

SK COMPANY Analysis



Analyst

노경철

nkc777@sk.com

02-3773-9005

Company Data

자본금	131 억원
발행주식수	2,623 만주
자사주	14 만주
액면가	500 원
시가총액	8,264 억원
주요주주	
천종윤(외25)	34.85%

외국인지분률	13.60%
배당수익률	

Stock Data

주가(16/11/08)	31,500 원
KOSDAQ	624.19 pt
52주 Beta	1.42
52주 최고가	43,000 원
52주 최저가	29,950 원
60일 평균 거래대금	68 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-9.3%	-1.5%
6개월	-8.8%	1.7%
12개월	-25.3%	-16.6%

씨젠 (096530/KQ | 매수(유지) | T.P 51,000 원(유지))

중장기적으로 지속적인 성장 예상

씨젠은 글로벌 분자진단 2 위 기업인 홀로직(Hologic)사와 지난주 ODM 계약을 체결했다. 기술력은 세계 최고이지만 브랜드가 약해 동사는 글로벌 시장에서 성장에 한계가 있었지만, 2014 년 11 월부터 최근까지 글로벌 진단기업과 4 건의 ODM 계약 체결로 중장기적으로 꾸준히 성장할 전망이다. 동사는 지속적인 신제품 출시와 시장채널 확대 노력, 그리고 글로벌 분자진단 기업과의 ODM 매출을 통해 매 분기 실적이 개선될 전망이다.

글로벌 분자진단 2 위 기업인 Hologic 사와 ODM 계약 체결

동사는 지난주 글로벌 분자진단 2 위 기업인 홀로직(Hologic)사와 ODM(제조자 개발생산) 계약을 체결했다. 세계 최고의 다중 분자진단 기술을 가진 씨젠과의 협력으로 2019 년 초부터 유럽시장에 다중 분자진단 제품이 출시될 전망이다. 2014 년 11 월부터 최근까지 글로벌 진단 기업(베크만콜터, 쿼아젠, 벡톤디킨슨, 홀로직)과 체결된 4 건의 ODM 계약은 해당기업들의 분자진단 장비에 동사의 다중진단 기술을 접목해 내년 중반부터 유럽을 시작으로 순차적으로 글로벌 시장에 제품이 출시될 전망이다.

3Q16, 신제품 판매호조 등으로 실적 개선

씨젠의 3 분기 실적은 연결기준으로 매출액 178 억원(+16.7% YoY, -4.0% QoQ), 영업이익 29 억원(+111.9% YoY, +4.3% QoQ)을 시현했다. 신제품인 Allplex 제품군의 유럽지역 판매호조가 크게 작용했다. 비성수기에도 불구하고 전체적으로 전분기 대비 판매량이 증가했지만 원화강세로 매출액은 2 분기 대비 소폭 감소했다. 순이익 적자는 원화강세에 따른 외환차손 및 외화환산손실이 크게 발생했기 때문이다.

4 분기도 시장채널 확대와 신제품의 인증 확대 영향으로 호실적 예상

오는 4 분기는 시장채널 확대와 고마진 신제품군 Allplex 의 세부 품목별 및 지역별 인증 확대 영향으로 매출과 영업이익 모두 증가할 전망이다. 예상되는 4 분기 영업실적은 매출액 197 억원(+15.9% YoY, +10.7% QoQ), 영업이익 33 억원(+43.5% YoY, +13.8% QoQ) 이다. 내년 상반기부터는 글로벌 분자진단 기업과의 ODM 매출이 순차적으로 발생할 예정이어서, 이번 4 분기를 비롯해 동사의 매 분기 실적은 개선될 전망이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	590	644	651	732	871	1,023
yoy	%	14.1	9.2	1.1	12.4	18.9	17.5
영업이익	억원	141	111	86	109	141	184
yoy	%	15.2	-21.1	-22.3	26.2	29.4	30.5
EBITDA	억원	173	168	147	176	219	260
세전이익	억원	120	108	89	53	138	177
순이익(지배주주)	억원	96	91	68	40	116	146
영업이익률%	%	23.9	17.3	13.3	14.9	16.2	18.0
EBITDA%	%	29.4	26.1	22.5	24.0	25.1	25.5
순이익률	%	16.2	14.2	10.4	5.4	12.5	13.6
EPS	원	380	362	258	154	443	558
PER	배	104.0	90.0	146.6	204.6	71.1	56.5
PBR	배	11.8	8.7	7.4	6.0	5.5	5.0
EV/EBITDA	배	57.4	49.3	65.9	45.8	36.5	30.6
ROE	%	15.2	10.2	5.9	3.0	8.1	9.3
순차입금	억원	-42	-3	-308	-258	-306	-321
부채비율	%	52.8	46.0	43.4	49.4	51.1	52.6

