랩 가치 1,322 억원과
다원 가치 400 억원 합산

미디어랩과 서비스운영 사업가치는 나스미디어 '17년 예상 PER 19.6배에서 10% 할인한 17.7배를 적용했다. 1) 나스미디어가 미디어랩 1위 사업자에 대한 프리미엄을 받는다는 점과 2) 인크로스의 서비스운영 사업을 포함해서 비교한 점을 고려해 할인했다. 대신 다원의 가치에는 19.6배를 20% 할증한 23.5배를 적용했다. 올해 다원 사업의 두 배 이상 순이익 증가를 고려할 시 타당한 수치라고 판단한다. 다원의 가치 400억원은 '18년 예상 순이익 기준 12.1배에 불과하다.

표6 적정주가 산정 내역

(십억원, 배, %)		비고
미디어랩과 서비스운영		
'17E 예상 순이익	7.5	
나스미디어 '17E PER	19.6	- 컨센서스 적용
적용 PER	17.7	- 나스미디어 PER 19.6배 대비 10% 할인
적정가치	132.2	
다원		
'17E 예상 순이익	1.7	
나스미디어 '17E PER	19.6	- 컨센서스 적용
적용 PER	23.5	- 나스미디어 PER 19.6배 대비 20% 할증
적정가치	40.0	
인크로스 적정가치		
	172.2	
발행주식수(천주)	3,094	
적정주가		
	55,000	
현재주가	38,650	- '17E PER 12.4배, '17E PBR 2.1배 수준
상승여력	42.3	

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

'16년 영업이익 84억원 예상

'16년 실적은 매출액 320억원(+20.7% YoY), 영업이익 84억원(+51.9% YoY, OPM 26.3%)을 예상한다. 미디어랩이 전년대비 22.9%, 다윈이 49.0% 성장한 것으로 추정된다. '16년 상반기에 대손상각비 환입이 약 6억원 발생하며 이익률이 높아졌으나 하반기 이후에는 일회성 이익이나 비용이 없었던 것으로 파악된다.

'17년 영업이익 110억원 예상

'17년 실적은 매출액 408억원(+27.3% YoY), 영업이익 110억원(+30.4% YoY)을 예상한다. 미디어랩 부문이 시장 성장과 중국 광고(두산 미디어랩사 선정) 본격화로 198억원(+23.5% YoY)을 기록할 전망이다. 광고 플랫폼(다윈) 부문은 140억원(+50% YoY)을 기록하며 고성장세를 이어나간다.

표7 인크로스 실적 전망

(십억원)	2014	2015	1H16	2H16E	'16E	'17E	'18E
매출액	24.0	26.5	13.7	18.3	32.0	40.8	50.0
성장률 (% YoY)		10.3			20.7	27.3	22.7
미디어랩	10.9	13.0	6.8	9.2	16.0	19.8	22.8
성장률 (% YoY)	20.6	19.1			22.9	23.5	15.2
광고 플랫폼(다윈)	4.1	6.3	4.0	5.3	9.4	14.0	20.4
성장률 (% YoY)	188.2	54.0			49.0	50.0	45.0
OMP 운영	5.5	4.3	1.9	2.4	4.3	4.0	4.0
광고 용역	1.8	2.4	0.9	1.1	2.0	2.5	2.5
기타	1.8	0.6	0.1	0.3	0.3	0.4	0.4
매출총이익	7.5	9.4	5.2	7.1	12.3	16.5	20.7
판매비와 관리비	2.2	3.8	1.2	2.6	3.9	5.5	6.6
영업이익	5.2	5.5	4.0	4.4	8.4	11.0	14.1
영업이익률(%)	21.7	20.9	28.9	24.3	26.3	26.9	28.2
중단사업이익	-1.3	-4.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	0.9	-0.2	3.3	3.5	6.8	9.2	11.9

자료: 인크로스, 메리츠증권리서치센터

3. 투자포인트

1) 골리앗(구글)에 대항하는 다윈(다윈)

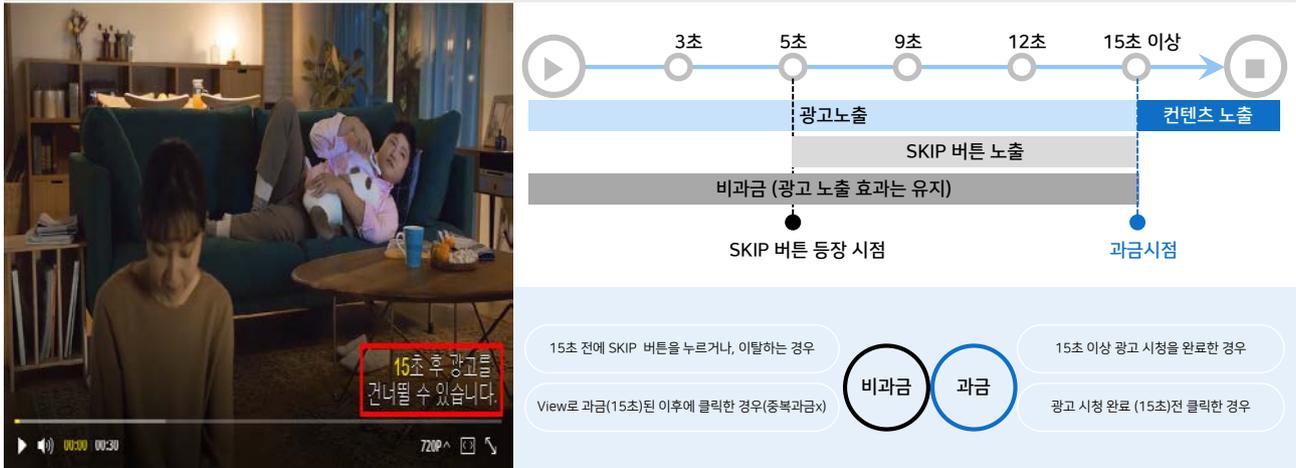
유튜브 트루뷰에 대항
트루뷰와 달리 다윈은 타겟팅
광고가 가능한 애드테크

동영상 광고 플랫폼 '다윈'이 인크로스의 가장 큰 성장 동력이다. 동영상을 시청하기 전에 뜨는 프리롤(Pre-roll) 광고인 다윈은 소비자가 스킵 버튼을 누르지 않고 15초 이상 광고를 시청했거나 클릭했을 때만 광고비가 과금된다. '12년 초 국내에 선보인 구글의 트루뷰(TrueView)의 방식을 벤치마킹했다. YouTube는 트루뷰 광고로 고속 성장 중이며, '16년 매출액 100억달러의 절반이 트루뷰 광고 매출인 것으로 추정된다. 다윈은 트루뷰와 달리 애드테크(AD Tech) 기반이다.

제휴 매체 수는 29개
NHN 엔터와 데이터 제휴로
타겟팅 능력 향상

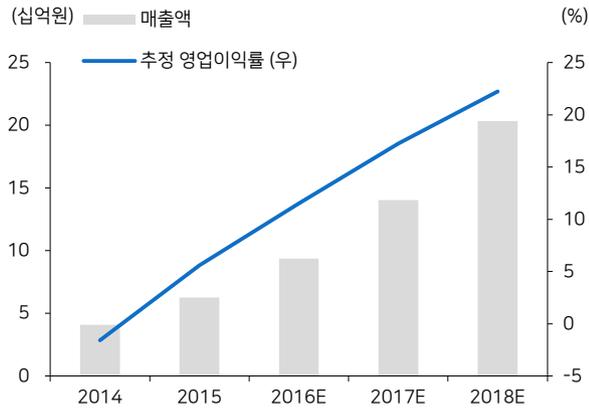
'13년 말 12개에 불과했던 다윈의 제휴 매체 수는 현재 29개로 증가했다. 네이버 TV캐스트와 아프리카TV, MBC, YTN 등 국내 주요 동영상 콘텐츠 매체들과 제휴하며 큰 폭으로 성장했다. 광고 플랫폼 사업으로서 국내 최대 매체를 보유하고 있는 점은 광고주에게 매력적이다. 2대 주주인 NHN엔터와 '17년 1월에 데이터 활용 제휴 계약을 맺어 다윈의 타겟팅 능력을 더욱 향상시켰다. '16년에 매출액 94억원(+49%YoY), 올해에는 140억원(+50%YoY)을 달성할 전망이다.

그림34 동영상 광고 SKIP 버튼과 과금 형태



자료: 인크로스, 네이버TV캐스트, 메리츠증권증권 리서치센터

그림35 다원 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



자료: 인크로스, 네이버 TV캐스트, 메리츠증권증권 리서치센터

그림36 YouTube Trueview

YouTube TrueView ad formats



- **Value for money:** Charged per engaged video view, not per click or impression
- **Extremely flexible:** Very different cost per view (CPV) ranges available depending on format and targeting

자료: Google, 메리츠증권증권 리서치센터

표8 다원의 주요 제휴 매체 - 총 29개

포털	동영상	중편	지상파/케이블	플레이어
NAVER	afreecaTV pandora.tv GOMTV mgoon	JTBC GOLF TV조선	imBC 스마트DMB EVERY ON TV KBS1	GOM KWP

자료: 인크로스, 메리츠증권증권 리서치센터

다윈의 진화, D2와 노출형 상품

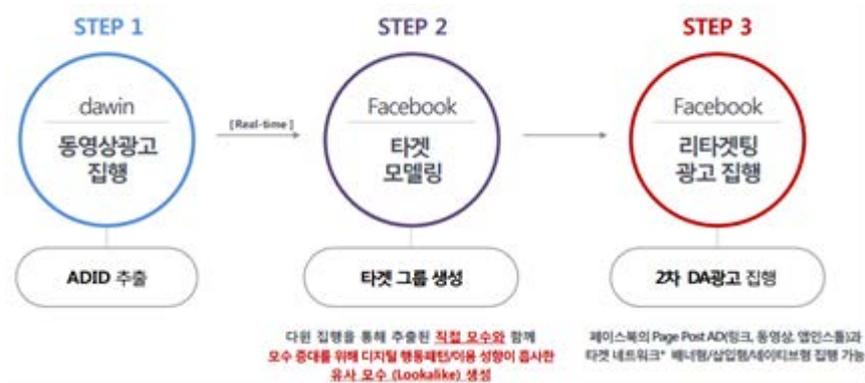
다윈의 진화 1) D2
페이스북 등에 리타겟팅 상품

'16년 초에 출시한 D2(Dawin + Display AD)는 다윈과 모바일 광고를 연계한 리타겟팅(Re-Targeting) 광고상품이다. 다윈을 통해 송출되는 특정 광고를 15초 이상 보거나 클릭한 유저들을 핵심 타겟으로 분류한 다음, 페이스북이나 인스타그램에 접속했을 때 해당 광고주의 모바일 디스플레이 광고를 2차로 노출시킬 수 있도록 만들어졌다. 핵심 타겟 그룹을 수집할 수 있고, 일반 광고 집행 대비 효율을 2배 이상 높일 수 있는 상품이다.

다윈의 진화 2) 노출형
Skip 버튼 없는 동영상 광고
메이저 마켓 진입

1분기에 출시 예정인 노출형 상품은 Skip 버튼 없이 강제로 광고를 시청하도록 하는 상품이다. 1,000회 노출당 과금하는 CPM(Cost Per Mile) 방식이다. 기존 반응형 광고 시장과는 달리 브랜드 광고주들이 포진해 있는 메이저 시장이다. 메이저 시장에 진입하는 동시에 브랜드 광고주들을 반응형 상품으로 유도할 수 있는 가교 역할도 할 수 있을 전망이다.

그림37 D2의 광고 집행 프로세스



자료: 인크로스, 메리츠증권증권 리서치센터

그림38 다윈의 반응형과 노출형 상품 비교



자료: 인크로스, 메리츠증권증권 리서치센터

2) 소비자 행태 변화에 따른 광고주들의 인식 변화

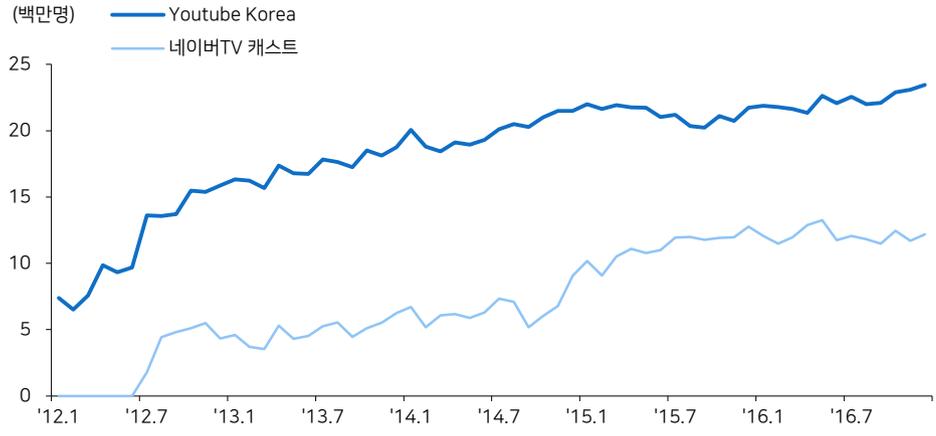
스마트 기기 보급 확산으로 국내
모바일 동영상 시장 급속 성장

'11년 9월 LTE 서비스 출시를 기점으로 국내 모바일 동영상 시장이 급속히 커졌다. 게임 방송, 먹방, 1인 방송 등 신규 카테고리가 생겨나며 동영상 시장 자체가 빠르게 성장했다. 스마트 기기를 통해 동영상을 시청하는 소비자 행태가 보편화된 것이 주요 원인이다.

