

## 씨젠(096530)

### 매수(유지)

목표주가: 50,000원(유지)

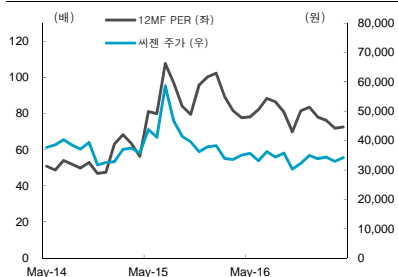
#### Stock Data

KOSPI(4/6)	2,153
주가(4/6)	34,200
시가총액(십억원)	897
발행주식수(백만)	26
52주 최고/최저가(원)	39,350/29,950
일평균거래대금(6개월, 백만원)	3,081
유동주식비율/외국인지분율(%)	65.3/17.6
주요주주(%)	천중윤 외 24 인 34.2

#### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	2.2	(6.2)	(5.7)
상대주가(%p)	(1.2)	(10.4)	(14.9)

#### 12MF PER 추이



자료: WISEIn 컨센서스

### 1Q17 Preview: 시작이 예사롭지 않다

#### 1분기 실적은 시장기대치 부합할 전망

1분기 영업실적은 시장 예상치에 부합하는 양호한 실적으로 추정된다. 매출액은 211억원(+22.7% YoY)으로 영업이익은 31억원(+57.6% YoY)으로 예상돼 컨센서스(매출액 202억원, 영업이익 33억원)에 부합할 것으로 보인다. 유럽지역 올플렉스 신제품 판매 호조가 지속되고 있다. 1분기 시약매출은 152억원으로 전년대비 28.8% 늘어날 것으로 보인다. 장비매출은 60억원으로 예상하는데 1분기 올플렉스 신규 설치 고객수가 57곳으로 늘었기 때문이다. 누적고객은 286곳으로 늘어 향후 실적의 가시성이 더욱 높아졌다. 순이익은 환율약세로 11억원에 그칠 전망이다.

#### 매출액과 이익의 레벨이 한 단계 올라갈 것

장비판매는 시약판매의 선행지표다. 장비를 먼저 설치한 다음 고수익의 분자진단시약의 공급이 이뤄지는 구조다. 2016년 분기별로 50억원 수준의 장비가 판매되었는데 2017년은 분기별로 60억원 수준의 장비가 판매될 것으로 보인다. 2017년말 올플렉스 고객은 430곳을 넘어설 전망이다. 멀티플렉스 시약의 경쟁우위가 지속되고 있고 경쟁사에는 없는 소화기 제품의 라인업을 갖춘 점 등이 고객증가의 주 요인이다. 2017년 매출액은 전년 대비 23.3% 증가해 909억원, 영업이익은 전년 대비 56.8% 늘어 158억원에 달할 전망이다.

#### Capa 증설로 늘어날 수요에 대비

유럽 올플렉스 고객 증가와 더불어 ODM 매출이 하반기부터 시작되는 것을 감안해 capa를 기존 연 108,000키트에서 216,000키트로 두 배 늘렸다. 감가상각비 증가는 연간 2억원 수준에 불과해 비용부담은 크지 않다. 2014년 11월에 계약한 베크만 쿨터에 공급할 ODM 제품은 개발이 마무리단계로 멀티플렉스를 구현할 소프트웨어 개발만 남은 상황이다. 쿼아젠과 벡톤디킨슨 ODM 매출은 2018년 하반기에 시작될 것으로 예상된다.

