



## BUY (Upgrade)

목표주가: 45,000원

주가(2/22): 35,400원

시가총액: 9,287억원


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

## Stock Data

KOSDAQ (2/22)	870.22pt
52주 주가동향	최고가
최고/최저가 대비	40,200원
등락률	-11.94%
수익률	절대 상대
1W	-2.5%
1M	19.2%
1Y	4.0%
	-2.2%
	-11.8%
	-25.8%

## Company Data

발행주식수	26,234천주
일평균 거래량(3M)	290천주
외국인 지분율	17.25%
배당수익률(17E)	0.00%
BPS(17E)	5,565원
주요 주주	전총운 외 24인
	33.37%

## 투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017P	2018E	2019E
매출액	737	877	1,056	1,280
보고영업이익	101	140	196	266
핵심영업이익	101	140	196	266
EBITDA	166	199	257	325
세전이익	94	30	198	284
순이익	72	41	158	227
지배주주지분순이익	71	40	157	226
EPS(원)	272	154	600	860
증감률(%YoY)	5.1	-43.4	290.5	43.4
PER(배)	128.7	227.5	58.3	40.6
PBR(배)	6.5	6.3	5.7	5.0
EV/EBITDA(배)	53.4	44.9	34.1	26.7
보고영업이익률(%)	13.7	15.9	18.6	20.8
핵심영업이익률(%)	13.7	15.9	18.6	20.8
ROE(%)	5.2	2.8	10.3	13.1
순부채비율(%)	-23.9	-20.6	-27.2	-28.4

## Price Trend

 실적 리뷰

## 씨젠(096530)

## 검증은 충분했고 본격 성장의 원년 기대



씨젠은 어제 오후 장 종료 후 실적을 발표했습니다. Allplex기기 출시 이후 장비와 시약 전부 빠른 성장 가도를 보이고 있습니다. ODM 계약으로 글로벌 수준의 기술력을 입증했다면 이제 글로벌 업체들 사이에서 두각을 나타내는 외형 성장을 보여줄 것이라고 판단합니다. 환율의 악조건 속에서도 보여준 높은 성장을 중 특히 장비 설치대수 증가에 주목해야 합니다.

## &gt;&gt;&gt; 목표가 45,000원으로 상향, 투자의견 'BUY' 상향

목표가를 45,000원으로 상향하고 투자의견 'BUY'로 상향합니다. 목표가를 상향하는 이유는 향후 성장성에 대한 추정치 상향에 의한 것이고 투자의견을 상향하는 이유는 1) Allplex 신규고객 빠른 증가세로 향후 시약 매출 성장으로 선순환을 기대하고, 2) 지속적인 연구개발을 통해 구축한 시약 개발 자동화로 이전보다 빠른 시약 개발과 확산이 기대되며, 3) 장기적으로 작년 써모피셔와의 파트너쉽을 통한 북미시장진출이 가시화되었기 때문이다. 여러 건의 ODM계약으로 기업의 기술력 인증은 충분히 입증되었다고 판단한다. Allplex장비의 시장에서의 높은 반응도 지금까지보다 더 높은 외형 성장을 보여주는 전초 기류로 올해 외형확장도 기대할 수 있다.

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

연결기준 4분기 매출액은 전년동기 대비 19.5% 증가한 241억원을 기록했다. 호흡기 성수기 효과 및 소화기 호조로 시약 매출이 증가함과 동시에 지난 분기에도 이어 Allplex 신규고객이 빠른 증가세로 장비 매출이 증가했다는 점에 기인한다. 장비 매출 비중 증가로 GP마진은 하락했지만 향후 시약 매출의 전조라는 점에서 지속적으로 다시 상승할 것으로 판단한다. 환율 환경이 좋지 않은 상황에서의 호실적이다.

인원 증가 및 시설 확장으로 판관비 증가에도 불구하고 영업이익은 39억원으로 작년 대비 두 자릿수 성장하였다는 점도 긍정적이다. Allplex 신제품 매출 증가가 지속될 것이라는 점을 감안하면 비용 증가세는 합리적이다. 환율 환경으로 인한 평가손실로 세전이익은 적자 전환했지만 외형과 이익 성장세를 확인할 수 있는 실적으로 판단한다.

## &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 것이다. Allplex의 기기 설치 성장속도가 빠르다. 올해 90%가 넘는 확장을 기대하며 하반기까지 인증 제품 확대도 기존보다 빠르게 추가될 것으로 기대된다. 또한 써모피셔 싸이언티픽(Thermo Fisher Scientific)의 신제품 장비에 공급하는 시약 개발을 연내 완료 가능할 것으로 기대한다. 올해 사업가치의 뚜렷한 성장을 확인하며 내년에는 북미 진단제품 허가와 ODM 성과가 여물 것으로 보인다.