모바일 광고비 집행 증가세
'17년 시장규모 5,600억원 예상

광고주들의 인식도 변화하고 있다. 인쇄 매체, 인터넷, 옥외 광고, 지상파TV 등에 집행했던 광고비를 줄이고 모바일 광고비를 늘리고 있다. 소비자 행태 변화에 기인한 것이기에 향후 수 년간은 지속될 것으로 예상된다. 나스미디어와 온라인광고 협회 등에 따르면, 디지털 플랫폼에서 동영상 광고 시장 규모는 '16년 4,300억원에서 올해 5,600억원으로 약 30% 성장할 전망이다.

그림39 동영상 시장의 고속 성장: YouTube와 네이버 TV캐스트의 월별 순방문자수(UV) 추이



자료: 코리아클릭, 메리츠증권증권 리서치센터

표9 국내 주요 매체별 광고비 집행 추이

(십억원)	매체	'11	'12	'13	'14	'15	'16E	'14~'16E CAGR(%)
방송	지상파TV	2,078	1,931	1,827	1,974	1,970	1,963	(0.3)
	라디오	260	236	225	274	297	308	6.0
	케이블/중편	1,174	1,322	1,383	1,522	1,777	1,839	9.9
	IPTV	17	24	38	64	80	91	19.4
	위성TV	12	13	15	19	20	20	2.1
	DMB	27	17	12	11	9	8	(11.4)
인쇄	신문	1,709	1,654	1,545	1,494	1,501	1,490	(0.1)
	잡지	524	508	465	438	417	404	(3.9)
디지털	인터넷	1,856	1,954	2,003	1,867	1,722	1,622	(6.8)
	모바일	60	210	460	839	1,280	1,519	34.6
OOH	옥외	313	346	355	371	359	341	(4.1)
	극장	143	154	171	176	212	230	14.1
	교통	390	410	439	389	434	434	5.7
제작		542	542	581	585	574	580	(0.4)
국내 총 광고비		9,170	9,385	9,589	10,100	10,727	10,923	4.0

자료: 제일기획, 메리츠증권증권 리서치센터

3) '다윈'의 높은 영업 레버리지 효과 기대

'17년 영업이익 증가율은 매출 증가율 대비 두 배 이상

다윈은 플랫폼 사업이다. 매출액이 증가해도 추가 CAPEX나 인력 충원이 필요치 않다. '14년 96.4%의 매출원가율을 기록했던 다윈은 '16년 상반기에 85.3%까지 하락했다. '18년에 72.5%까지 하락할 것으로 예상된다. 인건비 및 경비 증가를 가정한 수치다. 영업레버리지도(DOL)는 '16년 4.3배에 달할 것으로 추정되며, '17년에도 2.6배로 매출액 증가율 대비 영업이익 증가율이 두 배 이상에 달할 전망이다.

다윈은 궁극적으로 영업이익률 25% 가능한 사업

비용 구조를 보면 총 매출액의 50%는 네이버, 판도라TV 등과 같은 매체에 지급하며, 20%는 HS애드나 에코마케팅과 같은 대행사에, 10%는 나스미디어나 메조미디어와 같은 미디어랩사에 지급한다. 산술적으로 영업이익률 20%까지 가능한 셈인데, 인크로스는 미디어랩 사업도 함께 영위하고 있어 약 25%의 영업이익률이 달성 가능한 사업이다.

표10 다윈의 비용 구조 분석

(십억원, %)	'14	'15	1H16	2H16E	'16E	'17E	'18E	'15 YoY	'16E YoY	'17E YoY	'18E YoY
매출액	4.1	6.3	4.0	5.3	9.4	14.0	20.4	54.0	49.0	50.0	45.0
매출원가	3.9	5.6	3.4	4.4	7.9	10.9	14.7	43.4	39.3	38.6	35.4
노무비	0.2	0.3	0.2	0.2	0.4	0.4	0.4	32.7	17.4	10.0	5.0
매출액 비중(%)	5.6	4.9	3.9	3.7	3.8	2.8	2.0				
경비	1.6	2.1	1.3	1.5	2.8	3.5	4.3	29.5	30.0	28.0	20.0
매출액 비중(%)	40.4	34.0	31.6	28.1	29.6	25.3	20.9				
기타(재료비)	2.1	3.2	2.0	2.7	4.7	6.9	10.1	55.8	47.5	47.0	45.0
매출액 비중(%)	50.4	51.0	49.8	51.0	50.5	49.5	49.5				
지급수수료(판관비)	0.2	0.3	0.2	0.3	0.6	1.0	1.4	36.3	96.6	75.0	45.0
매출액 비중(%)	5.1	4.5	5.3	6.5	6.0	7.0	7.0				
추정 영업이익	-0.1	0.4	0.4	0.6	0.9	2.2	4.2	흑전	166.9	130.1	93.3
추정 영업이익률(%)	-1.6	5.6	9.3	10.6	10.0	15.4	20.5				
추정 순이익	-0.1	0.4	0.3	0.4	0.7	1.7	3.3	흑전	65.1	134.6	94.5
영업레버리지도(DOL, 배)					3.4	2.6	2.1				

자료: 인크로스, 메리츠증권증권 리서치센터

미디어랩 이익률도 꾸준히 증가세

미디어랩 사업도 매출총이익률이 꾸준히 상승하고 있다. '14년 44.1%의 매출총이익률이 '16년 상반기에 56.6%까지 상승했다. '15년 미디어랩 매출액은 19.1% 성장한 반면 노무비는 6.8% 증가, 경비는 오히려 감소했다. 당사 추정 인건비 및 경비 증가율을 다소 높게 예상한 점을 고려하면, 미디어랩의 영업 레버리지는 예상보다 더 크다. 1, 2위 사업자인 나스미디어, 메조미디어와 함께 높은 성장세를 유지할 전망이다.

기타 서비스 운영(OMP 운영 및 광고 용역 등) 사업은 콜센터와 같은 용역/인력 기반 사업이다. 향후 서비스 운영 사업 매출액이 증가하게 되면 전사 이익률은 소폭 감소할 수 있다.

표11 미디어랩과 서비스 운영 사업의 비용 구조

(십억원)	연간 과거		'16년 반기		연간 예상			증가율 (% YoY)			
	'14	'15	1H16	2H16E	'16E	'17E	'18E	'15	'16E	'17E	'18E
매출액	20.0	20.2	9.7	13.0	22.7	26.7	29.7	1.3	11.9	18.0	11.0
미디어랩	10.9	13.0	6.8	9.2	16.0	19.8	22.8	19.1	22.9	23.5	15.2
성장률(% YoY)		19.1			22.9	23.5	15.2				
OMP 운영	5.5	4.3	1.9	2.4	4.3	4.0	4.0	-22.6	1.6	-7.5	0.0
광고 용역	1.8	2.4	0.9	1.1	2.0	2.5	2.5	35.4	-16.0	24.6	0.0
기타	1.8	0.6	0.1	0.3	0.3	0.4	0.4	-68.3	-45.4	41.5	-14.7
매출원가	12.6	11.5	5.1	6.8	11.9	13.4	14.5	-9.1	3.3	12.6	8.8
미디어랩	6.1	6.1	3.0	4.1	7.0	8.3	9.5	-0.2	14.8	18.5	14.9
노무비	3.2	3.5	1.6	2.2	3.8	4.5	5.2	6.8	9.3	20.0	15.0
경비	2.7	2.5	1.3	1.8	3.1	3.7	4.2	-7.0	22.9	17.2	15.2
기타(재료비)	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	-29.4	0.0	0.0	0.0
OMP 운영	3.2	2.8	1.3	1.7	3.0	2.8	2.8	-14.0	9.8	-7.5	0.0
광고용역	1.3	1.7	0.7	0.8	1.6	1.9	1.9	35.5	-9.6	19.8	0.0
기타	2.0	0.9	0.0	0.2	0.3	0.4	0.3	-56.0	-69.6	41.5	-14.7
매출총이익	7.3	8.7	4.6	6.2	10.8	13.3	15.1	19.3	23.2	23.9	13.2
미디어랩	4.8	6.9	3.8	5.2	9.0	11.5	13.2	43.4	30.0	27.5	15.4
OMP 운영	2.3	1.5	0.6	0.7	1.3	1.2	1.2	-34.7	-13.6	-7.5	0.0
광고 용역	0.5	0.7	0.2	0.3	0.4	0.6	0.6	35.2	-32.7	41.6	0.0
기타	-0.3	-0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	17.8	-108.9	41.5	-14.7
판매비와 관리비	2.0	3.6	1.0	2.3	3.3	4.5	5.2	74.9	-7.2	37.4	14.2
인건비	1.2	2.2	1.1	1.6	2.6	3.0	3.4	74.5	22.5	15.0	12.0
상각비용	0.2	0.8	-0.5	0.0	-0.4	0.2	0.2	212.5	적전	흑전	0.0
기타	0.6	0.7	0.4	0.7	1.1	1.3	1.6	16.5	68.5	22.0	20.8
영업이익	5.3	5.2	3.6	3.9	7.5	8.8	9.9	-2.0	44.1	17.9	12.7
영업이익률(%)	26.5	25.6	37.1	29.9	33.0	33.0	33.5				
영업레버리지								-1.5	3.7	1.0	1.2

주1: '15년 영업이익의 감소는 서비스용역 사업의 매출액 감소가 원인

주2: '17년 판매비 증가율이 높은 것은 '16년 상반기에 대손상각비 환입이 약 6억원 발생했기 때문

자료: 인크로스, 메리츠증권리서치센터

인크로스(216050)

Income Statement

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	24.0	27.0	32.0	40.8	50.0
매출액증가율 (%)	-33.9	12.5	18.5	27.3	22.7
매출원가	17.0	17.0	19.7	24.3	29.3
매출총이익	7.0	9.0	12.3	16.5	20.7
판매비와관리비	2.0	4.0	3.9	5.5	6.6
영업이익	5.0	5.0	8.4	11.0	14.1
영업이익률 (%)	20.8	18.5	26.3	26.9	28.2
금융수익	0.0	0.0	0.4	0.7	1.0
중속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-1.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	4.0	5.0	8.8	11.7	15.1
법인세비용	1.0	1.0	2.0	2.5	3.2
당기순이익	1.0	0.0	6.8	9.2	11.9
지배주주지분 손이익	1.0	0.0	6.8	9.2	11.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동 현금흐름	-2.0	-1.0	6.8	8.5	10.9
당기순이익(손실)	1.0	0.0	6.8	9.2	11.9
유형자산감가상각비	0.0	0.0	0.4	0.3	0.3
무형자산상각비	0.0	0.0	0.4	0.4	0.4
운전자본의 증감	-1.0	-3.0	-0.4	-0.6	-0.7
투자활동 현금흐름	-2.0	1.0	-3.3	-4.7	-4.8
유형자산의 증가(CAPEX)	0.0	0.0	-0.2	-0.2	-0.2
투자자산의 감소(증가)	1.6	0.0	-1.7	-2.1	-2.2
재무활동 현금흐름	-8.0	-1.0	12.6	6.0	0.0
차입금증감	-1.5	-2.0	0.0	0.0	0.0
자본의증가	0.7	0.0	12.6	6.0	0.0
현금의증가	-13.0	-1.0	14.1	9.8	6.2
기초현금	16.0	3.0	2.0	16.1	25.9
기말현금	3.0	2.0	16.1	25.9	32.2

Balance Sheet

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	43.0	44.0	65.9	89.4	110.0
현금및현금성자산	3.0	2.0	16.1	26.0	32.2
매출채권	2.0	3.0	3.6	4.5	5.6
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	9.0	9.0	11.2	13.0	15.0
유형자산	1.0	1.0	0.8	0.7	0.6
무형자산	2.0	2.0	1.8	1.6	1.5
투자자산	6.0	6.0	7.7	9.8	12.0
자산총계	52.0	53.0	77.1	102.4	125.0
유동부채	30.0	31.0	36.7	46.8	57.4
매입채무	3.0	2.0	2.4	3.0	3.7
단기차입금	2.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	30.0	32.0	36.7	46.8	57.4
자본금	1.0	1.0	1.1	1.2	1.2
자본잉여금	17.0	17.0	29.4	35.4	35.4
기타포괄이익누계액	-1.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	21.0	3.0	9.8	19.0	30.9
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	21.0	21.0	40.4	55.6	67.5

Key Financial Data

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당데이터(원)					
SPS	8,430	10,258	11,898	13,866	17,017
EPS(지배주주)	351	0	2,526	3,125	4,053
CFPS	3,509	760	3,436	3,982	5,028
EBITDAPS	1,756	1,900	3,436	3,982	5,028
BPS	7,219	7,219	13,138	18,373	22,468
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER			17.9	12.4	9.5
PCR			13.1	9.7	7.7
PSR			3.8	2.8	2.3
PBR			3.4	2.1	1.7
EBITDA	5.0	5.0	9.2	11.7	14.8
EV/EBITDA	-2.2	-2.2	11.4	6.5	4.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	3.4		22.1	19.1	19.4
EBITDA 이익률	20.8	18.5	28.9	28.7	29.5
부채비율	142.9	152.4	91.0	84.2	85.1
금융비용부담률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)					
매출채권회전율(x)	3.1	10.8	9.8	10.1	9.9
재고자산회전율(x)	1,064.0				

