

# SK COMPANY Analysis



Analyst

노경철

nkc77@sk.com

02-3773-9005

**Company Data**

자본금	131 억원
발행주식수	2,623 만주
자사주	14 만주
액면가	500 원
시가총액	9,789 억원
주요주주	
천종윤(외25)	34.85%
외국인지분률	13.20%
배당수익률	

**Stock Data**

주가(16/08/25)	37,350 원
KOSDAQ	683.96 pt
52주 Beta	1.40
52주 최고가	48,600 원
52주 최저가	30,500 원
60일 평균 거래대금	104 억원

**주가 및 상대수익률**

주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	6.1%	9.1%
6개월	18.2%	10.7%
12개월	-12.3%	-21.8%

씨젠 (096530/KQ | 매수(유지) | T.P 52,000 원(하향))

**매 분기 실적 개선세 이어질 전망**

씨젠은 글로벌 분자진단 시장에서 독보적인 세계최고의 기술력을 보유하고 있고 매년 고 성장해 왔지만, 글로벌 브랜드의 부재로 수년전부터 실적이 둔화되었다. 하지만 2014년 11월부터 지난해까지 3곳의 글로벌 진단기업과 다중분자진단에 대한 ODM 계약을 체결하고, 내년 상반기부터 유럽시장에서 첫 출시가 시작된다. 자체적인 신제품 확대 노력과 글로벌 진단기업과의 ODM 매출을 통해 향후 점진적인 성장이 예상된다.

**신제품 확대와 ODM 등으로 매 분기 실적 개선세 이어져**

씨젠의 2분기 실적은 연결기준으로 매출액 185 억원(+12.6% YoY, +7.5% QoQ), 영업이익 28 억원(+42.0% YoY, +42.7% QoQ)을 시현했다. 매출액은 사상최대 실적이다. 유럽지역에 출시된 신제품 Allplex 제품군의 매출확대 영향이 크게 작용했다. 오는 3분기를 비롯해 동사의 매 분기 실적은 개선될 전망이다. 고마진인 신제품군 Allplex의 세부 품목별, 지역별 인증 확대와 매출 성장 등에 힘입어 매출과 영업이익 모두 증가할 전망이고, 내년 상반기부터는 글로벌 분자진단 기업과의 ODM 매출이 발생할 전망이다.

**글로벌 분자진단기업과의 ODM 매출은 내년 상반기부터 발생 예상**

동사는 2014년 11월, 글로벌 진단기업인 베크만콜터社와의 ODM 계약을 시작으로 지난해 글로벌 분자진단 기업 두 곳과 추가적인 ODM 계약을(퀴아젠社, 베톤디킨스社) 체결했다. 또한 올해 하반기에도 또 다른 글로벌 분자진단 기업과 ODM 계약을 체결할 전망이다. 씨젠은 ODM 계약을 맺은 글로벌 진단기업들의 분자진단 장비에 동사의 독보적인 다중진단 기술인 TOCE와 MuDT 방식을 접목하여 내년 상반기 유럽을 시작으로 글로벌 시장에 진출할 예정이다.

**목표가는 51,000 원으로 하향 조정하지만, 투자의견 “매수” 유지**

씨젠은 자체적인 신제품 확대와 글로벌 진단기업과의 ODM을 통해 향후 성장이 예상되어 투자의견 매수를 유지한다. 단, 목표가는 기존 65,000 원에서 51,000 원으로 하향 조정한다. 당초 추정했던 ODM 첫 출시가 올해 4분기에서 내년 상반기로 변경됨에 따라 단기 실적 추정치를 하향 조정했기 때문이다.