[표 1] 씨젠의 3 분기 실적 현황

(단위: 억원, %, %p)

	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16P(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스	SK(b)	차이(a/b)
매출액	152	170	172	185	178	16.8%	-3.9%	202	187	-4.8%
영업이익	14	23	19	28	29	112.8%	4.7%	34	27	7.4%
세전이익	42	2	15	26	-4	적전	적전	30	23	-115.3%
지배주주순이익	30	1	12	20	-4	적전	적전	32	18	-122.2%
영업이익률	8.9%	13.6%	11.3%	14.9%	16.3%	7.4%p	1.3%p	17.0%	14.4%	1.9%
세전이익률	27.2%	1.2%	9.0%	13.8%	-2.0%	-29.2%p	-15.8%p	15.0%	12.3%	-14.3%
지배주주순이익률	19.9%	0.4%	7.1%	11.0%	-2.2%	-22.1%p	-13.3%p	15.7%	9.6%	-11.9%

자료: 씨젠 SK 증권

주: K-IFRS 연결재무 기준

[표 2] 씨젠의 분기별 실적 현황 및 전망

(단위: 억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16P	4Q16E	2015	2016E	2017E
매출	165	165	152	170	172	185	178	197	651	732	871
진단 시약	131	122	117	125	118	133	127	145	496	523	677
호흡기성 질환 검사	41	29	29	38	50	49	47	61	137	200	270
여성 감염성 질환 검사	71	74	71	70	50	68	52	58	286	235	309
기타 검사 제품	19	20	17	18	18	16	28	26	73	88	98
진단 장비 및 기타	33	42	35	45	55	52	51	52	155	210	194
영업이익	30	20	14	23	19	28	29	33	86	109	141
영업이익률(%)	18.3%	11.9%	8.9%	13.6%	11.3%	14.9%	16.2%	16.8%	13.3%	14.9%	16.2%
세전이익	19	26	42	2	15	26	-3.5	15	89	53	138
세전이익률(%)	11.7%	16.0%	27.2%	1.2%	9.0%	13.8%	-2.0%	7.6%	13.7%	7.2%	15.8%
순이익	17	20	30	1	12	20	-5.0	12	68	40	109
순이익률(%)	10.4%	11.9%	19.9%	0.4%	7.1%	11.0%	-2.8%	6.1%	10.4%	5.4%	12.5%

자료: 씨젠 SK 증권

주: K-IFRS 연결재무 기준

[표 3] 씨젠의 지역별 실적 현황

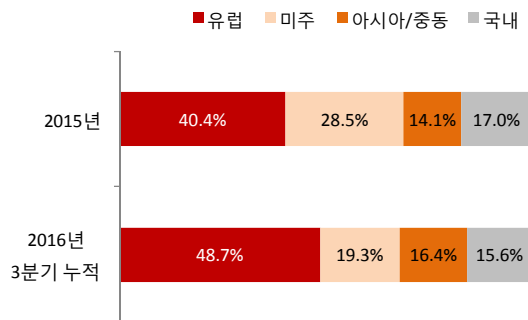
(단위: 억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	2015	1Q16	2Q16	3Q16P
국내	48	24	22	17	111	33	20	31
America	38	49	44	54	186	28	40	35
Europe	69	66	56	73	263	87	100	73
Asia / Middle East	9	26	30	26	92	25	25	38
해외 소계	116	141	130	153	540	140	165	147
총 합	165	165	152	170	651	172	185	178

