



Portfolio에 약이되는 Analyst **김미현**입니다.

(02)3770-3547

miriam.kim@tongyang.co.kr

동양증권

씨젠 (096530)

Fisher 통한 미국수출 확장 기대

투자의견: BUY (M)
목표주가: 100,000원 (D)

제약/바이오

주가	66,300원
자본금	65억원
시가총액	8,683억원
주당순자산	4,114원
부채비율	63.07%
총발행주식수	13,096,100주
60일 평균 거래대금	120억원
60일 평균 거래량	160,347주
52주 고	85,500원
52주 저	42,050원
외인지분율	3.54%
주요주주	천종윤 외 19인 56.44%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	(9.5)	9.6	(4.6)
상대	(3.5)	(9.3)	(2.1)
절대(달러환산)	(8.9)	14.5	3.2



자료: Datastream



Why This Report

기다리던 동사의 해외 제휴 계약이 한두 건씩 체결되고 있는 것 같습니다. 워낙 높은 PER에 거래되고 있는 종목이라 Valuation의 Re-rating을 기대하기는 어렵겠지만, 해외 제휴 확장을 근거로 실적 전망에 대해 보다 자신감을 가져도 될 것 같습니다. 따라서 향후 긍정적인 관점의 접근이 유효할 듯 합니다. 연말인데 제약/바이오 기업들 뉴스가 많아 좀 정신이 없네요^^;

Investment Point

Fisher Scientific 과 미국지역 분자진단 제품 공급계약 체결

▶ 동사는 전일 글로벌 의료/바이오 업체 Fisher Scientific 과 미국시장에 대한 분자진단 제품 공급계약을 체결하였다. Fisher Scientific 은 연매출과 시가총액이 각각 13조원, 24조원에 달하는 Thermo Fisher Scientific 의 유통전문 자회사로 전세계 병원, 대형 검진센터 및 대학 연구소에 제품을 공급하고 있어, 향후 씨젠 분자진단 제품의 미국시장 수출 확대가 기대된다.

4분기 해외제휴 체결로 양호한 실적 기대

▶ K-IFRS 별도 기준 동사의 4분기 매출액은 186억원(+56.3% YoY, +48.8 QoQ), 영업이익 69억원(+213.6% YoY, +263.2% QoQ, OPM 37.1%), 순이익 60억원(+300.0% YoY, +252.9 QoQ)으로 시장 기대치에 부합할 것으로 보인다. 4분기 Fisher Scientific 을 포함한 해외제휴로 인해 유입될 계약금의 규모는 약 20억원으로 추정된다.

투자의견 BUY 유지, 목표주가 100,000원으로 소폭 하향

- Fisher 유통 계약으로 향후 미국 대형 검진센터 분자진단 제품 공급 기대
- 연말연초 기다리던 해외 제휴 가시화 예상, 긍정적인 접근 추천

Forecasts and valuations (K-IFRS 별도)

(단위: 억원, 원, %, 배)

결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	246	394	542	801	954
매출액증가율	87.0	60.3	37.5	47.8	19.2
영업이익	66	99	150	288	342
조정영업이익	66	101	153	292	347
지배주주귀속 순이익	60	94	130	248	297
지배주주 귀속 EPS	521	717	990	1,894	2,270
증가율	-41.1	37.6	38.1	91.3	19.9
PER	90.5	73.1	66.9	35.0	29.2
PBR	19.2	16.8	16.3	11.2	8.1
EV/EBITDA	40.3	58.1	51.5	27.9	23.1
ROA	21.4	15.6	15.7	25.5	24.7
ROE	31.3	25.8	27.6	37.9	32.2

자료: 동양증권

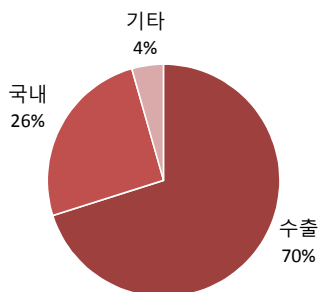
■ Fisher Scientific 과 미국지역 분자진단 제품 공급계약 체결

동사는 전일 글로벌 의료/바이오 업체 Fisher Scientific 과 미국시장에 대한 분자진단 제품 공급계약을 체결하였다. Fisher Scientific 은 연매출과 시가총액이 각각 13조원, 24조원에 달하는 Thermo Fisher Scientific 의 유통전문 자회사로 전세계 병원, 대형 검진센터 및 대학 연구소에 제품을 공급하고 있어, 향후 씨젠 분자진단 제품의 미국시장 수출 확대가 기대된다.