Industry Indepth
2017. 2. 6

에스티팜 237690

20년간 쌓아온 전문성이 빛을 발한다

▲ 제약/바이오

Analyst **이태영**
02. 6098-6658
taeyoung.lee@meritz.co.kr

- ✓ 주요 글로벌 제약사와의 오랜 계약 경험은 우수한 품질관리 능력의 가늠자
- ✓ 신약API 매출액 성장에 힘입어 '16년 영업이익률 38.5%달성
- ✓ 연간 1,800억원 수준의 안정적인 신약API 매출액 실현 전망
- ✓ 올리고핵산 API시장 개화에 맞춘 향후 성장 동력 확보
- ✓ 투자 의견 Buy와 적정주가 61,000원 제시

Buy (신규)

적정주가 (12개월) 61,000 원
현재주가 (2.3) 44,900 원
상승여력 35.9%

KOSDAQ	609.21pt
시가총액	8,299억원
발행주식수	1,848만주
유동주식비율	47.88%
외국인비중	4.05%
52주 최고/최저가	58,000원 / 36,250원
평균거래대금	56.9억원

주요주주(%)	
동아쏘시오홀딩스 및 특수관계자	52.1
BRV Lotus Growth Fund 2015	5.2

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-0.11	-19.82	N/A
상대주가	6.12	-6.02	N/A

주가그래프



Nucleotide 계열 원료의약품 공급의 전통 강자

에스티팜은 1988년 GSK를 시작으로 주요 글로벌 제약사에 Nucleotide 기반 원료의약품을 납품해온 회사다. 이러한 이력과 전문성을 바탕으로 2014년 글로벌 항바이러스약물 전문 기업인 길리어드에 원료의약품 공급을 시작했다. 잠정실적 기준 2016년 매출액 2,004억원(+45.1% YoY) 영업이익 775억원(+124.9% YoY)을 달성했으며, 영업이익률은 '13년 10%대에서 3배 이상 성장하여 '16년 38.5%를 기록했다. C형간염 치료제 시장 경쟁 심화에 대한 시장의 우려가 존재하지만, 길리어드의 추가 신약 출시에 따라 약 1,500억원 수준의 안정적인 매출액 유지가 가능할 전망이다.

올리고핵산치료제 시장의 확대는 새로운 기회

Nucleotide 기반 원료 공급경험을 토대로 Oligonucleotide 기반 원료 시장 진출도 계획되어 있다. '16년 약 200억원 규모의 매출액이 발생했으며, 임상 단계인 공급약물의 개발 진행에 따라 '18년까지 20% 이상의 성장이 기대된다. 현재 기존 생산능력의 5배에 달하는 전용생산시설 증축이 진행되고 있다. 올리고핵산치료제 API 시장은 2015년 1조 2,000억원 규모에서 2020년 약 2조원 규모로 2배 가량 성장할 전망이다.

투자 의견 Buy와 적정주가 61,000원 제시

에스티팜에 대해 투자 의견 Buy, 적정주가 61,000원으로 커버리지를 개시한다. 적정주가는 '17년 예상 EPS인 3,826원에 Peer 그룹의 '17년 예상 PER 평균인 16.0배를 적용하여 산출했다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2014											
2015											
2016P	200.4	77.5	61.4	3,848		16,509	11.7	2.7	8.0	19.9	11.6
2017E	225.0	89.8	70.7	3,826	-0.6	19,998	11.7	2.2	6.5	20.7	13.1
2018E	242.3	97.0	76.6	4,145	8.4	23,749	10.8	1.9	5.6	18.7	9.9

1. 기업개요

원료의약품 위탁생산 전문회사

에스티팜은 동아쏘시오그룹에서 원료의약품 개발 및 위탁생산 사업을 맡고 있다. '08년 설립되었으며, '10년 삼천리제약을 인수하여 현재의 사명이 되었다. 동아쏘시오홀딩스가 33.0%, 강정석 회장이 15.4%의 지분을 보유하고 있다.

그림40 동아쏘시오그룹 지배구조

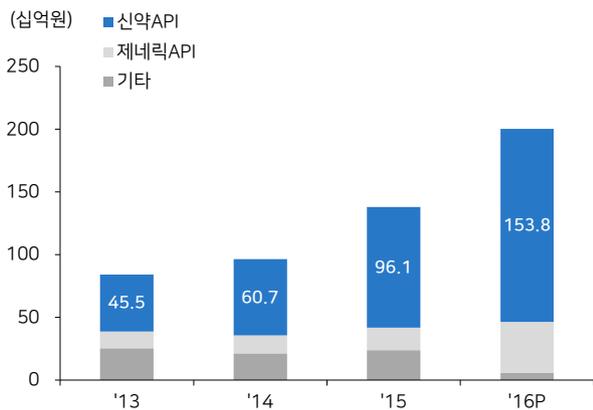


자료: 에스티팜, 메리츠증권증권 리서치센터

신약 API 위주로 사업 재편

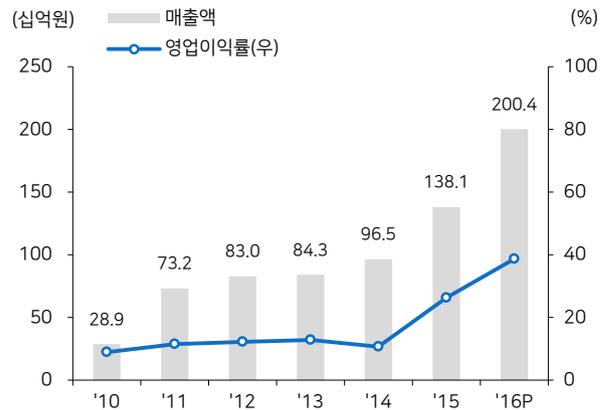
영업마진이 낮은 신약API 중간체와 제네릭API 위주의 사업 구조를 가지고 있던 동사는 길리어드에 새로운 원료의약품을 공급하며 신약API 위주로 사업이 재편되었다. '13년 10%대에 머물러 있었던 영업이익률은 '16년 38.5%를 기록했다. 제네릭API 대비 단위 가격이 높은 신약API 판매금액이 총 매출액의 76%를 차지했기 때문이다.

그림41 신약 API 위주의 매출액 구성 변화



주: 16년은 회사가 발표한 잠정실적
자료: 에스티팜, 메리츠증권증권 리서치센터

그림42 매출액 증가와 함께 영업이익률 개선



주: 16년은 회사가 발표한 잠정실적
자료: 에스티팜, 메리츠증권증권 리서치센터

2. Valuation

PER 16.0 배 적용
 적정 시가총액 1 조 1,313 억원

에스티팜에 대해서 투자의견 Buy와 적정주가 61,000원을 제시한다. 동사에 대한 투자 포인트는 1) 신약 원료의약품(API) 위탁생산 사업의 장기 안정성과, 2) 새로운 시장인 Oligonucleotide API 분야의 성장성이다. 적정주가 산정을 위해 '17년 예상 EPS 3,826원에 Peer그룹 4개사의 12개월 선행 PER 평균인 16.0배를 적용했다.

표12 에스티팜 실적 전망

(십억원)	4Q16P	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	'16P	'17E	'18E
매출액	45.7	44.0	65.7	50.8	62.2	200.4	222.7	235.9
신약API	36.5	34.3	56.1	41.1	52.3	153.8	183.8	195.8
제네릭API	8.6	8.7	8.9	9.0	9.1	40.9	35.7	37.5
기타	0.6	0.9	0.8	0.7	0.7	5.7	3.2	2.5
영업이익	16.8	17.3	25.7	19.7	24.3	77.5	87.0	92.0
영업이익률(%)	36.8	39.3	39.0	38.8	39.1	38.5	39.0	39.0
순이익	11.7	13.6	20.2	15.6	19.2	61.4	68.5	72.9

주: '16년은 회사가 발표한 잠정실적

자료: 에스티팜, 메리츠증권리서치센터

표13 Peer Group Valuation Table

(십억원)		에스티팜	CAMBREX	DIVI'S LABORATORIES	AUROBINDO PHARMA	DR. REDDY'S LABORATORIES
시가총액		829.9	1,999.8	3,213.8	7,025.3	8,606.0
PER(배)	'16E	11.7	19.8	15.4	16.7	33.2
	'17E	11.7	17.9	12.9	14.1	21.5
PBR(배)	'16E	2.7	-	3.8	4.4	3.8
	'17E	2.2	-	3.1	3.4	3.3
EV/EBITDA(배)	'16E	8.0	11.3	11.3	11.6	17.9
	'17E	6.5	9.8	9.4	10.0	13.0
매출액	'16E	200.4	568.0	738.7	2,707.3	2,546.4
	'17E	225.0	633.4	858.0	3,088.5	2,917.5
영업이익	'16E	77.6	143.5	277.9	611.0	331.2
	'17E	89.8	164.3	344.6	716.9	534.5
EBITDA	'16E	88.3	172.3	272.2	651.5	518.0
	'17E	100.9	197.5	325.7	757.2	714.7
ROE(%)	'16E	19.9	28.2	30.7	34.2	13.6
	'17E	20.7	25.7	30.8	31.2	19.2

주: 에스티팜은 잠정실적 기준

자료: Bloomberg, 메리츠증권리서치센터

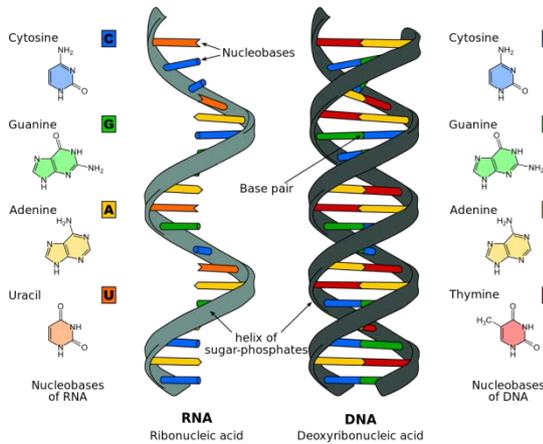
3. Background - Nucleotide를 이용한 약물 개발

DNA 는 설계도이며, 설계도는 블록(Nucleotide)으로 구성되어 있다.

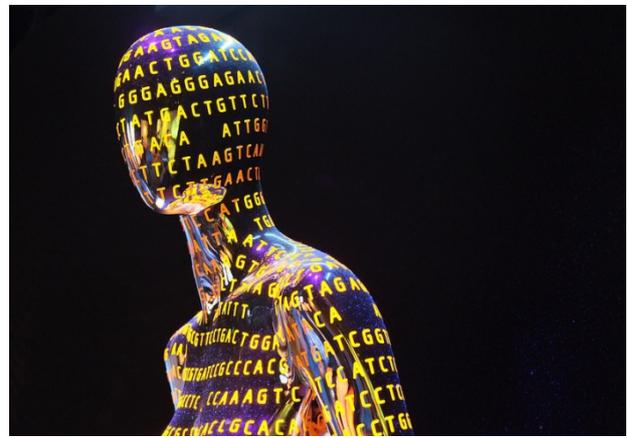
설계도는 A, T, C, G라 명명된
일종의 '블록'으로 이루어짐

인체의 설계도 역할을 하는 유전자는 A, T, C, G로 구성된 코드로 기록되어 있다. 기본 뼈대 역할을 하는 Ribose나 Deoxyribose에 코드를 나타내는 Adenine, Thymine, Cytosine, Guanine과 같은 염기(Base)가 결합한 구조다. 이런 이유로 아래 그림과 같이 길다란 뼈대에 수수깡이 붙어있는 모형으로 표현하는 경우가 많다.

그림43 DNA는 특정 개체에 대한 거의 모든 정보를 담고 있는 설계도다. A, T, C, G를 이용한 4진법 Code로 기록되어 있다.