**영업실적 및 투자지표**

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	590	644	651	740	871	1,023
yoY	%	14.1	9.2	1.1	13.5	17.8	17.5
영업이익	억원	141	111	86	104	141	184
yoY	%	15.2	-21.1	-22.3	20.4	35.6	30.5
EBITDA	억원	173	168	147	177	215	258
세전이익	억원	120	108	89	91	133	176
순이익(자체주주)	억원	96	91	68	72	120	152
영업이익률%	%	23.9	17.3	13.3	14.1	16.2	18.0
EBITDA%	%	29.4	26.1	22.5	24.0	24.7	25.2
순이익률	%	16.2	14.2	10.4	9.8	12.1	13.5
EPS	원	380	362	258	276	457	579
PER	배	104.0	90.0	146.6	135.2	81.7	64.6
PBR	배	11.8	8.7	7.4	6.9	6.4	5.9
EV/EBITDA	배	57.4	49.3	65.9	55.3	45.4	37.8
ROE	%	15.2	10.2	5.9	5.2	8.1	9.4
순차입금	억원	-42	-3	-308	-301	-316	-335
부채비율	%	52.8	46.0	43.4	42.8	43.3	41.8

[표 1] 씨젠의 분기별 실적 현황 및 전망

(단위: 억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16E	4Q16E	2015	2016E	2017E
매출	165	165	152	170	172	185	187	195	651	740	871
진단 시약	131	122	117	125	118	133	137	143	496	531	677
호흡기성 질환 검사	41	29	29	38	50	49	50	53	137	202	270
여성 감염성 질환 검사	71	74	71	70	50	68	70	72	286	260	309
기타 검사 제품	19	20	17	18	18	16	17	18	73	69	98
진단 장비 및 기타	33	42	35	45	55	52	50	52	155	209	194
영업이익	30	20	14	23	19	28	27	30	86	104	141
영업이익률(%)	18.3%	11.9%	8.9%	13.6%	11.3%	14.9%	14.4%	15.4%	13.3%	14.1%	16.2%
세전이익	19	26	42	2	15	26	23	27	89	91	133
세전이익률(%)	11.7%	16.0%	27.2%	1.2%	9.0%	13.8%	12.3%	13.8%	13.7%	12.3%	15.3%
순이익	17	20	30	1	12	20	18	22	68	73	105
순이익률(%)	10.4%	11.9%	19.9%	0.4%	7.1%	11.0%	9.6%	11.3%	10.4%	9.8%	12.1%

자료: 씨젠 SK 증권

주: K-IFRS 연결재무 기준

[표 2] 씨젠의 지역별 실적 현황

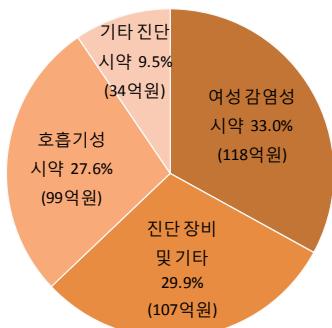
(단위: 억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	2015	1Q16	2Q16
국내	48	24	22	17	111	33	20
America	38	49	44	54	186	28	40
Europe	69	66	56	73	263	87	100
Asia / Middle East	9	26	30	26	92	25	25
해외 소계	116	141	130	153	540	140	165
총 합	165	165	152	170	651	172	185

자료: 씨젠 SK 증권

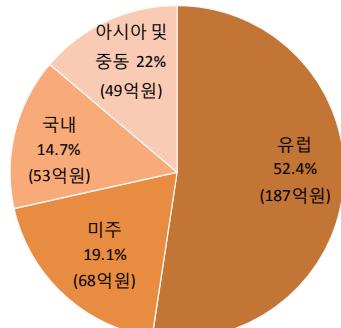
주: K-IFRS 연결재무 기준

[그림 1] 씨젠의 제품별 매출 현황 (2016년 상반기 기준)



자료: 씨젠 SK 증권

[그림 2] 씨젠의 지역별 매출 현황 (2016년 상반기 기준)