## 제품군별 매출액

(단위 : 억원)

	4Q16	3Q17	4Q17(P)	QoQ	YoY
<b>제품</b>	<b>150</b>	<b>144</b>	<b>162</b>	12.6%	8.1%
호흡기	66	50	61	20.4%	-8.7%
여성건강	64	61	58	-4.2%	-9.1%
기타	19	33	43	31.8%	122.8%
<b>상품 (장비)</b>	<b>52</b>	<b>59</b>	<b>79</b>	33.4%	52.6%
<b>합계</b>	<b>202</b>	<b>203</b>	<b>241</b>	18.7%	19.5%

자료: 씨젠, 키움증권 리서치센터

## 지역별 매출액

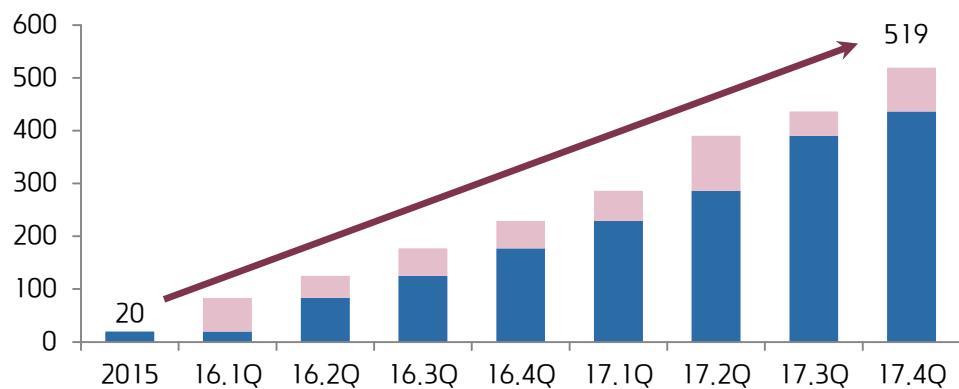
(단위 : 억원)

	4Q16	3Q17	4Q17(P)	QoQ	YoY
국내	48	33	43	31.7%	-9.5%
해외합계	154	170	197	16.1%	28.6%
미국	34	26	32	22.8%	-5.8%
유럽	89	97	137	41.7%	53.4%
아시아/중동	30	47	28	-39.9%	-6.0%
<b>합계</b>	<b>202</b>	<b>203</b>	<b>241</b>	<b>18.7%</b>	<b>19.5%</b>

자료: 씨젠, 키움증권 리서치센터

## Allplex 도입 장비 확대 꾸준히 증가세

(대)



자료: 씨젠, 키움증권 리서치센터 / 주 : 장비 대수는 누적 대수

## 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

## Valuation

(십억원)	Multiple	Value	비고
영업가치(ODM 매출 제외)			
2018 EBITDA	623	23.2	27 코스닥 제약업종 12m forward EV/EBITDA 3개월 평균
ODM 사업가치			
Qiagen		169	
Becton Dickinson		243	
Hologic		123	
ODM 사업가치 합계		535	
기업가치 (영업가치+ODM사업가치)		1,158	
순차입금		(1)	
주주가치		1,157	
주식수 (주)		26,093,445	
적정주가 (원)		44,328	

자료: 씨젠, 키움증권 리서치센터

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	651	737	877	1,056	1,280
매출원가	184	213	294	340	395
매출총이익	467	524	582	715	885
판매비및일반관리비	381	424	443	519	617
영업이익(보고)	86	101	140	196	267
영업이익(핵심)	86	101	140	196	267
영업외손익	3	-7	-110	1	17
이자수익	8	11	8	9	10
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	30	26	4	30	36
이자비용	16	22	30	25	25
외환손실	12	15	58	24	17
관계기업지분법손익	1	-5	-14	0	0
투자및기타자산처분손익	1	0	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	0	2	-1	1	1
기타	-9	-4	-18	11	13
법인세차감전이익	89	94	30	198	285
법인세비용	21	23	-10	40	57
유효법인세율 (%)	24.0%	23.9%	-34.0%	20.0%	20.0%
당기순이익	68	72	41	158	228
지배주주지분순이익(억원)	68	71	40	157	227
EBITDA	147	166	199	257	326
현금순이익(Cash Earnings)	128	137	100	219	287
수정당기순이익	67	70	42	157	227
증감율(% YoY)					
매출액	1.1	13.1	19.0	20.4	21.3
영업이익(보고)	-22.3	16.8	38.7	40.5	36.0
영업이익(핵심)	-22.3	16.8	38.7	40.5	36.0
EBITDA	-12.6	13.4	19.5	29.4	26.9
지배주주지분 당기순이익	-25.9	5.1	-43.4	290.5	43.9
EPS	-28.6	5.1	-43.4	290.5	43.9
수정순이익	-26.7	4.0	-40.1	276.1	44.2