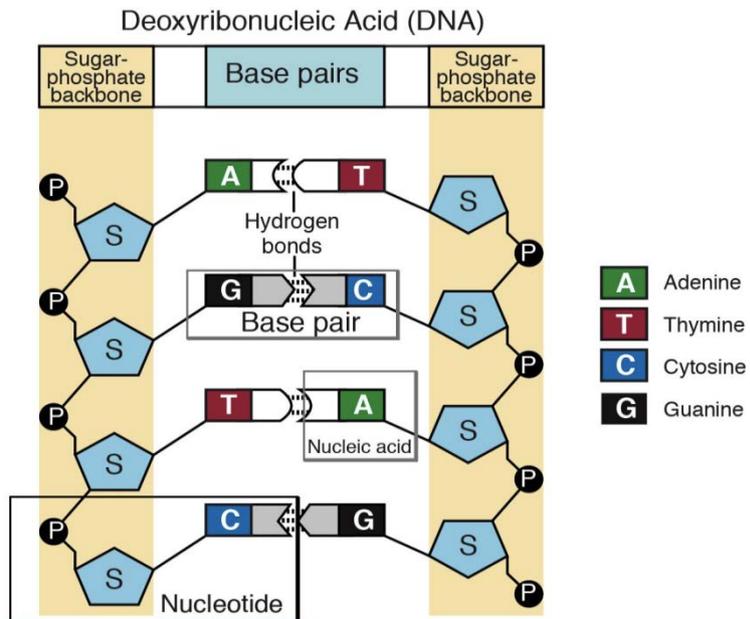


자료: Wikipedia.org, 메리츠중금증권 리서치센터



자료: Indivisible, 메리츠중금증권 리서치센터

그림44 뼈대(Sugar-Phosphate Backbone)에 수수깡(Base)이 붙어있는 방식으로 표현한 DNA

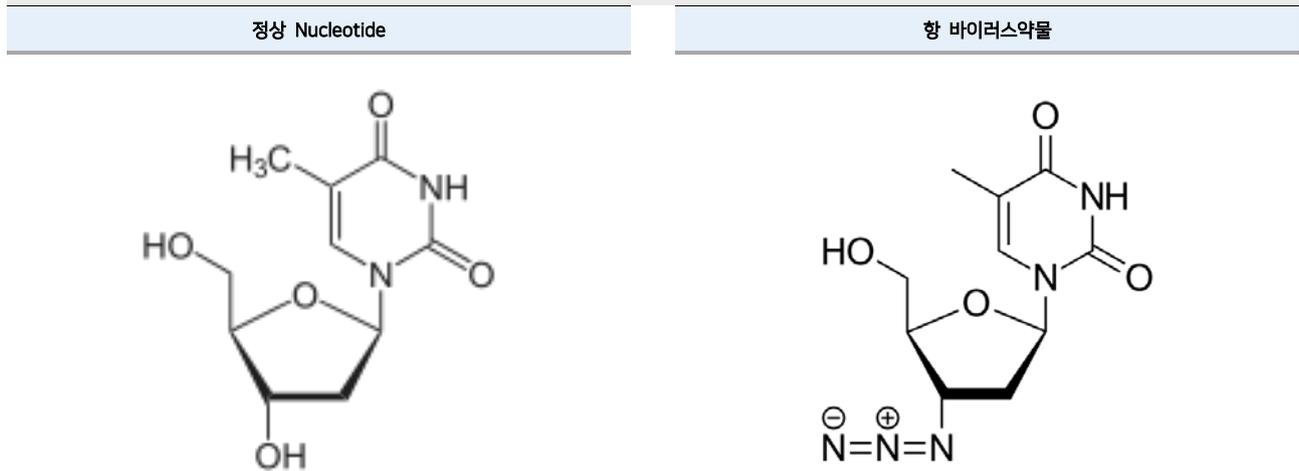


자료: Genetics Generation, 메리츠중금증권 리서치센터

바이러스에게 고장난 블록을 주면
더 이상 분열을 하지 못함

일반적으로 바이러스는 Code 하나하나의 재료가 되는 물질인 블록(Nucleotide)을 스스로 만들지 못하고 숙주인 인간의 세포 내 물질을 활용한다. 일종의 설계도인 DNA를 제작하는데 필요한 블록을 숙주세포로부터 훔치는 것이다. DNA를 만들지 못할 경우 대량 분열하여 숙주 세포 밖으로 퍼져나가지 못한다. 따라서 대부분의 항바이러스 약물들은 이러한 Nucleotide를 모방하여 만든다. 바이러스가 잘못된 블록을 먹고 체하게 만들어 더 이상 분열하지 못하도록 하는 개념이라 생각하면 쉽다.

그림45 설계도(DNA)의 재료인 정상 Nucleotide(좌, Thymidine)와 이를 모방하여 만든 항 바이러스제인 Zidovudine (우)



자료: wikipedia.org ,메리츠증권증권 리서치센터

자료: wikipedia.org ,메리츠증권증권 리서치센터

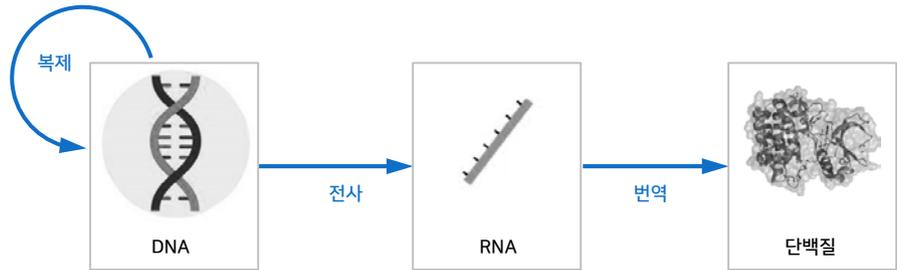
블록(Nucleotide) 여러 개를
조립하면 Oligonucleotide

Oligo- nucleotide 가 가진 무한한 가능성

일반적으로 Oligo-라는 단어가 어두에 붙으면 여러 개의, 몇 개의, 소수의 라는 뜻이 더해진다. Oligonucleotide는 Nucleotide가 수십 개 정도 연결된 블록 뭉치를 뜻한다. 1998년, 저명한 학술지인 Nature에는 이 블록 뭉치의 무한한 가능성을 증명한 흥미로운 논문이 게재되었다. RNA(일종의 Oligonucleotide)에 의해 유전자의 발현이 영향(interference)을 받는다는 내용이었다.

프랜시스 크릭이 주창한 '중심원리(Central Dogma)'에 따르면, DNA에서 RNA가, RNA에서 단백질이 만들어진다. 이러한 과정에서 세포에 삽입된 외부 RNA가 단백질 생성 과정에 영향을 미친다는 점이 밝혀진 것이다. 해당 연구는 학계에 큰 파장을 불러 일으켰고, 저자인 Andrew Zachary Fire와 Craig Cameron Mello는 2006년 노벨생리의학상을 수상하게 된다.

그림46 분자생물학의 중심원리(Central Dogma)

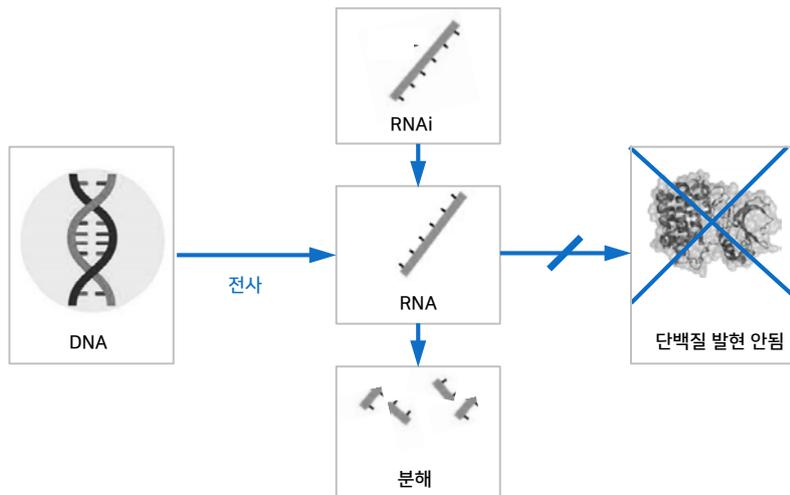


자료: 메리츠증권증권 리서치센터

블록 뭉치=새로운 치료제

이 개념은 추후 RNAi라는 이름으로 불리기 시작했고, 후속 연구를 통해 그 원리가 밝혀졌다. '설계도'인 DNA의 일부를 본떠 만든 '복사본'인 RNA가 외부 RNA에 의해 분해되어 '결과물'인 단백질의 발현이 억제된 것이었다.

그림47 RNAi의 개념도



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

4. 투자포인트

20년간 쌓아온 글로벌 수준의 개발, 생산 및 공급 경험

1) 안정적인 신약 원료물질 위탁생산 사업

에스티팜은 풍부한 Nucleotide 합성기술을 보유하고 있으며, 해당 기술을 바탕으로 원료의약품 공급을 약 20년간 진행해 왔다. 공개된 계약 중 BMS로 추정되는 파트너사와 체결한 Atazanavir공급건을 제외하고는 모두 Nucleotide 관련 약물이었다. 계약 상대방은 GSK, Novartis, Roche등 글로벌 주요 제약사다. 대부분의 계약이 5년 이상 장기간 지속된 점은 현재 진행중인 계약에 대해서도 안정적인 파트너십 유지를 기대할 수 있게 하는 부분이다.

표14 에스티팜의 CMO 사업 연혁

공급 기간	치료 질환	추정 성분	추정 구매사	비고
'88~'04	에이즈치료제 중간체	Zidovudine	GSK	특허 만료
'00~'12	에이즈치료제	Zidovudine	GSK	특허 만료 이후 공급
'02~'12	B형간염치료제 중간체	Telbivudine 중간체	Novartis	상업화 실패
'07~'15	C형간염치료제	RG-7128	Roche	개발 실패
'07~'15	B형간염치료제 중간체	Atazanavir 중간체	BMS	특허 만료
'13~	C형간염치료제	Sofosbuvir	Gilead	'29 특허 만료

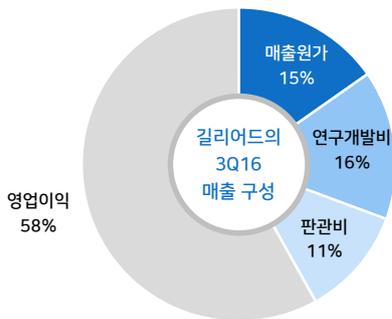
자료: 에스티팜, 메리츠증권증권 리서치센터

단계별 공정개발을 함께하는 신약 API 사업의 안정성

장기적인 수주, 가격 안정성 동반

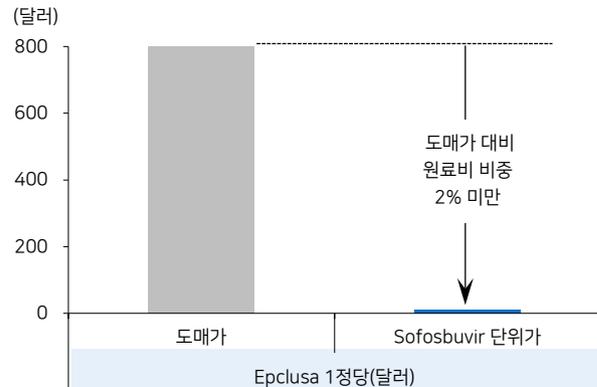
다른 산업의 위탁생산 사업과는 달리 제약/바이오 산업의 CMO사업은 장기적인 수주 안정성을 동반한다. GMP(우수의약품생산기준)라는 까다로운 품질관리 시스템 때문이다. GMP인증을 위한 절차에는 원료의 공장 내 반입부터 잔여 물질 폐기에 이르기 까지 방대한 양의 문서화 작업이 포함되어 있다. 담당자의 변경이나 원료 물질 구매처의 변경과 같은 사소한 상황까지 기록, 보고하도록 되어 있다. 따라서 기존 공급업체를 변경하는 경우는 흔치 않다. 또한 생산 이후 도매가 대비 원료의약품 가격이 차지하는 비중 역시 2% 미만으로 가격 인하에 대한 부담이 적은 사업 분야다.

그림48 길리어드의 매출액에서 원가가 차지하는 비중은 15%



자료: Gilead, 메리츠증권증권 리서치센터

그림49 Eplclusa 도매가 대비 에스티팜 공급 Sofosbuvir원료비



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

가장 핵심이 되는 원료인 Sofosbuvir 공급

길리어드 항 C형간염 치료제의 핵심원료 공급

동사는 길리어드에 신약API인 Sofosbuvir를 공급하고 있다. 길리어드가 출시한 3종의 C형 간염치료제들의 Backbone이 되는 성분이다. 간염 바이러스 중 C형에 의해 감염되는 대표적인 만성 간질환인 C형 간염은 이전까지 이렇다 할 치료방법이 없었던 질병이다. 특별한 증상은 없지만 방치할 경우 70%의 환자가 간암으로 발전한다.

그러던 중, 2013년 길리어드가 새로운 항바이러스제인 소발디를 출시했다. 소발디는 기존에 사용되어 왔던 치료제와 병용시 12주 혹은 24주만에 약 86%의 환자를 완치시켰다. 그 결과 12주 치료에 80,000달러, 약 1억원이라는 엄청난 치료비에도 불구하고 출시 직후인 2014년 103억달러의 매출액을 올렸다.

이후 Abbvie, Merck, BMS등에서 경쟁약물이 출시되었다. 길리어드는 추가로 앞선 치료제들의 단점을 극복한 Harvoni('14년), Epclusa('16년)를 출시하며 시장 점유율 하락을 방어하고 있다. Epclusa에 이어 현재 새로운 치료제(SOF/VEL/VOX, 3제 복합제)가 미국 FDA에 허가 신청 단계다. 길리어드가 출시했거나 출시 예정인 총 4개의 C형간염 치료제에는 모두 동사가 생산 및 공급하는 Sofosbuvir 400mg이 포함되어 있다.

표15 C형간염 치료제 비교표. 길리어드의 치료제에는 모두 에스티팜이 공급하는 Sofosbuvir가 포함되어 있다.