자료: 씨젠 SK 증권

[표 3] 씨젠의 최신 시약 품목군인 “Allplex” 제품 인증 현황

제품군	12개 신제품	유럽 인증 (CE-IVD)	캐나다 인증 (Health Canada)	호주 인증 (TGA)	대한민국(KFDA)
호흡기 감염증 (Respiratory Infection)	Allplex™ RP1	●	●	●	●
	Allplex™ RP2	●	●	●	●
	Allplex™ RP3	●	●	●	●
	Allplex™ RP4	●	○	●	●
소화기 감염증 (Gastrointestinal Infection: GI)	Allplex™ GI1	●	●	●	●
	Allplex™ GI2	●	○	●	●
	Allplex™ GI3	●	○	●	●
	Allplex™ GI4	●	●	●	●
성감염증 (Sexually Transmitted Infection: STI)	Allplex™ STI/BV 1	●	○	○	○
	Allplex™ STI/BV 2	●	○	○	○
	Allplex™ STI/BV 3	●	○	○	○
	Allplex™ STI/BV 4	●	○	○	○

● 인허가 완료 ● 인증 진행중 ○ 미확정

자료 : 씨젠 SK증권

### 글로벌 분자진단 기업과 씨젠의 Win-Win 사업인 “ODM”

세계 최고의 기술력을 보유했지만  
외형성장에 한계가 있는 씨젠

씨젠은 2014년 11월 이후 글로벌 분자진단 기업들과의 3건의 ODM 계약을 통해 둔화되었던 외형이 다시 살아나게 되고, 글로벌 분자진단 기업들은 정체되어 있는 다중진단 영역에서 씨젠의 제품을 통해 시장 확대가 예상된다. 씨젠은 글로벌 Top 분자진단 기업들 보다 분자진단 기술력이 크게 앞서있다. 하지만 기술력만으로는 글로벌 시장을 넘지 못해 수년째 외형이 둔화되었고 주가 역시 마찬가지 모습을 보여왔다.

다중진단에 취약한 글로벌 기업들이  
씨젠의 기술을 통해 시장 확대를  
기대

다중 분자진단은 싱글 타겟에 비해 제한된 시간 내에 알 수 있는 결과의 양이 많고 편리해서 그 수요가 분명히 많이 존재하지만, 정확도가 크게 떨어져 이에 대한 수요가 약 20% 밖에 되지 않는 상황이다. 하지만 씨젠의 독보적인 다중 분자진단 기술력에 글로벌 분자진단 기업들의 글로벌 브랜드 및 마케팅 채널을 통해 씨젠과 글로벌 분자진단 기업들은 서로 Win-Win하게 되었다.

### 3 건의 ODM 계약 세부 내용

2014년 11월부터 지난해 9월까지 발생했던 글로벌 분자진단 기업과의 3건의 ODM 계약은 분자진단 내 다중진단 영역에서의 계약이며, 씨젠은 이를 기반으로 2017년 상반기부터 2018년 상반기까지 순차적으로 유럽시장에 진출할 예정이다. 또한 유럽시장 진출 1~2년 후에 미국 시장에 진출할 예정이다. 씨젠은 보유한 진단사업 군에서 한번에 모든 질환 군의 제품을 출시하는 것이 아니고 단계적으로 1~2개의 제품을 시장에 출시해 점진적으로 시장에 침투할 예정이다.

#### 1. Beckman Coulter 와의 ODM 계약 건

- 2014년 11월에 체결한 Beckman Coulter 와의 ODM 계약으로 2017년 상반기부터 유럽시장에 다중진단 제품이 출시될 전망
- Beckman Coulter 사가 2014년에 출시한 대용량의 분자진단 장비(한번에 96개의 샘플 처리) VERIS에 씨젠의 TOCE와 MuDT 기술을 접목하여 유럽의 대형 병원 및 검사센터를 중심으로 진출할 예정
- Beckman Coulter 사는 전세계 혈액진단 1위 및 진단자동화 시스템 1위 기업으로, 글로벌 체외진단(IVD) 3위인 Danaher 사에 2011년 68억달러에 인수됨
- 글로벌 진단시장에서 영향력 있는 기업으로 분자진단 시장에는 2014년에 처음으로 진출하였고, 씨젠과의 ODM을 통해 글로벌 분자진단 시장 침투를 계획