자료: 씨젠 SK 증권

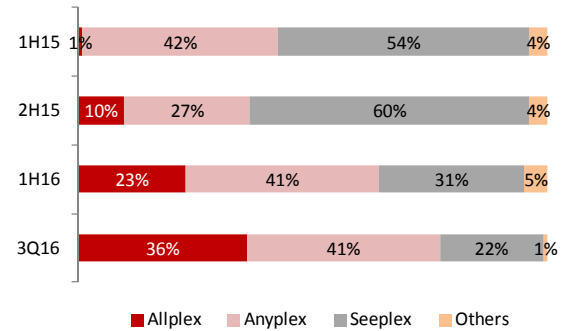
주: K-IFRS 연결재무 기준

[그림 1] 씨젠의 지역별 매출비중 현황



자료 : 씨젠 SK 증권

[그림 2] 씨젠의 시약 제품군별 매출비중 현황



자료 : 씨젠 SK 증권

[표 4] 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 ● 3분기중 인허가 완료 ● 인증 진행중 ○ 미확정

자료 : 씨젠 SK 증권

주: 파란색 원은 올해 3 분기에 인허가가 완료된 품목을 가리킴

글로벌 진단 기업과 씨젠의 Win-Win 사업인 “ODM”

세계 최고의 기술력을 보유했지만
외형성장에 한계가 있는 씨젠

씨젠은 2014 년 11 월 이후 글로벌 분자진단 기업들(베크만쿨터, 쿼젠, 벡톤디킨스, 홀로직)과의 4 건의 ODM 계약을 통해 다소 둔화되었던 외형이 다시 살아나게 되고, 글로벌 분자진단 기업들은 정체되어있는 다중진단 영역에서 씨젠을 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 마찬가지이다.

※ ODM(Original Design Manufacturing, 제조자 개발생산)이란?

OEM(Original Equipment Manufacturer, 주문자 상표부착 생산자)과의 차이는, OEM 이 주문업체의 설계도에 따라 단순 하청생산을 하는 업체임에 비해 ODM 은 생산자가 설계부터 제작 및 생산까지를 모두 주도하여 완성하는 업체를 뜻함

다중진단에 취약한 글로벌 기업들이
씨젠의 기술을 통해 시장 확대를
기대

다중 분자진단은 single target 에 비해 제한된 시간 내에 알 수 있는 결과의 양이 많고 편리해서 그 수요가 분명히 많이 존재하지만, 대부분의 분자진단 기업들은 다중진단 정확도가 크게 떨어져 이에 대한 수요가 약 20% 밖에 되지 않는다. 씨젠의 독보적인 다중 분자진단 기술력에 글로벌 분자진단 기업들의 글로벌 브랜드 및 마케팅 채널을 통해 씨젠과 글로벌 분자진단 기업들은 서로 Win-Win 하게 되었다.

4 건의 글로벌 ODM 계약 세부
내용

2014 년 11 월부터 최근까지 발생했던 글로벌 진단 기업과 총 4 건의 ODM 계약은 분자진단 내 다중진단 영역에서의 계약이며, 2017 년 중반부터 2019 년 초까지 순차적으로 유럽시장에 진출할 예정이다. 유럽시장 진출 이후에는 순차적으로 1~2 년 후에 미국 시장에 진출할 전망이다. 또한 유럽시장 진출은 한번에 다수 질환 군의 제품을 출시하는 것이 아니고, 해당 ODM 계약 기업별로 1~2 개의 제품을 단계적으로 시장에 출시할 예정이다.