	Gilead				Abbvie	Merck	BMS
	Sovaldi	Harvoni	Epclusa	SOF/VEL/VOX	Viekira Pak	Zepatier	Daklinza
적응증 (US 기준)	GT 1, 2, 3, 4 (타 약제와 병용)	GT 1, 4, 5, 6 (단독 혹은 병용)	GT 1 ~ 6 (단독 혹은 병용)	GT 1 ~ 6 (미확정)	GT 1 (단독 혹은 병용)	GT 1, 4 (단독 혹은 병용)	GT 1, 3 (Sovaldi병용)
성분	Sofosbuvir 400mg	Sofosbuvir 400mg Ledipasvir 90mg	Sofosbuvir 400mg Velpatasvir 100mg	Sofosbuvir 400mg Velpatasvir 100mg Voxilaprevir 100mg	Ombitasvir 12.5mg Paritaprevir 75mg Ritonavir 50mg Dasabuvir 250mg	Elbasvir 50mg Grazoprevir 100mg"	Daclatasvir (30, 60, 90mg)
복용법	1일 1회 12주 or 24주	1일 1회 12주 or 24주	1일 1회 8주 or 12주	1일 1회 8주	포장된 약물 총 4정을 하루 두번 12주 or 24주	1일 1회 12주 or 16주	1일 60mg 1회 12주 or 24주
도매가(달러)	1,000	1,125	890	N/A	247.97	650	750
치료비용(달러)	80,000	94,500	74,500	N/A	83,319	54,600	63,000
'15년 매출액 (백만달러)	5,276	13,864	0	0	1,639	0	1,315
'20년 예상 매출액 (백만달러)	523	3,081	6,370	6,368	1,349	1,432	598
특허만료	'29년	'30년	'32년	'33년	'32년	'29년	'28년
치료율	84~90%	96%	98%	96% (8~12주 Epclusa 보다 높았음)	97%	95~98%	80~100%
특장점	최초 치료제	높은 완치율	거의 모든 유전자형에 작용 가격을 낮춤	치료기간 단축에 의한 가격 인하 효과 기대	Genotype 1b에 유용	가장 저렴한	Sovaldi와 병용시 효과 99~100%
단점	Interferon병용, 사실상 다른 치료제로 대체	가장 비쌌 위 pH를 높임, 위장관계 부작용			복용이 불편함 부작용 우려 있음	간독성 위험이 있음	Sovaldi를 병용해야 하는 경우 있음

주1: GT=Genotype(유전자형, C형간염 바이러스의 하위 종류)

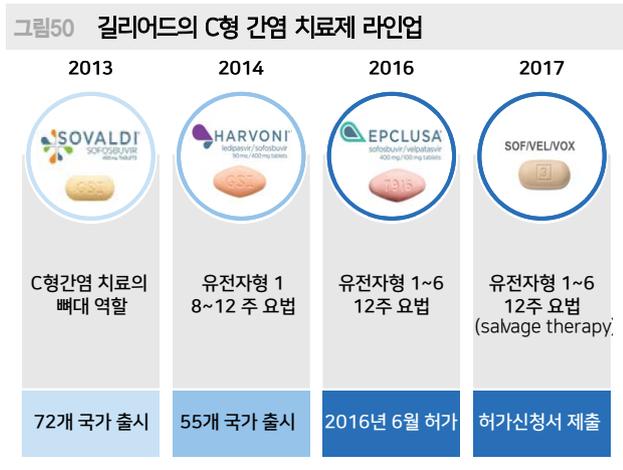
주2: 비교를 위해 간략하게 정리한 표로, 실제 각각의 치료제가 해당 유전자형을 치료하기 위한 방식은 세부적으로 차이가 있음

자료: Cortellis, 메리츠증권증권 리서치센터

추가 신약에도 Sofosbuvir 가 핵심 원료

C형간염 시장점유율 90%이상
유지 전망

경쟁 치료제의 등장에도 불구하고 길리어드는 지속적으로 연구 개발을 강행하여 '16년 6월 Epclusa를 출시했다. Epclusa는 기존 치료제들이 Genotype 1에만 강한 효과를 보였던 단점을 극복하고 사실상 모든 종류의 C형 간염 바이러스에서 좋은 효과를 보였다. 뿐만 아니라 추가로 허가 신청된 SOF/VEL/VOX는 Epclusa에 Voxilapervir라는 성분이 더해져, 치료 도중 내성이 발생한 환자까지도 커버할 수 있을 전망이다. 길리어드는 사실상 시장을 평정했고, 이제는 아직 진단되지 않은 환자들에 대한 캠페인을 통해 시장 자체 크기를 늘리는데 역량을 집중할 계획이다.

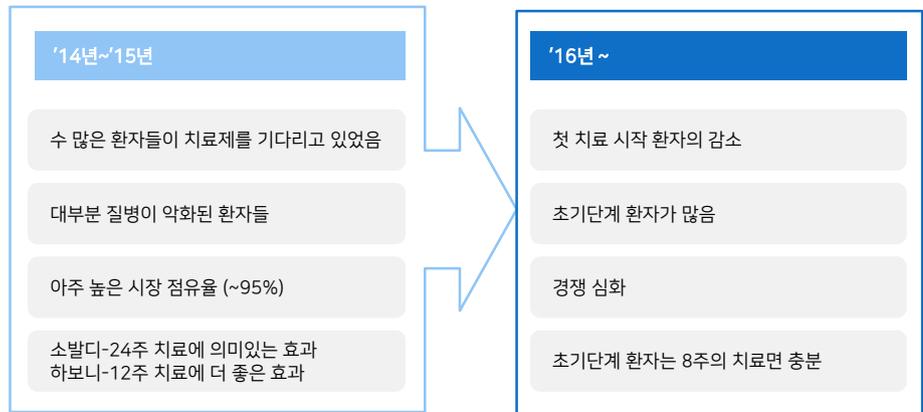


자료: Gilead, 메리츠증권증권 리서치센터



자료: Gilead, 메리츠증권증권 리서치센터

그림52 C형 간염 치료제 시장의 변화

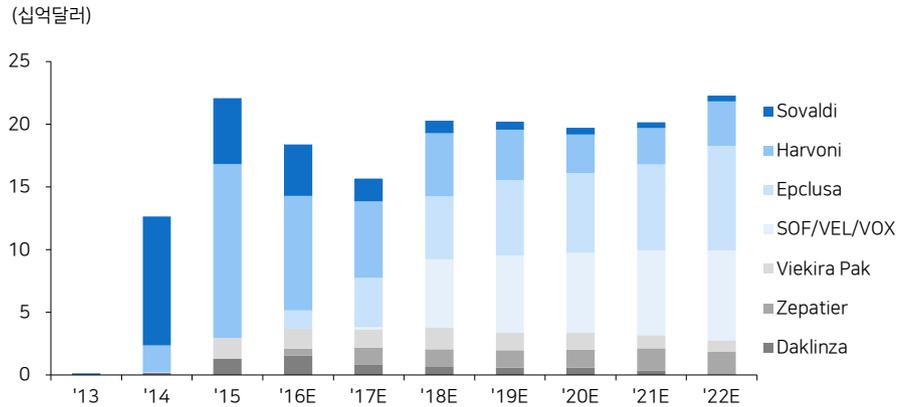


자료: Gilead, 메리츠증권증권 리서치센터

매출액 하락에 대한 우려는 과도: Sofosbuvir 매출액 전망

세계 C형 간염 치료제 시장은 경쟁 심화 및 약가 인하 압박에 따라 '17년도까지 감소하나, 내성 환자를 타깃할 수 있는(salvage therapy) SOF/VEL/VOX의 등장 에 따라 이후 '16년 수준을 유지할 수 있을 전망이다. 길리어드는 이 신약 출시효 과로 약 90%의 점유율 확보가 가능해진다.

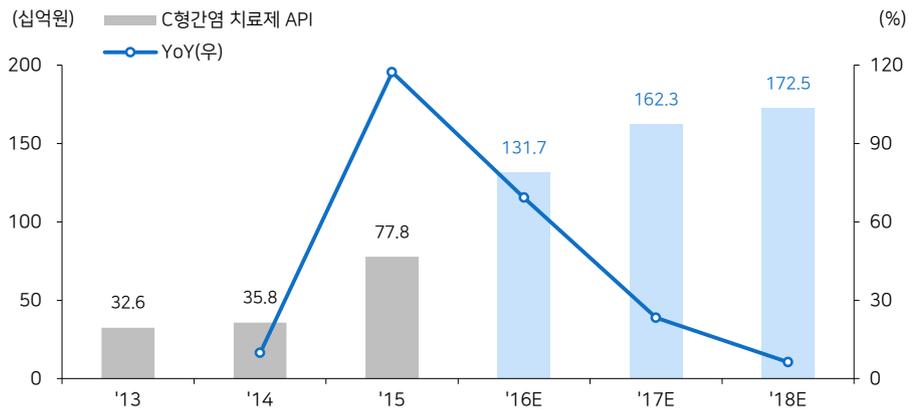
그림53 글로벌 C형 간염 치료제 시장 전망



자료: Cortellis, 메리츠증권증권 리서치센터

길리어드의 예상 매출액에서 각각의 치료제의 가격을 기준으로 판매 수량을 계산 하고 이를 이용해 향후 매출액을 추정했다. '17년과 '18년 각각 전년대비 23.2%, 6.3%씩 성장 가능하며, '18년 기준 1,725억원의 매출액이 발생할 전망이다.

그림54 Sofosbuvir 매출액 추정



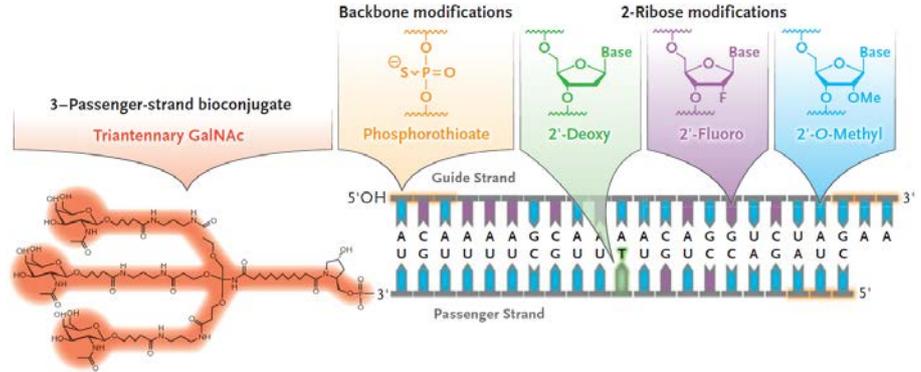
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

개화단계인 RNAi 치료제 시장

2) 새롭게 열리는 기회: Oligonucleotide 치료제 원료의약품 생산

향후 매출 성장성에 기여할 분야는 Oligonucleotide 치료제 관련 신약API다. 이제까지 의약품을 개발하기 위해서는 복잡한 단백질의 구조에 맞는 물질을 찾아야만 했다. 그런데 수십년간 몰두해왔던 단백질 조절 방식이 아닌 A, T, C, G라는 블록을 간단하게 조합한 RNAi를 이용해 단백질의 발현 자체를 조절할 수 있게 되었다. 약 20년 간, 수많은 연구자들이 RNAi 개념을 이용한 치료제 개발에 매달렸다. 하지만 RNA자체가 매우 불안정하고, 안정화 시킨다 하더라도 이것을 세포 안으로 전달할 수 있는 기술이 없었기 때문에 이러한 시도들은 대부분 실패로 돌아갔다. 과학자들은 지속적으로 RNA를 화학적으로 최적화시키려 노력해왔고 최근 그 결과들이 속속 등장하고 있다.

그림55 RNAi 치료제의 구조. Nucleotide 블록을 여러 개 연결하여 제작되었다.



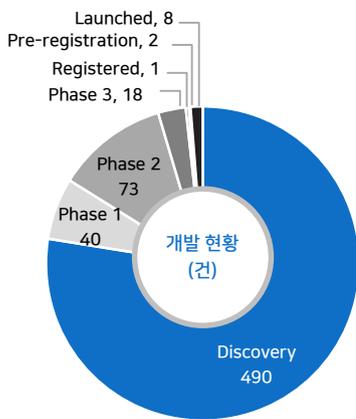
자료: NEJM(2017), 메리츠증권증권 리서치센터

전방 산업의 고속 성장으로
고품질 원료에 대한 수요 지속

활발한 임상 연구가 가져올 기회: 개발단계 Pipeline 632 개

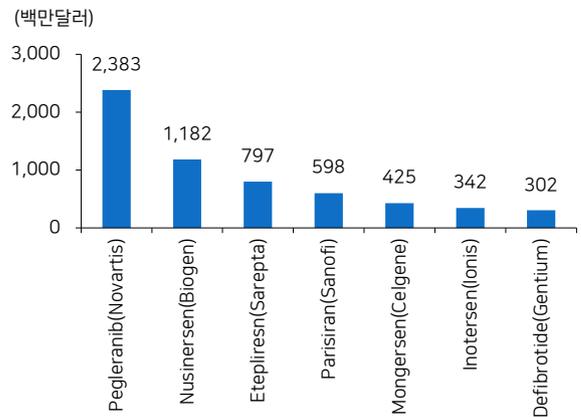
Cotellis Database에 따르면 현재 Oligonucleotide 기술을 이용하여 개발 중인 Pipeline은 총 632개에 이른다. 그 중 '21년 매출이 가장 기대되는 후보물질은 Novartis의 Pegleranib으로 연간 24억달러가 팔릴 전망이다. 관련 기술이전 사례로는 Celgene과 Nogra가 맺은 GED-0301의 세계 판권 계약이 약 26억달러 규모로 가장 컸다. 최근 열린 JP Morgan 헬스케어 컨퍼런스에서는 Novartis가 Ionis의 심혈관계 질환 치료제의 도입을 발표하면서 큰 화제가 되었다. 계약 규모는 역대 2번째인 16억달러에 달한다.