#### 매수의견과 목표주가 50,000원 유지

씨젠에 대한 매수의견과 목표주가 50,000원을 유지한다. 목표주가는 씨젠 자체사업가치 4,040억원에 ODM 사업가치 8,890억원을 더하는 SOTP 방식으로 산출했다(표 2,3). 주가는 연초 이후 횡보세다. 2017년 큰 폭의 실적 개선과 ODM 매출이 하반기부터 시작되는 것을 감안하면 매수 기회로 판단한다. 올플렉스 제품은 경쟁우위로 양호한 매출 증가세가 지속될 것이다. 영업레버리지 효과로 이익이 큰 폭으로 증가해 밸류에이션 부담은 점차 완화될 것으로 보인다. 리스크 요인은 환율 변동에 따른 일회성 비용 부담이다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2015A	65	9	7	264	(27.5)	15	143.4	63.6	6.9	5.9	-
2016A	74	10	7	273	3.4	17	128.0	51.5	6.1	5.1	-
2017F	91	16	11	406	48.7	24	84.2	35.7	5.6	7.2	-
2018F	114	26	18	701	72.7	34	48.8	24.9	5.0	11.4	-
2019F	140	38	29	1,105	57.7	47	31.0	18.1	4.3	15.7	-

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

<표 1> 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	2016				2017				2016	2017F	2018F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QF	2QF	3QF	4QF			
<b>매출액</b>	<b>17.2</b>	<b>18.5</b>	<b>17.8</b>	<b>20.2</b>	<b>21.1</b>	<b>22.2</b>	<b>21.9</b>	<b>25.5</b>	<b>73.7</b>	<b>90.9</b>	<b>113.8</b>
YoY	4.7	12.6	16.7	18.7	22.7	20.1	23.3	26.8	13.1	23.3	25.2
진단 시약	11.8	13.3	12.7	15.0	15.2	16.3	16.0	16.5	52.7	63.9	79.0
호흡기 질환	5.0	4.9	4.7	6.6	7.4	7.0	6.9	7.0	21.2	28.3	35.3
성감염 질환	5.0	6.8	5.2	6.4	5.8	6.9	7.0	7.3	23.4	27.0	32.3
기타	1.8	1.6	2.8	1.9	2.0	2.4	2.1	2.2	8.1	8.7	11.3
장비 및 기타	5.5	5.2	5.1	5.2	6.0	6.0	6.0	6.0	21.0	26.9	34.8
<b>ODM</b>								3.1		3.1	8.6
Beckman Coulter											1.7
Qiagen											1.4
Becton Dickinson											
<b>매출총이익</b>	<b>12.1</b>	<b>13.3</b>	<b>13.1</b>	<b>13.9</b>	<b>14.6</b>	<b>15.5</b>	<b>15.4</b>	<b>18.1</b>	<b>52.4</b>	<b>63.5</b>	<b>79.6</b>
매출총이익률	70.4	71.9	73.5	69.0	69.0	69.5	70.0	71.0	71.2	69.9	70.0
<b>영업이익</b>	<b>1.9</b>	<b>2.8</b>	<b>2.9</b>	<b>2.5</b>	<b>3.1</b>	<b>3.8</b>	<b>4.0</b>	<b>5.0</b>	<b>10.1</b>	<b>15.8</b>	<b>25.6</b>
영업이익률	11.3	14.9	16.2	12.3	14.5	17.1	18.1	19.5	13.7	17.4	22.5
<b>순이익</b>	<b>1.2</b>	<b>2.0</b>	<b>(0.5)</b>	<b>4.4</b>	<b>1.1</b>	<b>3.1</b>	<b>3.2</b>	<b>3.6</b>	<b>7.1</b>	<b>10.6</b>	<b>18.4</b>
순이익률	7.1	11.0	(2.9)	21.7	5.3	13.8	14.7	14.1	9.7	11.7	16.2

자료: 씨젠, 한국투자증권

<표 2> 목표주가 산출 내역

(단위: 십억원, 천주, 원)

씨젠 영업가치 (A)	404	12MF EBITDA 에 15 배 적용 (의료기기 평균)
ODM 사업가치 (B)	889	DCF 를 통해 향후 현금흐름 할인
Beckman Coulter	198	WACC 6.7%, tax rate 24.2% 적용
Qiagen	259	
Becton Dickinson	189	
Hologic	242	
순차입금 (C)	(34)	
EV (D=A+B-C)	1,328	
주식수 (E)	26,234	
목표주가 (F=D/E)	50,605	