#### 2. Qiagen 과의 ODM 계약 건

- 지난해 7월 체결된 Qiagen 사와의 ODM 계약으로 2017년 4분기부터 유럽시장을 통해 다중진단 제품이 출시될 전망
- Qiagen 사가 2011년에 출시한 중대형의 분자진단 장비(한번에 72개의 샘플 처리) QIAsymphony에 씨젠의 MuDT 기술을 접목하여 중대형 병원 및 검사센터를 중심으로 시장에 진출할 예정
- Qiagen 사는 글로벌 분자진단 3위 업체

#### 3. Becton Dickinson 과의 ODM 계약 건

- 지난해 9월 체결된 Becton Dickinson 사와의 ODM 계약으로 2018년 1분기부터 유럽시장에 다중진단 제품이 출시될 전망
- 2011년에 출시한 소형의 분자진단 장비(한번에 48개의 샘플 처리)인 BD-MAX에 씨젠의 MuDT 기술을 접목하여 중소형 병원 및 검사센터를 중심으로 출시할 예정
- Becton Dickinson 사는 글로벌 분자진단 5위의 업체로서 글로벌 체외진단(IVD) 7위, 혈액 진단 시장 3위의 글로벌 진단기업. 특히 혈액배양 자동화 시스템 및 박테리아 감염증 진단 시장에서 독보적인 기업

[그림 3] Beckman Coulter 사의 VERIS



자료 : Google, SK 증권

[그림 4] Qiagen 사의 QIAsymphony



자료 : Google, SK 증권

[그림 5] BD 사의 BD-MAX



자료 : Google, SK 증권

[표 4] 전세계 체외진단(IVD) 기업의 M/S 현황

순위	기업명	M/S (%)
1	Roche	18.3%
2	Siemens	10.4%
<b>3</b>	<b>Danaher(Beckman Coulter)</b>	<b>10.3%</b>
4	Abbott	9.5%
5	ThermoFisher	6.2%
6	Becton Dickinson	5.4%
7	Alere	4.5%
8	Sysmex	3.7%
9	bioMerieux	3.6%
10	Ortho Clinical Diagnostics	1.8%
	Others	26.3%

자료 : EP, Grand View, SK 증권

[표 5] 전세계 분자진단 기업의 M/S 현황

순위	기업명	M/S (%)
1	Roche Diagnostics	25.2%
2	Hologic (Gen-Probe)	14.4%
<b>3</b>	<b>Qiagen</b>	<b>11.6%</b>
<b>4</b>	<b>Becton Dickinson</b>	<b>9.2%</b>
5	Abbott Laboratories	8.4%
6	Cepheid	5.5%
7	Siemens	5.2%
	Others	20.5%

자료 : EP, Grand View, SK 증권

[표 6] 실적 추정치 변경

(단위: 억원 %)

	신규추정(a)		기존추정(b)		차이(a/b)	
	2016E	2017E	2016E	2017E	2016E	2017E
매출액	740	871	771	1,057	-4.1	-17.6
영업이익	104	141	123	220	-15.5	-36.0
영업이익률(%)	14.1	16.2	16.0	20.8	-1.9	-4.6
세전이익	91	133	121	216	-24.7	-38.5
세전이익률(%)	12.3	15.3	15.7	20.5	-3.4	-5.2
지배주주순이익	72	120	94	164	-22.7	-26.8
지배주주순이익률(%)	9.8	13.8	12.2	15.5	-2.4	-1.7
EPS(원)	276	457	357	625	-22.7	-26.8

자료: SK 증권

[표 7] 씨젠 목표가 산출 (DCF valuation)

(단위: 억원)