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	1,518	1,557	1,620	1,814	2,068
현금및현금성자산	409	498	435	545	595
유동금융자산	359	340	364	395	431
매출채권및유동채권	602	583	674	704	837
재고자산	148	136	146	170	206
기타유동금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	423	519	517	522	529
장기매출채권및기타비유동채권	63	60	71	86	104
투자자산	30	35	24	28	33
유형자산	112	165	191	198	203
무형자산	192	224	198	175	156
기타비유동자산	25	35	33	35	33
자산총계	1,940	2,076	2,137	2,336	2,597
유동부채	115	147	162	201	234
매입채무및기타유동채무	77	86	102	137	166
단기차입금	26	34	34	35	35
유동성장기차입금	1	7	7	7	7
기타유동부채	10	20	19	22	26
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	674	715	749
자본금	131	131	131	131	131
주식발행초과금	793	793	793	793	793
이익잉여금	450	517	557	714	941
기타자본	-23	-21	-21	-21	-21
지배주주지분자본총계	1,351	1,420	1,460	1,617	1,844
비지배주주지분자본총계	2	3	3	4	5
자본총계	1,353	1,422	1,463	1,621	1,849
순차입금	-310	-339	-301	-440	-526
총차입금	459	499	499	500	500

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	41	166	16	189	133
당기순이익	68	72	41	158	228
감가상각비	30	39	33	38	40
무형자산상각비	30	27	26	23	20
외환손익	-18	-4	54	-6	-19
자산처분손익	1	1	0	0	0
지분법손익	-1	5	14	0	0
영업활동자산부채 증감	-126	-21	-97	-30	-154
기타	56	48	-54	6	19
투자활동현금흐름	-315	-98	-83	-82	-84
투자자산의 처분	-241	3	-27	-35	-41
유형자산의 처분	2	2	0	0	0
유형자산의 취득	-32	-59	-59	-45	-45
무형자산의 처분	-44	-48	0	0	0
기타	1	4	3	-3	2
재무활동현금흐름	486	19	5	4	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	3	1
현금및현금성자산의순증가	214	89	-62	110	50
기초현금및현금성자산	195	409	498	435	545
기말현금및현금성자산	409	498	435	545	595
Gross Cash Flow	167	186	114	219	287
Op Free Cash Flow	-77	14	90	143	74

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	258	272	154	600	863
BPS	5,149	5,412	5,565	6,165	7,029
주당EBITDA	559	634	758	980	1,244
CFPS	488	523	379	835	1,094
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	146.6	128.7	227.5	58.3	40.5
PBR	7.4	6.5	6.3	5.7	5.0
EV/EBITDA	65.6	53.4	44.9	34.1	26.6
PCFR	77.5	66.8	92.1	41.9	32.0
수익성(%)					
영업이익률(보고)	13.3	13.7	15.9	18.6	20.9
영업이익률(핵심)	13.3	13.7	15.9	18.6	20.9
EBITDA margin	22.5	22.6	22.7	24.4	25.5
순이익률	10.4	9.7	4.6	15.0	17.8
자기자본이익률(ROE)	5.9	5.2	2.8	10.3	13.1
투하자본이익률(ROIC)	6.8	7.5	17.3	13.8	17.6
안정성(%)					
부채비율	43.4	46.0	46.1	44.1	40.5
순차입금비율	-22.9	-23.9	-20.6	-27.2	-28.4
이자보상배율(배)	5.3	4.7	4.7	7.9	10.7
활동성(배)					
매출채권회전율	1.1	1.2	1.4	1.5	1.7
재고자산회전율	4.8	5.2	6.2	6.7	6.8
매입채무회전율	8.7	9.0	9.3	8.8	8.4

## Compliance Notice

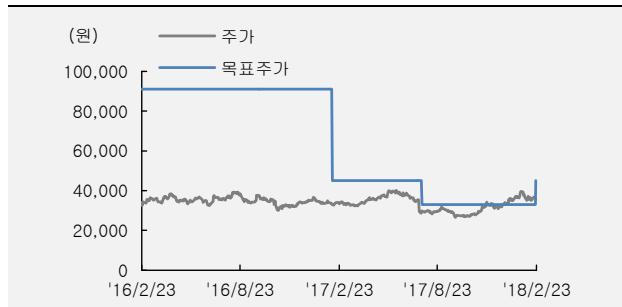
- 당사는 2월 22일 현재 '씨젠' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

## 투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	괴리율		
					평균 주가대비	최고 주가대비	최저 주가대비
씨젠 (096530)	2017/02/13	BUY(Reinitiate)	45,000원	6개월	-25.27	-24.44	
	2017/02/20	BUY(Maintain)	45,000원	6개월	-20.85	-10.67	
	2017/07/24	Outperform(Downgrade)	33,000원	6개월	-11.09	-9.70	
	2017/08/03	Outperform(Maintain)	33,000원	6개월	-12.66	-4.09	
	2017/11/08	Outperform(Maintain)	33,000원	6개월	-7.10	12.88	
	2018/02/23	BUY(Upgrade)	45,000원	6개월			

\*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였습니다.

## 목표주가추이(2개년)



## 투자의견 및 적용기준

기업	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 (2017/01/01~2017/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	159	95.21%
중립	7	4.19%
매도	1	0.60%