자료: 한국투자증권





<표 3> ODM 계약별 NPV 추정

(단위: 십억원)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
<b>Beckman Coulter</b>															
Revenue	3.1	8.6	16.6	37.3	63.4	105.6	142.6	158.4	158.4	158.4	158.4	158.4	158.4	158.4	158.4
EBIT	1.1	3.0	5.8	13.0	22.2	37.0	49.9	55.4	55.4	55.4	55.4	55.4	55.4	55.4	55.4
FCF	0.8	2.3	4.4	9.9	16.9	28.1	37.9	42.1	42.1	42.1	42.1	42.1	42.1	42.1	42.1
PV of FCF	0.8	2.0	3.6	7.6	12.2	19.0	24.1	25.1	23.5	22.0	20.6	19.3	18.1	17.0	
NPV	198.1														
<b>Qiagen</b>															
Revenue		1.7	10.4	24.2	43.5	65.3	107.6	165.6	198.7	220.8	220.8	220.8	220.8	220.8	220.8
EBIT		0.6	3.6	8.5	15.2	22.9	37.7	58.0	69.6	77.3	77.3	77.3	77.3	77.3	77.3
FCF		0.4	2.8	6.4	11.6	17.4	28.6	44.0	52.9	58.7	58.7	58.7	58.7	58.7	58.7
PV of FCF		0.4	2.3	5.0	8.4	11.8	18.2	26.2	29.5	30.7	28.8	27.0	25.3	23.7	
NPV	259.3														
<b>Becton Dickinson</b>															
Revenue		1.4	4.5	12.6	21.6	33.0	48.8	78.8	127.5	171.0	195.0	195.0	195.0	195.0	195.0
EBIT		0.5	1.6	4.4	7.6	11.6	17.1	27.6	44.6	59.9	68.3	68.3	68.3	68.3	68.3
FCF		0.4	1.2	3.4	5.7	8.8	13.0	20.9	33.9	45.5	51.9	51.9	51.9	51.9	51.9
PV of FCF		0.3	1.0	2.6	4.2	5.9	8.2	12.5	18.9	23.8	25.4	23.8	22.3	20.9	
NPV	189.5														
<b>Hologic</b>															
Revenue			1.4	5.4	19.8	38.4	54.0	75.0	115.5	180.0	234.0	253.5	253.5	253.5	253.5
EBIT			0.5	1.9	6.9	13.4	18.9	26.3	40.4	63.0	81.9	88.7	88.7	88.7	88.7
FCF			0.4	1.4	5.3	10.2	14.4	20.0	30.7	47.9	62.2	67.4	67.4	67.4	67.4
PV of FCF			0.3	1.1	3.8	6.9	9.1	11.9	17.1	25.0	30.5	31.0	29.0	27.2	
NPV	242.4														

자료: 한국투자증권

〈표 4〉 주요 ODM 계약

	Beckman Coulter	Qiagen	Becton Dickinson	Hologic
계약시기	2014.11.13	2015.07.09	2015.09.15	2016.11.04
2015년 매출액 (십억달러)	20.6	1.1	10.3	2.8
특징	글로벌 체외진단 3위(M/S 10.3%) 혈액학 분야 1위 (M/S 33.3%) 면역화학분야 5위 (M/S 9.2%)	분자 진단 3위(M/S 11.6%) HPV 분자진단 시장 1위 (M/S > 60%) 동반진단 시장 선도 기업	글로벌 체외 진단 6위 (M/S 5.4%) 분자 진단 4위 (M/S 9.2%) 미국 혈액배양 자동화 시스템 1위	분자 진단 2위(M/S 14.4%) CT, NG, HPV, 미국 1위
분자진단 플랫폼	 VERIS (2014)	 QIASymphony (2010) (CE-IVD/FDA 승인)	 BD MAX (2011) (CE-IVD/FDA 승인)	 Panther Fusion (2017F) (CE-IVD/FDA 승인, Panther 확장형 모델)
시약도입	씨젠 멀티플렉스 2종	씨젠 멀티플렉스 1종	씨젠 멀티플렉스 1종	씨젠 멀티플렉스 1종