)	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
EBIT	104	141	184	233	297	370	452	543	641	735
NOPLAT	83	111	144	182	232	289	353	424	500	573
Depreciation & Amortization	73	74	76	72	77	78	76	78	79	77
Gross cash flows	156	185	220	254	309	367	429	502	579	650
Net Working Capital	64	77	99	83	77	81	84	79	85	87
Net Capital Expenditure	27	29	33	29	22	26	27	24	30	26
Other Operating Net Assets	57	58	60	59	61	59	63	62	57	59
Gross investments	148	164	192	171	160	166	174	165	172	172
FCF(Free Cash Flow)	8	21	28	83	149	201	255	337	407	478
Present Value of FCF	8	19	24	67	114	146	175	220	252	280

Sum of 'PV of FCF'	1,023	①	WACC=K <sub>d</sub> [D/(D+E)]+K <sub>e</sub> [E/(D+E)]	5.5%
			Ke=R <sub>f</sub> +[E(R <sub>m</sub> )-R <sub>f</sub> ]β	5.7%
FCF <sub>n+1</sub>	478		R <sub>f</sub>	1.2%
g	3.0%		E(R <sub>m</sub> )-R <sub>f</sub>	7.0%
WACC	5.5%		β	0.64 (M, 3yr)
RV(Residual Value)	19,258		K <sub>i</sub> =K <sub>d</sub> (1-t)	1.6%
Present Value of RV	11,911	②	K <sub>d</sub>	2.0%
			t	20.5%
Non-Operating Value	756	③	D/(D+E)	4.8%
			E/(D+E)	95.2%
FV(Firm Value)	13,690	④=①+②+③		
Net Debt	301	⑤		
Equity Value	13,389	⑥=④-⑤		
Number of Shares Outstanding (천주)	26,093	⑦		
Equity Value per Share (원)	51,312	⑧=⑥/⑦		
<b>Value per Share (원)</b>	<b>51,000</b>			

자료: 데이터가이드, SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2016.08.26	매수	51,000원
	2016.02.22	매수	65,000원
	2015.09.16	매수	65,000원
	2015.08.11	매수	65,000원
	2015.07.10	매수	65,000원
	2015.06.10	매수	55,000원

(원)

80,000  
70,000  
60,000  
50,000  
40,000  
30,000  
20,000

— 수정 주가 — 목표 주가

14.8 15.3 15.8 16.1 16.5

### Compliance Notice

- 작성자(노경철)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 증목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 8월 26일 기준)

매수	95.17%	중립	4.83%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>유동자산</b>	972	1,518	1,593	1,725	1,863
현금및현금성자산	195	409	408	446	465
매출채권및기타채권	505	565	613	696	777
재고자산	122	148	170	174	205
<b>비유동자산</b>	412	423	442	467	502
장기금융자산	15	13	16	16	16
유형자산	100	112	102	91	86
무형자산	186	192	206	216	224
<b>자산총계</b>	1,385	1,940	2,035	2,192	2,365
<b>유동부채</b>	125	115	131	164	184
단기금융부채	42	27	32	47	47
매입채무 및 기타채무	61	68	77	91	107
단기충당부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	312	472	479	498	514
장기금융부채	266	433	436	443	443
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	436	587	610	662	698
<b>지배주주지분</b>	948	1,351	1,423	1,543	1,694
자본금	127	131	131	131	131
자본잉여금	519	851	851	851	851
기타자본구성요소	-81	-80	-79	-79	-79
자기주식	-82	-82	-82	-82	-82
이익잉여금	384	450	521	641	793
비자본주주지분	1	2	2	-13	-27
<b>자본총계</b>	948	1,353	1,426	1,530	1,667
<b>부채와자본총계</b>	1,385	1,940	2,035	2,192	2,365