1) Beckman Coulter 와의 ODM 계약 건

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

2) Qiagen 과의 ODM 계약 건

- 지난해 7 월 체결된 Qiagen 사와의 ODM 계약은 2018 년 상반기부터 유럽시장을 통해 다중진단 제품이 출시될 전망
- Qiagen 사가 2011 년에 출시한 중대형의 분자진단 장비(한번에 72 개의 샘플 처리) QIAAsymphony 에 씨젠의 MuDT 기술을 접목하여 중대형 병원 및 검사센터를 중심으로 시장에 진출할 예정
- Qiagen 사는 글로벌 분자진단 3 위 업체

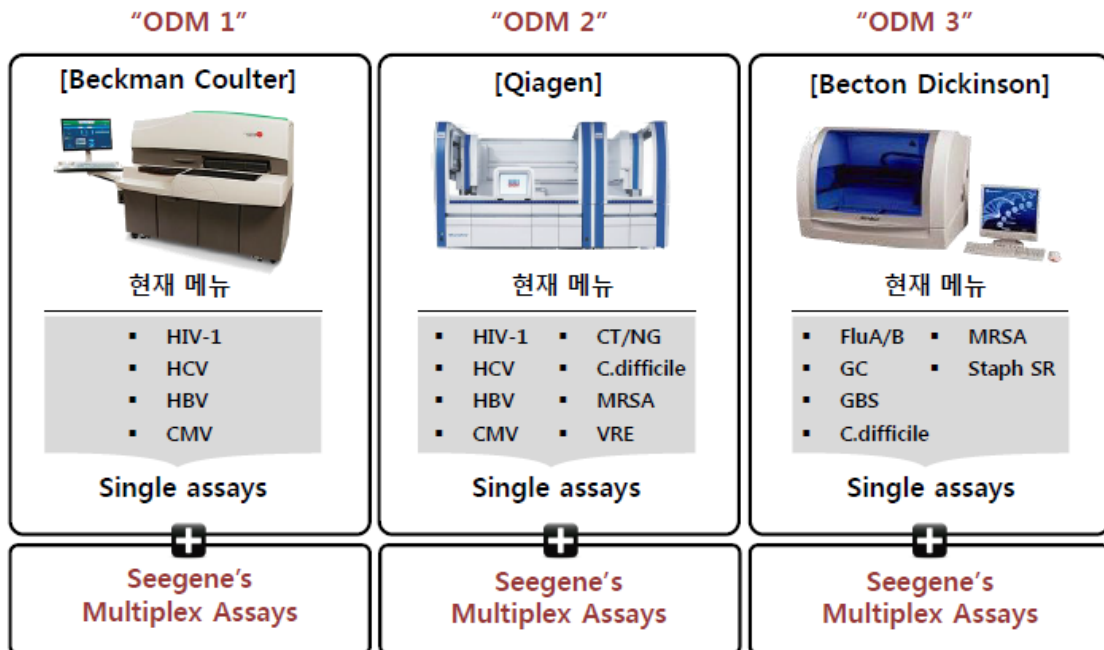
3) Becton Dickinson 과의 ODM 계약 건

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

4) Hologic 과의 ODM 계약 건

- 올해 11 월초에 체결된 Hologic 사와의 ODM 계약은 2019 년 초부터 유럽시장에 다중진단 제품이 출시될 전망
- 2017 년에 확장형 모델로 출시할 “Panther Fusion 시스템” 모델에 씨젠의 MuDT 기술을 접목하여 중대형 병원 및 검사센터를 중심으로 출시할 예정. 동사의 기존 Panther 시스템은 여성 감염질환에 특화되어 있었지만, 호흡기와 소화기 감염질환으로 확대할 예정
- Hologic 사는 현재 글로벌 분자진단 2 위의 업체로서, 2012 년 Gen-Probe 사를 인수하여 분자진단 사업을 강화해왔다.