그림56 Oligonucleotide 치료제 개발 현황



자료: Cortellis, 메리츠중금증권 리서치센터

그림57 Oligonucleotide 치료제 '21 추정 매출액



자료: Cortellis, 메리츠중금증권 리서치센터

표16 Oligonucleotide관련 기술이전 사례 Top 10

계약일	원개발사	기술 도입사	계약내용	계약규모(백만달러)
'14.4	Nogra	Celgene	GED-0301의 세계 판권	2,575
'17.1	Ionis	Novartis	AKCEA-APO(a), AKCEA-APOC3-LRx의 세계 판권	1,655
'16.9	Ionis	GSK	RNAi기술 공동 개발	1,506
'10.5	Dicerna	Kyowa Hakko	DsiRNA의 공동 개발	1,400
'10.1	Regulus	Sanofi	microRNA의 공동 개발	1,177
'10.6	Ophthotech	Novartis	Fovista의 세계 판권	1,030
'12.10	Alnylam	Sanofi	RNAi치료제의 공동 개발	1,005
'12.10	miRagen	Servier	microRNA치료제의 공동 개발	1,000
'14.12	Geron	Janssen	imetalstat의 세계 판권	935
'16.5	WaVe	Pfizer	Nucleic acid치료제 공동 개발	911

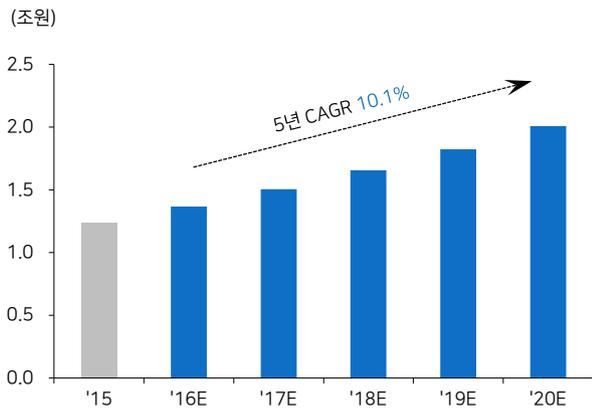
자료: Cortellis, 메리츠중금증권 리서치센터

2020년 시장 규모 약 2조원 전망

연간 10% 성장 분야
현재 capa. 증설 中

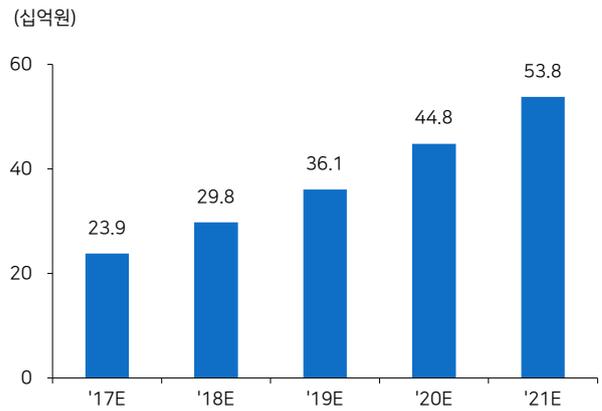
고속 성장이 전망되는 전방 산업으로 인해 '15년 약 1조 2,000억원 규모였던 올리고핵산치료제 API시장은 연간 10.1%씩 성장하여 '20년에는 약 2조원 규모로 성장할 전망이다. 동사는 이러한 글로벌 추세에 맞춰 최대 생산능력 약 1,500억원에 달하는 올리고핵산 전용공장 신축을 진행하고 있다. 공장 증축이 완료되고 관련 기관의 인증이 마무리되는 예상 시점은 '19년 하반기이며, 그에 따라 '20년부터는 본격적인 성장세에 접어들 전망이다.

그림58 올리고핵산API시장 전망



자료: 산업 자료, 메리츠증권증권 리서치센터

그림59 에스티팜의 올리고핵산API 매출액 추정



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림60 올리고핵산 전용생산시설이 들어설 반월공장 조감도



자료: 에스티팜, 메리츠증권증권 리서치센터

에스티팜(237690)

Income Statement

(십억원)	2014	2015	2016P	2017E	2018E
매출액			200.4	225.0	242.3
매출액증가율 (%)				12.3	7.7
매출원가			107.7	117.9	126.5
매출총이익			92.7	107.2	115.8
판매비와관리비			15.1	17.4	18.8
영업이익			77.6	89.8	97.0
영업이익률 (%)			38.7	39.9	40.0
금융수익			1.8	1.1	1.5
중속/관계기업관련손익			0.0	0.0	0.0
기타영업외손익			0.1	0.0	0.0
세전계속사업이익			79.5	90.9	98.5
법인세비용			15.3	20.2	21.9
당기순이익			61.4	70.7	76.6
지배주주지분 순이익			61.4	70.7	76.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2014	2015	2016P	2017E	2018E	
영업활동 현금흐름				62.0	63.9	81.3
당기순이익(손실)				61.4	70.7	76.6
유형자산감가상각비				10.6	11.1	11.0
무형자산상각비				0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감				-7.4	-16.8	-4.9
투자활동 현금흐름				-87.5	-33.5	-12.7
유형자산의 증가(CAPEX)				-20.6	-16.5	-20.2
투자자산의 감소(증가)				0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름				85.0	-4.3	-5.7
차입금증감				1.3	0.3	-0.1
자본의증가				179.3	0.0	0.0
현금의증가				58.1	26.0	62.9
기초현금				11.8	69.9	95.9
기말현금				69.9	95.9	158.8

Balance Sheet

(십억원)	2014	2015	2016P	2017E	2018E
유동자산			196.8	270.2	325.8
현금및현금성자산			69.9	95.9	158.8
매출채권			12.2	17.9	17.5
재고자산			59.7	80.9	81.2
비유동자산			148.1	152.8	162.6
유형자산			144.0	149.4	158.6
무형자산			1.0	1.1	1.3
투자자산			0.0	0.0	0.0
자산총계			344.9	423.0	488.4
유동부채			31.6	43.0	38.7
매입채무			6.1	8.1	7.1
단기차입금			0.0	0.0	0.0
유동성장기부채			0.0	0.0	0.0
비유동부채			4.4	5.8	5.3
사채			0.0	0.0	0.0
장기차입금			0.1	0.0	0.0
부채총계			35.9	48.8	44.0
자본금			9.2	9.2	9.2
자본잉여금			170.0	170.0	170.0
기타포괄이익누계액			-0.1	-0.1	-0.1
이익잉여금			129.8	195.0	265.1
비지배주주지분			0.0	0.0	0.0
자본총계			309.0	374.2	444.4

Key Financial Data

	2014	2015	2016P	2017E	2018E
주당데이터(원)					
SPS			12,554	12,175	13,108
EPS(지배주주)			3,848	3,826	4,145
CFPS			5,459	5,457	5,846
EBITDAPS			5,530	5,457	5,846
BPS			16,509	19,998	23,749
DPS			250	300	350
배당수익률(%)			0.6	0.7	0.8
Valuation(Multiple)					
PER			11.7	11.7	10.8
PCR			8.2	8.2	7.7
PSR			3.6	3.7	3.4
PBR			2.7	2.2	1.9
EBITDA			88.3	100.9	108.1
EV/EBITDA			8.0	6.5	5.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)			19.9	20.7	18.7
EBITDA 이익률			44.0	44.8	44.6
부채비율			11.6	13.1	9.9
금융비용부담률			0.3	0.0	0.0
이자보상배율(x)			148.2	5,641.0	5,745.6
매출채권회전율(x)			16.4	14.9	13.7
재고자산회전율(x)			3.4	3.2	3.0

Industry Indepth
2017. 2. 6

JW 생명과학 234080

기초수액 국내 1위, 세계 시장 도전

▲ 제약/바이오

Analyst **이태영**
02. 6098-6658
taeyoung.lee@meritz.co.kr

- ✓ 국내 기초수액 시장 점유율 1위 업체
- ✓ 필수약품인 수액의 안정적인 매출
- ✓ 영양수액 점유율 1위 달성에 힘입어 수익성 개선
- ✓ 세계 1위 수액 판매사인 박스터와의 공급계약을 통해 세계시장 진출
- ✓ '17년 EPS, BPS 기준 PER, PBR은 각각 12.9배, 2.0배

Not Rated

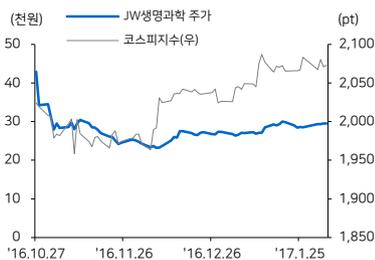
적정주가 (12개월) -
현재주가 (2.3) **29,500 원**
상승여력 -

KOSPI	2,073.16pt
시가총액	2,336억원
발행주식수	792만주
유동주식비율	49.89%
외국인비중	0.79%
52주 최고/최저가	42,950원 / 23,200원
평균거래대금	39.1억원

주요주주(%)	
JW홀딩스 및 특수관계자	50.1
에스케이이제스케이파마	7.6

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	11.74	N/A	N/A
상대주가	7.75	N/A	N/A

주가그래프



국내 수액시장 선두기업

입원환자의 치료에 필수적인 수액제제를 생산하는 JW 생명과학은 기초수액 및 영양수액 분야 국내 1위 시장 점유율을 차지하고 있다. 특히 지난 '13년 출시된 워너프는 기존 외국계 회사가 차지하고 있던 시장에서 차별화된 제품력을 기반으로 점유율을 확대해 '16년 3분기 기준 38.2%의 점유율을 달성했다. 그 결과 TPN(경관영양)분야 매출액은 3Q16 누적 기준 263억원을 기록했다. 이에 힘입어 수익성도 개선되었다. 기초수액의 약가 인하에 따라 '13년 8.3%로 하락한 영업이익률은 지난 3분기 17.1%로 성장하며 반등에 성공했다.

국내 시장에서 검증된 제품력으로 글로벌 시장 도전

글로벌 수액 1위 제약사 박스터의 물량 대응을 위해 2년간 총 250억원을 투자한 생산라인 증설이 마무리 단계에 접어들었다. 연내 euGMP 실사가 예정되어 있어 '18년 하반기 유럽시장 진출이 기대된다. 박스터와의 계약규모는 10년간 총 1조원 규모로, 시장에 성공적으로 진입할 경우 연간 약 1,000억원의 매출액이 추가될 전망이다.

안정성과 성장성을 고루 갖춘 수액 산업 대표주

'16년 실적은 매출액 1,336억원, 영업이익 209억원으로 추정된다. '17년은 매출액 1,487억원 영업이익 246억원 수준을 기대한다. '17년 예상 PER, PBR은 각각 12.9배, 2.0배다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2013	88.6	7.9	1.6	265	-63.6	8,784				2.3	121.8
2014	111.1	14.6	7.4	1,182	346.0	9,718				9.6	113.0
2015	126.0	18.7	12.9	1,625	37.5	10,462				15.6	117.2
2016E	133.6	20.9	14.5	1,827	12.4	12,289	15.9	2.4	4.8	14.9	99.7
2017E	148.7	24.6	18.1	2,289	25.3	14,578	12.9	2.0	3.8	15.7	84.1

1. 기업개요

JW 그룹의 수액 연구/제조 전담

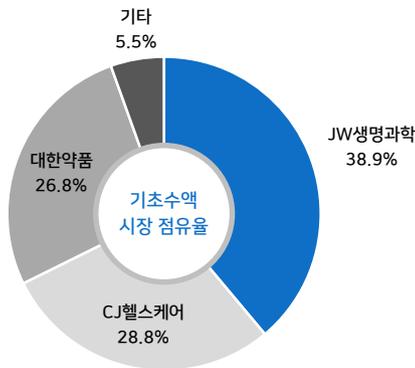
JW생명과학은 국내 수액시장 전통 강자인 JW그룹의 수액 연구개발/제조 전담 기업이다. '15년 기준 국내 기초수액시장 점유율 38.9%로 업계 1위다. '07년 국내 최초로 3챔버 영양수액을 출시하였으며, '13년에는 세계 상위 수액판매사인 박스터와 독점 공급 계약을 체결했다.

기초수액은 입원환자의 치료에 없어서는 안될 필수 의약품이다. 사람의 혈액에 직접 주입되기 때문에 멸균상태 및 최고수준의 이물질 제거 기술이 필요하다. 아이러니하게도 이러한 두가지 특징 때문에 전통적으로 높은 생산원가와 낮은 판매가격을 유지할 수밖에 없었던 분야였다.

3 챔버 영양수액 개발을 통한 수익성 개선

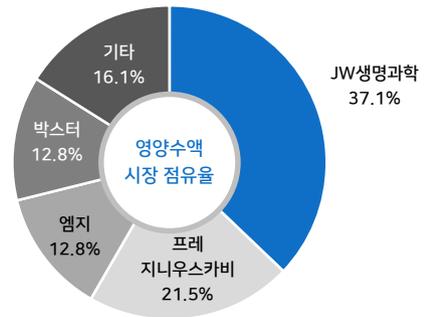
동사는 십 수년간 쌓아온 수액 생산 노하우를 마진이 높은 영양수액 분야에 적용하여 수익성 개선에 성공했다. '13년 출시한 3챔버 영양수액인 위너프는 출시 2년 만에 시장 점유율 1위를 차지했다. 뿐만 아니라 글로벌 수액 1위 판매사인 박스터와의 계약을 통해 세계 시장 진출을 눈앞에 두고 있다.