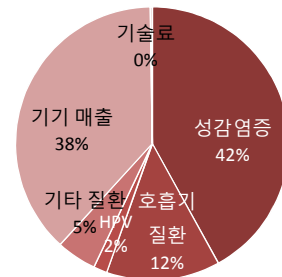
Fisher Scientific 향후 씨젠의 호흡기 바이러스 16종 동시검사 제품, 폐렴(박테리아) 5종 동시검사 제품, 결핵 및 1,2차 약제내성 동시검사 제품 등을 미국 대형 검사센터를 대상으로 마케팅 및 세일즈를 하기로 했고, 씨젠은 검사센터별 맞춤형 시약도 개발/공급할 예정이다. 씨젠은 우선 겨울철 호흡기 환자 증가에 대비해 호흡기 관련 제품을 공급하기로 하였으며, 특히 동사의 결핵 검사제품은 38종의 약제내성(돌연변이) 유전자를 동시다중으로 검사할 수 있는 제품으로 한번의 검사로 결핵균, 다제내성 결핵균 및 광범위 다제내성균 스크리닝이 가능한 유일한 제품이다.

현재 씨젠의 주요 제품은 성감염증 진단제품이며, 성감염증 제품의 대부분은 미국의 대형 검진센터인 BRL(Bio-Reference Laboratories)에 공급되고 있다. 즉 전세계 분자진단 시장의 45%를 점유하고 있는 미국시장의 수출 확대가 동사에 중요한 성장동력이다.

씨젠 매출 구성 (2012F)



씨젠 제품군별 매출 비중 (3Q12)



자료: 동양증권 리서치센터

주: HPV(Human Papilloma Virus, 자궁경부암 원인균)

자료: 동양증권 리서치센터

씨젠 부문별 매출

(단위: 억원)

	2009	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	2011	1Q12	2Q12	3Q12	YoY%	QoQ%
총매출	246	80	90	88	136	411	101	130	125	41.2%	-4.4%
YoY%	87.0%	67.8%	40.6%	35.6%	96.4%	67.2%	27.1%	44.5%	41.2%		
국내	90	15	25	27	44	110	24	29	33	19.9%	10.9%
YoY%	51.5%	-31.2%	9.0%	19.8%	93.0%	23.3%	63.5%	17.4%	19.9%		
해외	156	65	65	61	95	286	74	100	92	50.3%	-8.3%
YoY%	116.1%	148.6%	58.2%	44.1%	103.8%	83.1%	14.5%	53.4%	50.3%		
기타(해외제휴 관련)	0	1	1	15	-3	14	3	1	0	-98.4%	-74.5%
YoY%		NA	NA	NA	NA	NA	246.3%	19.5%	-98.4%		

자료: 동양증권 리서치센터

■ 4분기 해외제휴 체결로 양호한 실적 기대

K-IFRS 별도 기준 동사의 4분기 매출액은 186억원(+56.3% YoY, +48.8 QoQ), 영업이익 69억원(+213.6% YoY, +263.2% QoQ, OPM 37.1%), 순이익 60억원(+300.0% YoY, +252.9 QoQ)으로 시장 기대치에 부합할 것으로 보인다. 4분기 Fisher Scientific 을 포함한 해외제휴로 인해 유입될 계약금의 규모는 약 20억원으로 추정된다.