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>영업활동현금흐름</b>	83	41	77	97	105
당기순이익(순실)	91	68	73	105	138
비현금성항목등	126	123	118	110	120
유형자산감가상각비	28	30	43	40	38
무형자산상각비	29	30	31	34	36
기타	58	51	10	1	3
운전자본감소(증가)	-92	-126	-96	-90	-115
매출채권및기타채권의 감소증가)	25	-59	-18	-83	-81
재고자산감소(증가)	35	-37	-28	-4	-30
매입채무 및 기타채무의 증가감소)	-146	2	-22	14	16
기타	-6	-32	-28	-17	-19
법인세납부	-42	-23	-18	-28	-38
<b>투자활동현금흐름</b>	-117	-321	-64	-62	-66
금융자산감소(증가)	-19	-241	-3	0	0
유형자산감소(증가)	-24	-31	-27	-29	-33
무형자산감소(증가)	-50	-44	-44	-44	-44
기타	-24	-5	10	11	12
<b>재무활동현금흐름</b>	-45	491	-12	2	-21
단기금융부채증가(감소)	-19	-13	2	15	0
장기금융부채증가(감소)	-34	498	1	7	0
자본의증가(감소)	14	12	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-6	-6	-15	-20	-21
<b>현금의 증가(감소)</b>	-64	214	0	37	19
<b>기초현금</b>	260	195	409	408	446
<b>기말현금</b>	195	409	408	446	465
<b>FCF</b>	27	-28	9	22	26

자료 : 씨젠, SK증권 추정

## 손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>매출액</b>	644	651	740	871	1,023
<b>매출원가</b>	176	184	212	245	273
<b>매출총이익</b>	468	467	528	626	750
매출총이익률 (%)	72.7	71.8	71.3	71.9	73.3
<b>판매비와관리비</b>	357	381	424	485	566
영업이익	111	86	104	141	184
영업이익률 (%)	17.3	13.3	14.1	16.2	18.0
비영업손익	-3	3	-13	-8	-8
<b>순금융비용</b>	10	8	8	9	9
외환관련손익	4	18	-4	-11	-12
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	6	1	0	12	15
세전계속사업이익	108	89	91	133	176
세전계속사업이익률 (%)	16.8	13.7	12.3	15.3	17.2
계속사업법인세	17	21	19	28	38
<b>계속사업이익</b>	91	68	73	105	138
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	91	68	73	105	138
<b>순이익률 (%)</b>	14.2	10.4	9.8	12.1	13.5
<b>지배주주</b>	91	68	72	120	152
<b>지배주주구속 순이익률(%)</b>	14.19	10.4	9.8	13.78	14.84
<b>비지배주주</b>	0	0	0	-15	-14
<b>총포괄이익</b>	87	65	72	105	137
<b>지배주주</b>	87	65	72	119	151
<b>비지배주주</b>	0	0	0	-15	-14
<b>EBITDA</b>	168	147	177	215	258

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	9.2	1.1	13.5	17.8	17.5
영업이익	-21.1	-22.3	20.4	35.6	30.5
세전계속사업이익	-9.9	-17.4	2.3	45.7	32.1
EBITDA	-3.1	-12.6	20.9	21.3	19.7
EPS(계속사업)	-4.8	-28.6	7.0	65.6	26.5
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	102	5.9	5.2	8.1	9.4
ROA	6.8	4.1	3.7	5.0	6.1
EBITDA/마진	26.1	22.5	24.0	24.7	25.2
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	780.8	1,319.8	1,216.7	1,054.3	1,012.5
부채비율	46.0	43.4	42.8	43.3	41.8
순자금/자기자본	-0.3	-22.8	-21.1	-20.7	-20.1
EBITDA/이자비용(배)	9.6	9.1	9.2	10.9	12.5
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	362	258	276	457	579
BPS	3,744	5,149	5,425	5,880	6,457
CFPS	586	488	556	740	859
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	117.7	273.8	155.7	94.0	74.3
PER(최저)	82.8	119.9	110.4	66.7	52.7
PBR(최고)	11.4	13.7	7.9	7.3	6.7
PBR(최저)	8.0	6.0	5.6	5.2	4.7
PCR	55.6	77.5	69.0	51.8	44.6
EV/EBITDA(최고)	64.1	123.9	62.1	51.1	42.5
EV/EBITDA(최저)	45.4	51.6	43.6	35.8	29.8