그림61 '15년 국내 기초수액 시장 점유율



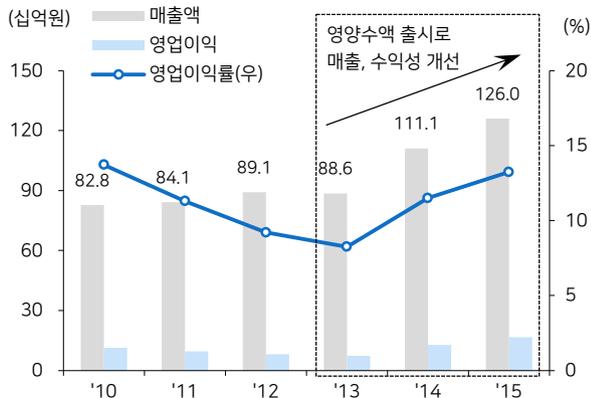
자료: JW생명과학, 메리츠증권증권 리서치센터

그림62 '15년 국내 영양수액 시장 점유율



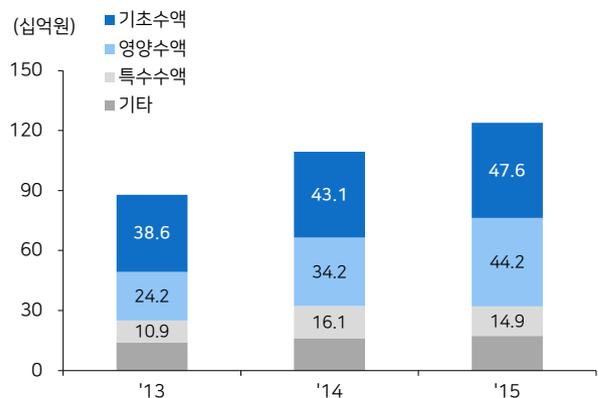
자료: JW생명과학, 메리츠증권증권 리서치센터

그림63 매출액 및 영업이익 추이



자료: JW생명과학, 메리츠증권증권 리서치센터

그림64 제품 분류별 매출액 추이



자료: JW생명과학, 메리츠증권증권 리서치센터

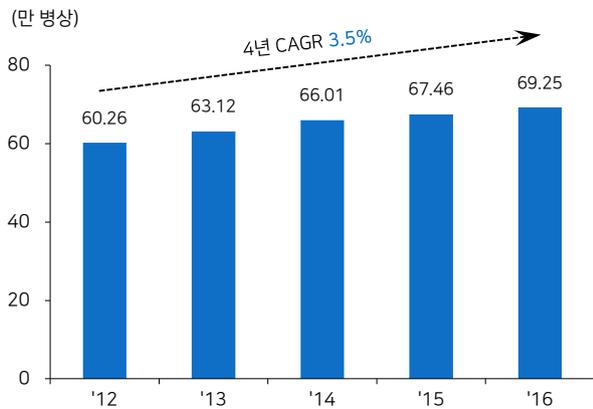
2. 투자 포인트

1) 안정적인 국내 시장

전방 시장의 안정적인 성장성

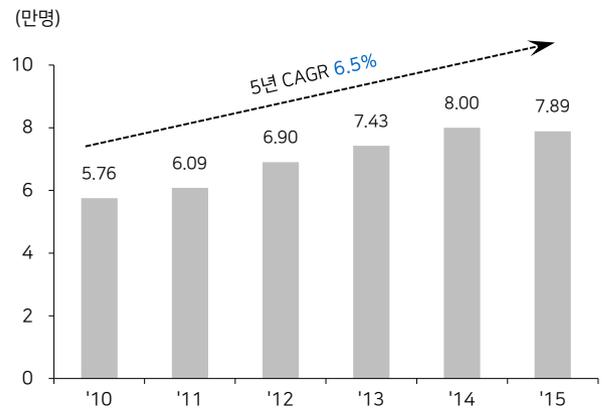
기초수액 시장규모의 척도가 되는 국내 병상 수는 '12년 약 60만 병상에서 '16년 약 70만 병상으로 연평균 3.5%씩 꾸준히 증가하고 있다. 영양수액을 투여 받는 환자 수는 이보다 높은 수준인 연평균 6.5%의 성장률을 보였다. '10년 5만 7,600명이었던 진료 환자수는 5년만에 50% 성장하여 '15년 7만 8,900명을 기록했다. 주요 판매사인 JW중외제약이 지난 수년간 국내 수액업계에서 쌓아온 영업 안정성과 시장 자체의 점진적 성장성은 탄탄한 실적의 밑거름이 될 전망이다.

그림65 국내 병상 수 추이



자료: 건강보험심사평가원, 메리츠증권 리서치센터

그림66 경관영양(TPN) 진료 환자수 추이



자료: 건강보험심사평가원, 메리츠증권 리서치센터

충분한 생산능력 확보

최대 생산능력 1억 8,000만 Bag

동사는 당진에 세계 최대 수준의 Non-PVC 수액생산 인프라를 확보하고 있다. 박스터社와의 수출계약에 대비하여 지난 2년간 약 250억원 규모의 신규 라인 투자를 진행했다. 연간 1억 2,000만 Bag의 생산능력이 확보될 예정이다. 이는 생산 인력 2부제 기준으로 3부제 시행 시 연간 최대 1억 8,000만 Bag까지 확장 가능하다.

그림67 JW중외그룹의 당진생산단지



자료: JW생명과학, 메리츠증권 리서치센터

국내 시장에서 증명된 제품
위너프

2) 국내에서 경쟁력이 입증된 제품의 세계 시장 진출

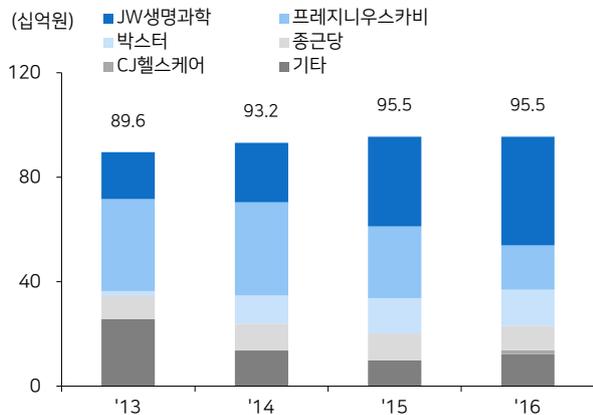
'13년 12월 출시된 위너프 시리즈는 외국계 수액제조사인 프레지니우스카비가 40% 가량 독점하고 있던 시장을 뒤집으며 '16년 점유율 38.2%를 달성했다. 이는 1) 경쟁 제품 대비 적은 총 부피로 동일한 열량을 제공하면서, 2) 간손상에 대한 우려가 적고 면역 증진 등 치료효과가 기대되는 오메가-3의 함량이 가장 높고, 3) 임상 3상을 통해 그 효과를 확인한 점 등이 작용한 결과라 판단한다.

표17 영양수액 구성성분 비교

제조(판매)사	JW생명과학	프레지니우스카비	박스터	종근당
제품명	Winuf peri 1450	SmofKabi 1500 peri	PeriolimeIN4E peri	Nutriflex peri
가격(원)	50,988	37,166	32,932	26,180
총 부피(mL)	1,450	1,448	1,500	1,250
총 열량(kcal)	1,000	1,000	1,050	955
단백질/ml	0.03	0.03	0.03	0.03
열량/ml	0.69	0.69	0.70	0.76
지질구성(비율)				
TG	25%	30%		50%
Fish Oil(Omega-3)	20%	15%		
Olive Oil	25%	25%	80%	
Soybean Oil	30%	30%	20%	50%
'16년 시장 점유율	29.25	11.77	10.6	8.27

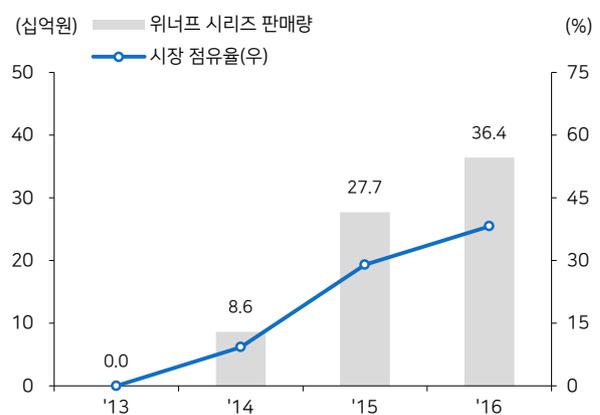
자료: 한양대학교병원, 약학정보원, 메리츠증권증권 리서치센터

그림68 국내 영양수액 시장 추이



주: 각 년도 3분기 기준 지난 1년 실적(ex. 4Q15~3Q16)
자료: IMS, 메리츠증권증권 리서치센터

그림69 국내 위너프 시리즈 판매량 및 점유율



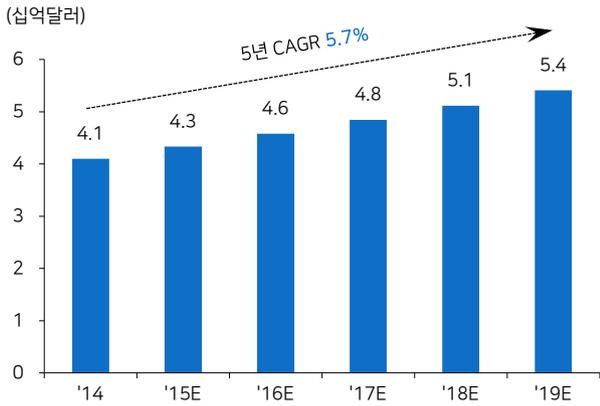
주: 각 년도 3분기 기준 지난 1년 실적(ex. 4Q15~3Q16)
자료: IMS, 메리츠증권증권 리서치센터

세계 1위 업체와 전 세계 독점판매 계약 체결

이머징 마켓 판매 진행 중
 '18년 하반기 유럽시장 진출 전망

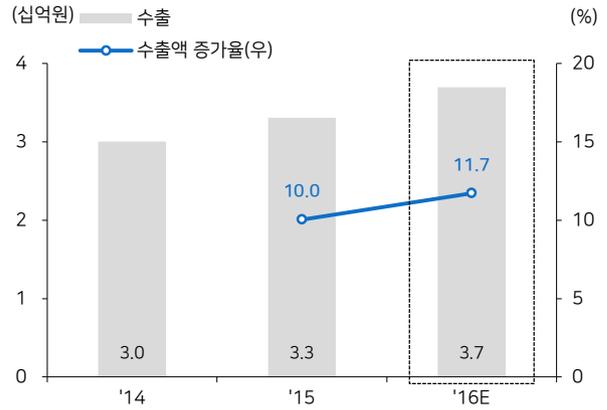
지난 '13년 세계 1위 수액 판매업체인 박스터와 위너프의 독점 공급계약을 체결했다. 한국을 제외한 전 세계를 대상으로 향후 10년간 총 1조원 규모의 수액을 공급하기로 했다. 당진공장의 euGMP, cGMP 인증 과정이 진행 중이다. '17년중에 euGMP 획득을 위한 실사가 예정되어 있으며, 규제기관의 인증 과정이 마무리되는 '18년 하반기에는 본격적인 유럽시장 진출이 가능할 전망이다.

그림70 세계 영양수액 시장 전망



자료: Transparency Market Research, 메리츠증권증권 리서치센터

그림71 JW생명과학 영양수액 수출 실적



자료: JW생명과학, 메리츠증권증권 리서치센터

Industry Indepth
2017. 2. 6

씨엠에스에듀 225330

가맹점 확대로 지속 성장!

▲유틸리티/운송/스몰캡

Analyst **김승철**
02. 6098-6666
seungchurl.kim@meritz.co.kr

RA **김정섭**
02. 6098-6663
jeongseop.kim@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) **42,500 원**
현재주가 (2.3) **24,900 원**
상승여력 **70.7%**

KOSDAQ	609.21pt
시가총액	1,052억원
발행주식수	423만주
유동주식비율	48.04%
외국인비중	2.03%
52주 최고/최저가	32,500원 / 21,900원
평균거래대금	2.7억원

주요주주(%)	
청담러닝 및 특수관계자	53.0
KoFC포스코한화KB동반성장제2호PEF	10.1

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-0.40	-17.55	N/A
상대주가	1.45	-4.47	N/A

주가그래프



- ✓ 4Q16 영업이익 36억원 추정
- ✓ 직영점 확대로 수강료 수입 증가세 지속
- ✓ 수학 사교육 시장은 여전히 성장 중
- ✓ '16년 기준 예상 배당 수익률 4.8%로 양호

이제는 수학이다! 수학 사교육 시장 확대 수혜

수학 사교육 수요 증가로 가맹점이 늘어나면서 학생 수가 늘고 있다. 국내 사교육 영어 시장은 성숙 단계이지만 수학 사교육 시장은 여전히 성장 중이다. 가맹점이 늘면서 성장세가 이어진다.

'18 학년도 대학수학능력시험에서 영어영역이 절대평가로 바뀌면서 수학 변별력이 커진다. 조기 수학 사교육 수요로 연결될 공산이 크다.

성장과 배당 매력, 둘 다 겸비

'16년 예상 주당 배당금은 1,200 원이다. 전일 증가 기준 배당수익률 4.8%로 양호하다. 올해에도 직영점 추가 오픈으로 성장세가 이어진다. 성장과 배당 매력 둘 다 갖추어 투자 매력이 높다.

현재 가맹점 중 직영점은 25 곳이다. '17년에는 30 곳으로 늘어나고 '18년에는 35 곳으로 매년 늘어날 계획이다.