씨젠 4분기 경영실적 전망 (K-IFRS 별도)

(단위: 억원)

	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12F (동양)	YoY	QoQ	4Q12F (Consensus)	2012F (동양)	2013F (동양)	2012F (Consensus)	2013F (Consensus)
매출액	119	101	130	125	186	56.3%	48.8%	200	542	801	564	840
매출원가	44	25	38	44								
COGS%	37.0%	24.8%	29.2%	35.2%								
매출총이익	75	76	92	81								
판관비	44	51	53	59								
SG&A%	37.0%	50.5%	40.8%	47.2%								
기타손익	9	-1	3	3								
영업이익	22	26	36	19	69	213.6%	263.2%	76	150	288	166	308
OPM%	18.5%	25.7%	27.7%	15.2%	37.1%			38.0%	27.7%	36.0%	29.4%	36.7%
비영업손익	1	-1	-1	-1	5	400.0%	흑전		7	4		
세전계속사업이익	23	25	35	18	74	221.7%	311.1%		153	292		
법인세비용	8	2	5	1	14	75.0%	1300.0%		23	44		
Tax Rate%	35%	8%	14%	6%	19%				15%	15%		
당기순이익	15	23	30	17	60	300.0%	252.9%	82	130	248	149	275
NPM%	12.6%	22.8%	23.1%	13.6%	32.3%			41.0%	24.0%	31.0%	26.4%	32.7%

자료: FnGuide, 동양증권 리서치센터

씨젠 부문별 매출

(단위: 억원)

	2009	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	2011	1Q12	2Q12	3Q12	YoY%	QoQ%
호흡기	49	12	13	15	17	58	16	15	17	8.1%	12.4%
YoY%	-5.0%	-0.4%	-0.7%	44.7%	28.6%	17.0%	29.6%	12.9%	8.1%		
성감염증	90	25	32	29	59	145	43	54	53	82.9%	-2.3%
YoY%	179.0%	39.7%	34.2%	14.5%	157.1%	61.3%	72.0%	69.0%	82.9%		
% of sales	36.6%	31.6%	35.3%	32.6%	43.6%	35.3%	42.8%	41.3%	42.2%		
자궁경부암	10	9	11	9	13	42	10	8	2	-79.3%	-77.0%
YoY%	37.2%	316.5%	262.8%	276.0%	471.8%	324.7%	9.4%	-22.3%	-79.3%		
기타제품	56	7	8	17	1	33	9	8	6	-63.7%	-29.1%
YoY%	227.6%	-37.4%	-58.9%	132.9%	-95.5%	-42.0%	37.3%	2.5%	-63.7%		
상품(분석기기)	41	27	27	18	50	121	20	44	48	158.2%	7.2%
YoY%	178.4%	587.6%	534.8%	-7.0%	283.5%	197.3%	-26.4%	66.4%	158.2%		
% of sales	16.6%	33.5%	29.6%	20.9%	36.5%	29.5%	19.4%	34.0%	38.2%		
기타	0	0	0	15	-3	13	3	1	0	-100.0%	-100.0%
YoY%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1190.9%	NA	-100.0%		

자료: 동양증권 리서치센터

■ 실적전망 조정으로 목표주가 소폭 하향, 투자의견 BUY 유지

동사에 대한 실적 전망을 아래와 같이 조정하며 이에 따라 목표주가는 110,000원에서 100,000원(DCF)으로 소폭 하향하나, 투자의견은 매수(BUY)를 유지한다.

씨젠 실적추정 변경

(단위: 억원)

	신규 추정			기존 추정			Change %		
	2012F	2013F	2014F	2012F	2013F	2014F	2012F	2013F	2014F
매출	542	801	954	604	800	1,001	-10.3%	0.1%	-4.7%
영업이익	150	288	347	191	267	345	-21.5%	7.9%	0.6%
OPM%	28%	36%	36%	32%	33%	34%			
세전계속사업이익	153	292	350	194	272	353	-21.1%	7.4%	-0.8%
순이익	130	248	297	177	246	318	-26.6%	0.8%	-6.6%

자료: 동양증권 리서치센터

씨젠 DCF Valuation

(단위: 십억원)