자료: 씨젠, 한국투자증권

〈표 5〉 지역별 매출액

(단위: 십억원)

		1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16
내수	한국	4.8	2.4	2.2	1.7	3.3	2.0	3.1	4.8
수출	미주	3.8	4.9	4.4	5.4	2.8	4.0	3.5	3.4
	유럽	6.9	6.6	5.6	7.3	8.7	10.0	7.3	8.9
	아시아/중동	0.9	2.6	3.0	2.6	2.5	2.5	3.8	3.0
	수출 합계	11.6	14.1	13.0	15.3	14.0	16.5	14.7	15.4
합계		16.5	16.5	15.2	17.0	17.2	18.5	17.8	20.2

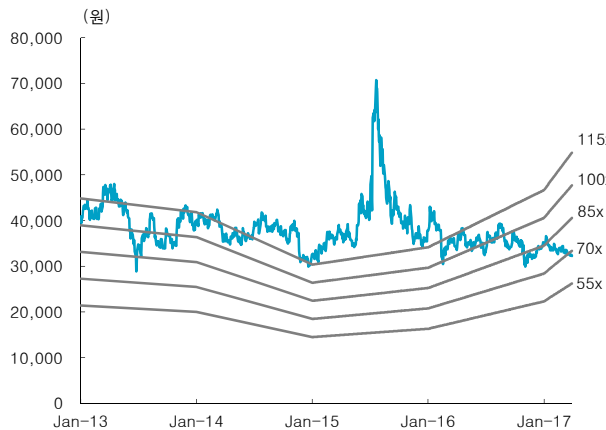
자료: 씨젠, 한국투자증권

〈표 6〉 씨젠 프로젝트 100 포트폴리오

카테고리	Assay 수	진단제품
감염성 질환	54	혈액감염(5), 이식(4), 호흡기 감염(9), 결핵/비결핵(7), 위장관 감염(4), 열대병(3), 인유두종바이러스(2), 성감염(9), 산전검사(1), 뇌수막염(5), 피부 감염(1), 라임병(2), 급성뇌염(2), 원내 감염(1)
약제 내성	12	GBS-R, MRSA 등
암 진단	21	대장암(6), 간세포암(4), 폐암(3), 유방암(4), 신경교종(4), 백혈병(6), 흑색종(2), 비만세포종(1)
유전자형 검사	8	단일염기 다형성 (8)
합계	95	