[그림 3] 씨젠과 지난해까지 ODM 계약을 체결한 글로벌 분자진단 기업과 내용



자료 : 씨젠 SK 증권

[그림 4] 씨젠이 지난해 홀로직(Hologic)사와 ODM 계약을 체결한 내용



자료 : 씨젠 SK 증권

[표 5] 전세계 체외진단(IVD) 기업의 M/S 현황

순위	기업명	M/S (%)
1	Roche	18.6%
2	Siemens	10.0%
3	Abbott Laboratories	9.6%
4	Danaher (Beckman Coulter)	9.6%
5	Thermo Fisher	6.2%
6	Becton Dickinson	5.6%
7	Alere	4.6%
8	Sysmex	4.0%
9	bioMérieux	3.6%
10	Ortho-Clinical Diagnostics	3.5%
Others		24.7%

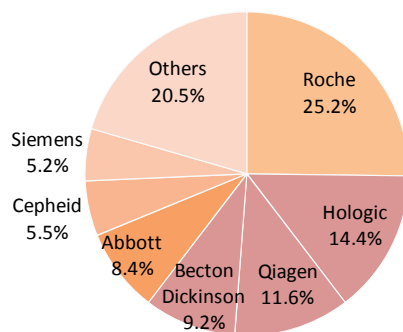
자료 : EP, Grand View, SK 증권

[표 6] 전세계 분자진단 기업의 M/S 현황

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

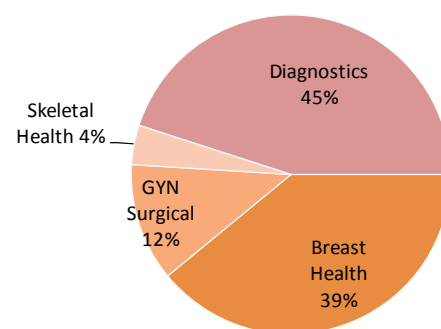
자료 : EP, Grand View, SK 증권

[그림 5] 전세계 분자진단 기업의 M/S 현황



자료 : EP, Grand View, SK 증권

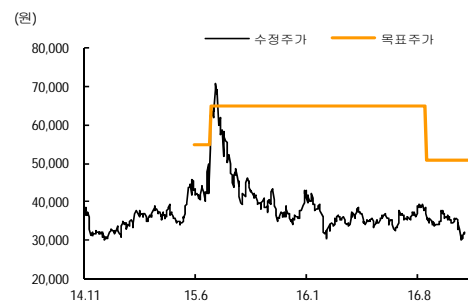
[그림 6] 홀로직사의 사업부별 매출비중 현황



자료 : Hologic, 씨젠 SK 증권

투자의견변경

일시	투자의견	목표주가
2016.11.09	매수	51,000원
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



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 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 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 11월 8일 기준)

매수	94.63%	중립	5.37%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	972	1,518	1,630	1,779	1,969
현금및현금성자산	195	409	400	497	568
매출채권및기타채권	505	565	656	697	778
재고자산	122	148	171	174	205
비유동자산	412	423	445	478	515
장기금융자산	15	13	16	16	16
유형자산	100	112	105	91	83
무형자산	186	192	210	224	236
자산총계	1,385	1,940	2,076	2,257	2,484
유동부채	125	115	121	132	150
단기금융부채	42	27	20	12	8
매입채무 및 기타채무	61	68	79	94	110
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	312	472	565	631	706
장기금융부채	266	433	483	539	599
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	436	587	687	763	856
지배주주지분	948	1,351	1,388	1,499	1,641
자본금	127	131	131	131	131
자본잉여금	519	851	851	851	851
기타자본구성요소	-81	-80	-78	-78	-78
자기주식	-82	-82	-82	-82	-82
이익잉여금	384	450	484	601	747
비지배주주지분	1	2	1	-6	-13
자본총계	948	1,353	1,389	1,494	1,629
부채외자본총계	1,385	1,940	2,076	2,257	2,484