(Won in billion)	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F	Continuing
NOPLAT	12.7	24.5	29.1	34.0	38.8	
Depreciation & Amortization	1.7	1.8	1.9	2.2	2.4	
Free Cash	14.4	26.3	31.0	36.2	41.2	
Working Capital Increase	12.6	19.5	12.8	13.1	12.6	
Capex	1.6	2.1	2.6	3.2	3.7	
Total investment	14.2	21.6	15.4	16.3	16.3	
Free Cash Flow	0.2	4.7	15.6	19.9	24.9	26.1
PVIF(Present Value Interest Factor)	1.00	0.94	0.88	0.83	0.78	0.73
PV of FCF	0.2	4.4	13.8	16.5	19.4	
Terminal Value						1,742
* Share Price Calculation			* WACC Calculation			
FCF growth (normalized, %)	5.0		Beta		0.9	
Terminal growth (%)	5.0		Rf		2.8	
WACC	6.5		Risk Premium		6.0	
PV of FCF	1,271		Dividend Yield (%)		0.0	
PV of continuing value	1,325		Re		8.2	
Sum	-9					
Net Debt	1,334		We		0.4	
Equity value	1,271		Wd		0.6	
# of Shares ('000)	13,096		Re		8.2	
Share Price (calculated)	101,877		Rd		6.0	
Stock Price	66,300		WACC		6.5	
Total Return	53.7%					

자료: 동양종합금융증권 리서치센터

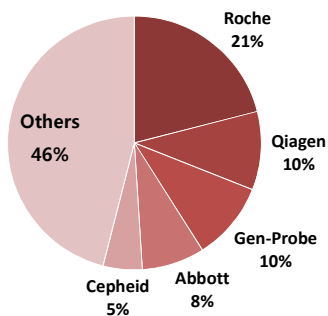
분자진단 관련 기업 Valuation Table (2012F)

(단위: \$mn)

	시총	매출액	영업이익	순이익	OPM%	매출액 YoY%	영업이익 YoY%	ROE(%)	2012F PER(x)	2013F PER(x)	PBR(x)	EV/EBIT DA(x)	YTD%
분자진단 업체													
Roche Holding AG (Switzerland)	174,806	49,514	16,297	12,412	32.9	2.8	7.0	77.3	13.4	12.0	16.5	10.9	15.0
QIAGEN NV (Netherlands)	4,387	1,239	303	222	24.5	5.9	139.9	8.5	18.0	16.0	1.6	15.0	31.0
Abbott Laboratories (US)	103,281	38,624	9,705	8,062	25.1	-0.6	51.1	29.2	12.9	13.0	3.9	10.0	15.0
Cepheid Inc (US)	2,262	332	-9	-2	-2.6	19.7	-323.3	-4.9	NA	96.0	9.8	213.3	0.0
Luminex Corp (US)	692	201	24	13	11.9	9.2	0.8	5.9	51.2	36.0	2.7	22.4	-22.0
Seegene Inc (S. Korea)	808	53	16	15	30.4	42.1	75.1	32.5	55.3	32.0	21.3	82.5	-11.0
평균					20.4	13.2	-8.3	24.8	146.1	34.2	9.3	59.0	4.7
진단장비 업체													
Bio-Rad Laboratories Inc (US)	3,026	2,049	254	156	12.4	-1.2	-13.9	8.2	19.8	19.0	1.6	7.2	9.0
Life Technologies Corp (US)	8,806	3,789	1,092	705	28.8	1.3	51.1	14.3	13.0	12.0	1.9	8.7	26.0
미국 주요 의료검진센터													
Quest Diagnostics Inc	9,567	7,530	1,319	711	17.5	0.3	32.6	16.7	13.3	12.0	2.3	8.6	4.0
Laboratory Corp of America Holdings	8,313	5,662	1,077	652	19.0	2.2	4.7	22.3	12.7	12.0	3.1	8.5	2.0
Bio-Reference Labs Inc	821	661	75	42	11.4	18.4	27.4	17.0	19.6	17.0	3.6	7.8	81.0
Seegene 제휴사													
Thermo Fisher Scientific	23,324	12,396	2,358	1,776	19.0	5.7	75.2	11.8	13.3	12.0	1.7	12.4	38.0