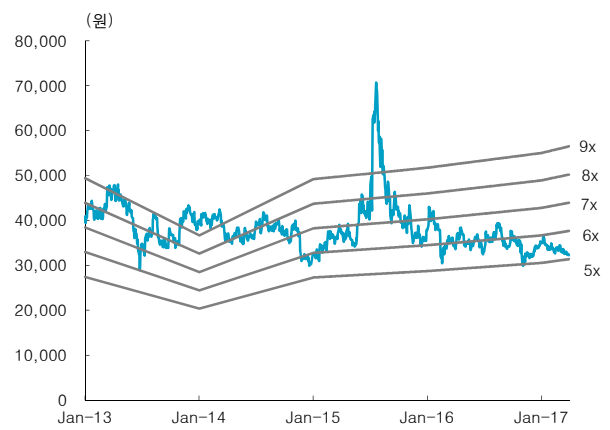
자료: 씨젠, 한국투자증권

[그림 1] PER 밴드



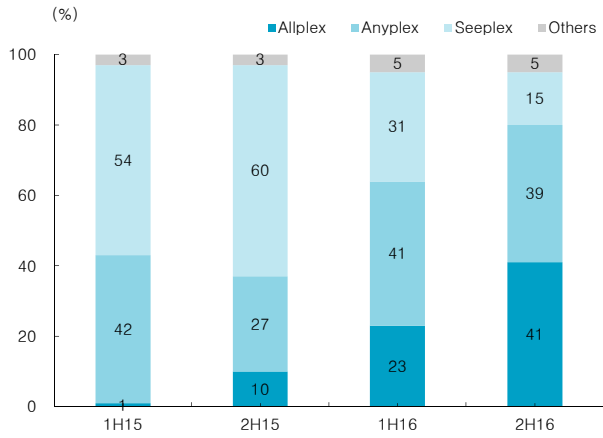
자료: Datastream, 한국투자증권

[그림 2] PBR 밴드



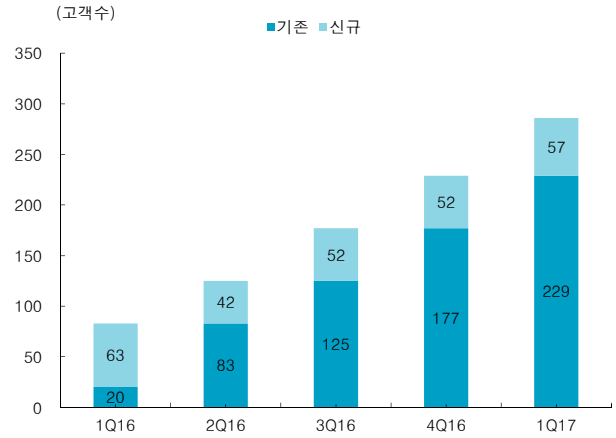
자료: Datastream, 한국투자증권

[그림 3] 시약 제품군별 매출비중 추이



자료: 씨젠, 한국투자증권

[그림 4] 올플렉스 판매 고객 수 추이



자료: 씨젠, 한국투자증권

### 기업개요 및 용어해설

씨젠은 2000년 설립되어 분자진단 시약 개발, 제조 및 공급 판매를 하고 있다. 2010년 코스닥 시장에 상장됐으며 PCR 관련 독자 기술을 확보하고 있다. 2014년, 2015년 3건의 ODM 기술 수출 계약을 통해 기술력을 입증했다. 2015년 기준 분자진단 시약 매출이 76.1%, 상품 및 기타 매출이 23.9%를 차지했다. 2015년 R&D 비용은 매출액 대비 10.4%를 사용했다.

## 재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	152	156	167	194	213
현금성자산	41	50	45	52	56
매출채권및기타채권	57	55	61	69	84
재고자산	15	14	17	21	22
비유동자산	42	52	55	63	73
투자자산	3	3	4	5	7
유형자산	11	16	17	17	17
무형자산	19	22	22	25	31
자산총계	194	208	223	256	286
유동부채	11	15	16	27	24
매입채무및기타채무	8	8	10	13	16
단기차입금및단기사채	3	3	4	4	4
유동성장기부채	0	1	1	2	2
비유동부채	47	51	54	59	63
사채	43	45	46	48	49
장기차입금및금융부채	0	1	2	3	4
부채총계	59	65	70	86	87
지배주주지분	135	142	152	170	198
자본금	13	13	13	13	13
자본잉여금	85	85	85	85	85
기타자본	(8)	(8)	(8)	(8)	(8)
이익잉여금	45	52	62	81	109
비지배주주지분	0	0	0	0	1
자본총계	135	142	152	170	199

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	(3)	17	8	23	16
당기순이익	7	7	11	18	29
유형자산감가상각비	3	4	5	5	5
무형자산상각비	3	3	3	3	4
자산부채변동	(20)	(2)	(12)	(6)	(24)
기타	4	5	1	3	2
투자활동현금흐름	(24)	(10)	(16)	(19)	(15)
유형자산투자	(3)	(6)	(6)	(5)	(5)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(17)	0	(2)	(2)	(2)
무형자산순증	(4)	(5)	(2)	(6)	(10)
기타	0	1	(6)	(6)	2
재무활동현금흐름	49	2	4	3	3
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	48	2	4	3	3
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	1	0	0	0	0
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가	21	9	(4)	7	3