현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	83	41	30	137	107
당기순이익(손실)	91	68	39	109	139
비현금성항목등	126	123	161	110	121
유형자산감가상각비	28	30	37	44	40
무형자산감가상각비	29	30	30	34	36
기타	58	51	22	1	3
운전자본감소(증가)	-92	-126	-170	-53	-115
매출채권및기타채권의 감소(증가)	25	-59	-99	-41	-81
재고자산감소(증가)	35	-37	-38	-3	-30
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-146	2	8	15	16
기타	-6	-32	-41	-24	-20
법인세납부	-42	-23	-1	-29	-38
투자활동현금흐름	-117	-321	-62	-67	-70
금융자산감소(증가)	-19	-241	-3	0	0
유형자산감소(증가)	-24	-31	-16	-29	-33
무형자산감소(증가)	-50	-44	-48	-48	-48
기타	-24	-5	5	10	11
재무활동현금흐름	-45	491	24	27	33
단기금융부채증가(감소)	-19	-13	-8	-8	-4
장기금융부채증가(감소)	-34	498	43	56	60
자본의증가(감소)	14	12	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-6	-6	-11	-21	-23
현금의 증가(감소)	-64	214	-9	97	70
기초현금	260	195	409	400	497
기말현금	195	409	400	497	568
FCF	27	-28	5	59	25

자료 : 씨젠 SK증권 추정

손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	644	651	732	871	1,023
매출원가	176	184	202	245	273
매출총이익	468	467	530	626	750
매출총이익률 (%)	72.7	71.8	72.4	71.9	73.3
판매비와관리비	357	381	421	485	566
영업이익	111	86	109	141	184
영업이익률 (%)	17.3	13.3	14.9	16.2	18.0
비영업손익	-3	3	-56	-3	-7
순금융비용	10	8	9	11	12
외환관련손익	4	18	-46	-4	-8
관계기업투자등 관련손익	6	1	0	13	16
세전계속사업이익	108	89	53	138	177
세전계속사업이익률 (%)	16.8	13.7	7.2	15.9	17.4
계속사업법인세	17	21	14	29	38
계속사업이익	91	68	39	109	139
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	91	68	39	109	139
순이익률 (%)	14.2	10.4	5.4	12.5	13.6
지배주주	91	68	40	116	146
지배주주귀속 순이익률(%)	14.19	10.4	5.51	13.34	14.3
비지배주주	0	0	-1	-7	-7
총포괄이익	87	65	35	105	135
지배주주	87	65	36	112	142
비지배주주	0	0	-1	-7	-7
EBITDA	168	147	176	219	260

주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	9.2	1.1	12.4	18.9	17.5
영업이익	-21.1	-22.3	26.2	29.4	30.5
세전계속사업이익	-9.9	-17.4	-40.6	160.7	28.4
EBITDA	-3.1	-12.6	19.7	24.5	19.1
EPS(계속사업)	-4.8	-28.6	-40.4	187.6	26.0
수익성 (%)					
ROE	10.2	5.9	3.0	8.1	9.3
ROA	6.8	4.1	2.0	5.0	5.9
EBITDA마진	26.1	22.5	24.0	25.1	25.5
안정성 (%)					
유동비율	780.8	1,319.8	1,345.3	1,343.4	1,317.2
부채비율	46.0	43.4	49.4	51.1	52.6
순차입금/자기자본	-0.3	-22.8	-18.6	-20.5	-19.7
EBITDA/이자비용(배)	9.6	9.1	9.2	10.5	11.4
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	36.2	25.8	15.4	44.3	55.8
BPS	3,744	5,149	5,290	5,716	6,256
CFPS	586	488	408	739	849
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	117.7	273.8	279.4	97.1	77.1
PER(최저)	82.8	119.9	194.6	67.6	53.7
PBR(최고)	11.4	13.7	8.1	7.5	6.9
PBR(최저)	8.0	6.0	5.7	5.2	4.8
PCR	55.6	77.5	77.2	42.6	37.1
EV/EBITDA(최고)	64.1	123.9	63.0	50.3	42.2
EV/EBITDA(최저)	45.4	51.6	43.5	34.7	29.0