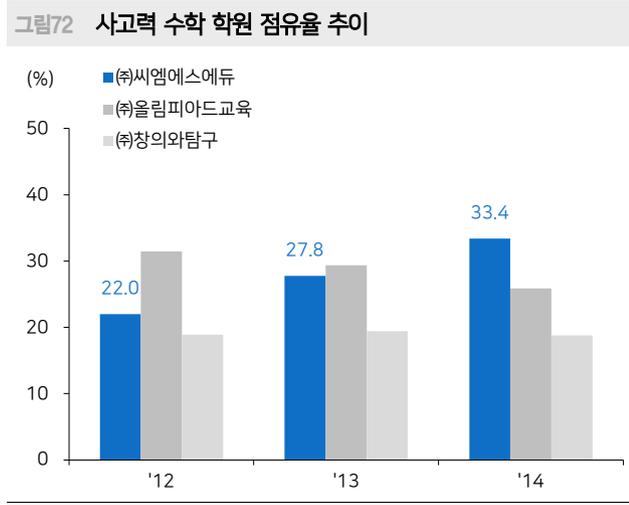
4Q16 영업이익 36억원 추정

4Q16 매출액 158 억원, 영업이익 36 억원을 기록할 전망이다. 전분기 영업이익 12 억원보다 크게 증가하는데 이는 비수기였던 영재관 매출액이 4 분기 들어 계절적 성수기를 맞기 때문이다. 전년대비 증가세가 여전히 이어지고 있다.

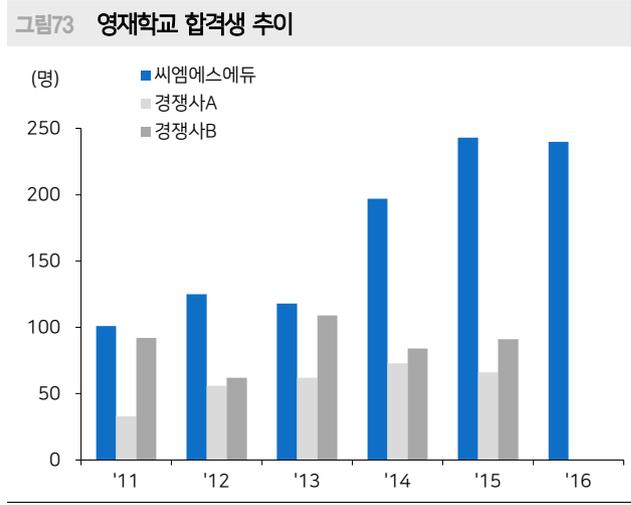
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2014	40.0	7.6	6.1	1,824		3,496			-0.7	46.1	74.2
2015	48.2	8.8	7.1	2,118	16.1	3,885			-0.9	50.0	90.3
2016E	58.6	10.9	8.5	2,128	0.5	8,544	12.3	3.1	7.0	22.4	43.9
2017E	67.5	12.9	10.2	2,417	13.6	9,553	10.3	2.6	5.7	25.5	20.6
2018E	79.3	15.2	12.1	2,872	18.8	10,717	8.7	2.3	4.7	27.3	18.7

구분	상대평가(현행)	절대평가('18학년도 수능)
특징	- 수험생 성적이 전체 응시자 중 몇 등인지 순위를 매겨 등급 부여	- 순위와 상관없이 수험생 점수를 평가, 일정 기준을 넘으면 등급 부여
점수 산정	- 9등급제 (예시) 1등급: 상위 4% 2등급: 상위 4~11% 등	- 4~5등급제 또는 9등급제 중 결정 (예시) 1등급: 90점 이상, 2등급: 80점 이상
수능 성적표	- 등급, 표준점수, 백분위 표시	- 등급만 표시

자료: 교육과학기술부, 메리츠증권증권 리서치센터



자료: 씨엠에스에듀, 메리츠증권증권 리서치센터



자료: 씨엠에스에듀, 메리츠증권증권 리서치센터

(십억원)	'14	'15	'16E	'17E	'18E
출점 현황(개)	61	64	69	75	81
직영점	18	21	25	30	35
가맹점	43	43	44	45	46
매출액	40.0	48.2	58.6	67.5	79.3
증감율(%)	25.6	20.4	21.6	15.1	17.4
수강료	34.3	41.8	46.5	57.0	67.1
교재	4.9	5.7	6.7	7.5	8.3
프랜차이즈 및 기타	0.8	0.7	1.0	1.5	1.7
영업비용	32.5	39.4	47.7	54.6	64.1
재고자산사용	0.4	0.3	0.5	0.5	0.5
종업원급여	4.1	5.1	6.0	6.3	6.6
감가상각비	1.9	2.2	2.6	2.8	2.8
지급임차료	3.7	4.3	5.1	5.8	7.2
강사료	15.3	19.2	23.0	28.4	34.7
기타영업비용	7.0	8.2	10.0	10.8	12.3
영업이익	7.6	8.8	10.9	12.9	15.2
영업이익률%	18.9	18.4	18.6	19.1	19.2

자료: 씨엠에스에듀, 메리츠증권증권 리서치센터

씨엠에스에듀(225330)

Income Statement

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	40.0	48.2	58.6	67.5	79.3
매출액증가율 (%)	#DIV/0!	20.4	21.6	15.1	17.4
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	40.0	48.2	58.6	67.5	79.3
판매비와관리비	32.5	39.4	47.7	54.6	64.1
영업이익	7.6	8.8	10.9	12.9	15.2
영업이익률 (%)	18.9	18.4	18.6	19.1	19.2
금융수익	0.3	0.1	0.1	0.2	0.4
중속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	7.8	9.1	11.0	13.1	15.6
법인세비용	1.7	2.0	2.5	2.9	3.5
당기순이익	6.1	7.0	8.5	10.2	12.1
지배주주지분 순이익	6.1	7.1	8.5	10.2	12.1

Balance Sheet

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	8.5	15.2	29.4	25.6	30.6
현금및현금성자산	6.8	9.0	22.1	17.4	21.1
매출채권	1.2	1.3	1.3	1.3	1.4
재고자산	0.3	0.3	0.3	0.4	0.5
비유동자산	14.5	13.5	25.1	25.0	24.8
유형자산	2.9	3.0	14.6	14.5	14.4
무형자산	1.5	2.1	1.9	1.7	1.6
투자자산	9.0	7.2	7.3	7.4	7.6
자산총계	23.0	28.7	54.5	50.6	55.4
유동부채	9.1	10.0	13.0	4.8	4.7
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	0.0	0.1	8.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	0.7	3.7	3.7	3.8	4.1
사채	0.0	1.8	1.6	1.6	1.6
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	9.8	13.6	16.6	8.6	8.7
자본금	0.7	1.7	2.1	2.1	2.1
자본잉여금	1.1	0.1	19.1	19.1	19.1
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	11.3	12.6	16.1	20.2	24.9
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	13.2	15.1	37.9	42.0	46.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동 현금흐름	10.7	10.2	3.6	12.2	14.0
당기순이익(손실)	6.1	7.0	8.5	10.2	12.1
유형자산감가상각비	1.7	2.0	2.4	2.6	2.7
무형자산상각비	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
운전자본의 증감	2.2	0.1	-7.5	-0.8	-1.0
투자활동 현금흐름	-3.8	-5.0	-15.2	-3.4	-3.7
유형자산의 증가(CAPEX)	-2.2	-2.0	-14.1	-2.5	-2.6
투자자산의 감소(증가)	-9.0	1.9	-0.1	-0.1	-0.1
재무활동 현금흐름	-5.0	-3.1	24.6	-13.5	-6.5
차입금증감	0.0	2.8	7.8	-8.0	0.0
자본의증가	1.8	0.0	19.4	0.0	0.0
현금의증가	1.8	2.2	13.1	-4.7	3.8
기초현금	5.0	6.8	9.0	22.1	17.4
기말현금	6.8	9.0	22.1	17.4	21.1

Key Financial Data

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당데이터(원)					
SPS	12,012	14,459	14,698	16,051	18,851
EPS(지배주주)	1,824	2,118	2,128	2,417	2,872
CFPS	7,594	3,603	3,382	3,728	4,300
EBITDAPS	2,842	3,325	3,382	3,728	4,300
BPS	3,496	3,885	8,544	9,553	10,717
DPS	2,475	2,890	1,200	1,450	1,750
배당수익률(%)	0.0	0.0	4.6	5.5	6.6
Valuation(Multiple)					
PER			12.3	10.3	8.7
PCR			7.7	6.7	5.8
PSR			1.8	1.6	1.3
PBR			3.1	2.6	2.3
EBITDA	9.5	11.1	13.5	15.7	18.1
EV/EBITDA	-0.7	-0.9	7.0	5.7	4.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	46.1	50.0	22.4	25.5	27.3
EBITDA 이익률	23.7	23.0	23.0	23.2	22.8
부채비율	74.2	90.3	43.9	20.6	18.7
금융비용부담률	0.0	0.1	0.5	0.5	0.2
이자보상배율(x)	19,476.2	136.3	35.2	42.4	127.2
매출채권회전율(x)	32.6	38.8	45.9	51.6	59.1
재고자산회전율(x)	129.4	163.2	188.0	183.4	185.0

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 2월 6일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 2월 6일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 2월 6일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자: 김승철, 이재환, 구성진, 이태영, 김정섭)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

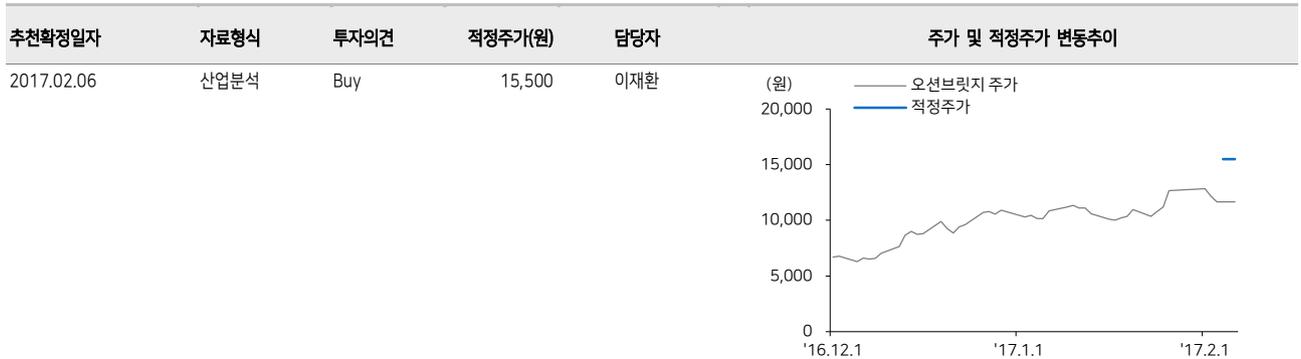
기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상 Trading Buy 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만 Hold 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만 Sell 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

투자의견 비율

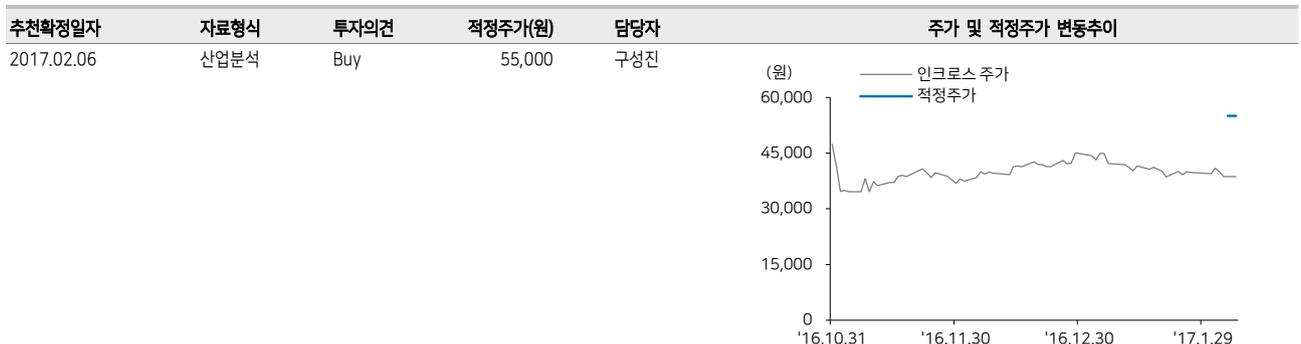
투자의견	비율
매수	92.7%
중립	7.3%
매도	0.0%

2016년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

오션브릿지(241790) 투자등급변경 내용

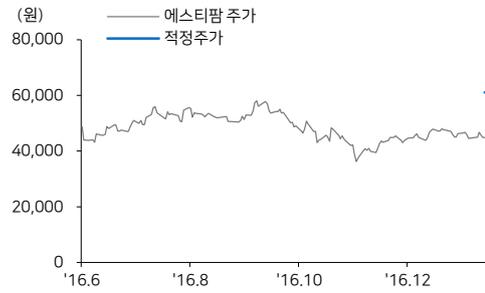


인크로스(216050) 투자등급변경 내용



에스티팜(237690) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2017.02.06	산업분석	Buy	61,000	이태영	



씨엠에스에듀(225330) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2016.09.28	기업분석	Buy	42,500	김승철	
2016.11.02	기업브리프	Buy	42,500	김승철	
2017.01.16	산업분석	Buy	42,500	김승철	
2017.02.06	산업분석	Buy	42,500	김승철	