주: K-IFRS (연결) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

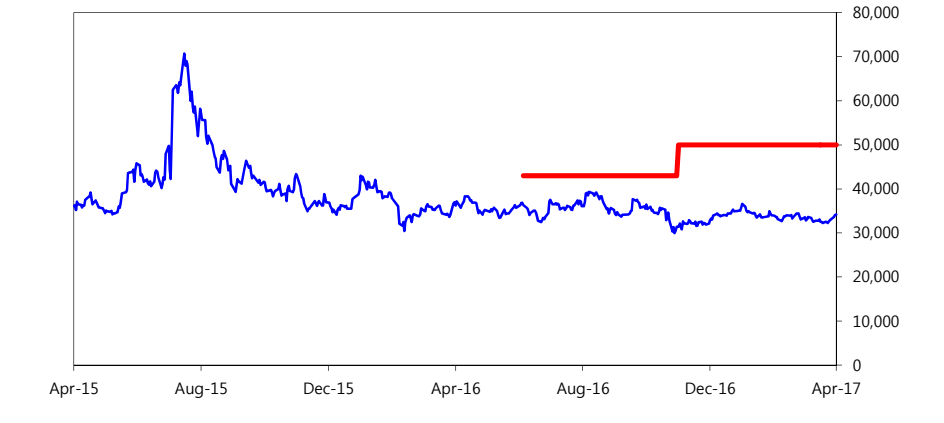
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	65	74	91	114	140
매출원가	18	21	27	34	46
매출총이익	47	52	64	80	94
판매관리비	38	42	48	54	55
영업이익	9	10	16	26	38
금융수익	4	4	4	4	4
이자수익	1	1	1	1	1
금융비용	3	4	4	4	4
이자비용	2	2	2	3	3
기타영업외손익	(1)	(0)	(0)	(0)	(0)
관계기업관련손익	0	(0)	(0)	(0)	0
세전계속사업이익	9	9	13	23	36
법인세비용	2	2	3	5	7
연결당기순이익	7	7	11	18	29
지배주주지분순이익	7	7	11	18	29
기타포괄이익	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
총포괄이익	7	7	10	18	29
지배주주지분포괄이익	7	7	10	18	28
EBITDA	15	17	24	34	47

## 주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	264	273	406	701	1,105
BPS	5,463	5,725	6,112	6,793	7,876
DPS	0	0	0	0	0
성장성(% YoY)					
매출증가율	1.1	13.1	23.3	25.2	22.7
영업이익증가율	(22.3)	16.8	56.8	61.9	50.4
순이익증가율	(25.9)	5.1	48.7	72.7	57.7
EPS증가율	(27.5)	3.4	48.7	72.7	57.7
EBITDA증가율	(12.6)	13.4	41.8	42.9	40.4
수익성(%)					
영업이익률	13.3	13.7	17.4	22.5	27.6
순이익률	10.4	9.7	11.7	16.1	20.7
EBITDA Margin	22.5	22.6	26.0	29.6	33.9
ROA	4.1	3.6	4.9	7.7	10.7
ROE	5.9	5.1	7.2	11.4	15.7
배당수익률	-	-	-	-	-
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	(31)	(34)	(32)	(41)	(40)
차입금/자본총계비율(%)	34.0	35.1	35.4	33.6	30.4
Valuation(X)					
PER	143.4	128.0	84.2	48.8	31.0
PBR	6.9	6.1	5.6	5.0	4.3
EV/EBITDA	63.6	51.5	35.7	24.9	18.1

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
씨젠(096530)	2016.06.10	매수	43,000 원
	2016.11.06	매수	50,000 원



■ Compliance notice

- 당사는 2017년 4월 6일 현재 씨젠 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2017.3.31 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
77.4%	21.7%	0.9%

※최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.