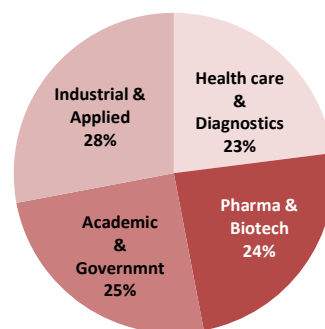
자료: Bloomberg, 동양증권 리서치센터

분자진단 시장의 글로벌 기업 (2010)



자료: 동양증권 리서치센터

Thermo Fisher Scientific 매출 비중 (2011)



자료: Thomson, 동양증권 리서치센터

씨젠 (096530) 추정재무제표 (K-IFRS 별도)

손익계산서					
(단위: 억원)					
결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	246	394	542	801	954
매출원가	70	125	160	215	258
매출총이익	176	269	381	585	697
판매비	110	168	228	293	349
조정영업이익	66	101	153	292	347
기타영업손익	0	-3	-4	-5	-6
외환관련손익	0	-1	-2	-3	-4
이자손익	0	0	0	0	0
기타	0	-2	-2	-2	-2
영업이익	66	99	150	288	342
EBITDA	77	117	167	306	361
영업외손익	-3	2	3	4	8
외환관련손익	-2	0	0	0	0
이자손익	-2	2	3	4	8
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	1	0	0	0	0
법인세비용차감전순이익	63	101	153	292	350
법인세비용	3	8	23	44	52
계속사업순이익	60	94	130	248	297
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	60	94	130	248	297
지배지분순이익	60	94	130	248	297
포괄순이익	60	90	126	244	293
지배지분포괄이익	60	90	126	244	293

주: 1. 조정영업이익은 매출총이익에서 판매비를 차감한 금액임
2. EBITDA는 조정영업이익 기준임

현금흐름표					
(단위: 억원)					
결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업활동 현금흐름	-28	-28	50	101	220
당기순이익	60	94	130	248	297
감가상각비	4	6	7	10	12
외환손익	1	0	2	3	4
종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-111	-166	-126	-195	-128
기타현금흐름	18	38	38	36	34
투자활동 현금흐름	-93	-161	-30	-35	-40
투자자산	0	-109	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-21	-11	-16	-21	-26
유형자산 감소	0	1	0	0	0
기타현금흐름	-72	-42	-14	-14	-14
재무활동 현금흐름	201	248	-52	-52	-52
단기차입금	9	-53	-53	-53	-53
사채 및 장기차입금	0	300	0	0	0
자본	191	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	0	1	1	1	1
연결범위변동 등 기타	0	0	17	16	15
현금의 증감	80	59	-15	30	143
기초 현금	45	125	184	169	200
기말 현금	125	184	169	200	343
NOPLAT	66	99	150	288	342
FCF	-57	-67	2	46	156

자료: 동양증권

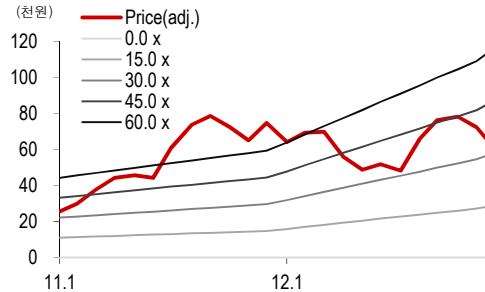
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함
4. 2010년 이전은 K-GAAP 기준, 2011년 이후는 K-IFRS 기준임

재무상태표					
(단위: 억원)					
결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
유동자산	313	629	715	921	1,169
현금및현금성자산	125	184	169	200	343
매출채권 및 기타채권	110	245	334	492	586
재고자산	32	27	37	54	65
비유동자산	104	156	155	158	165
유형자산	22	28	37	48	62
관계기업등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	24	26	26	26	26
자산총계	416	785	869	1,079	1,333
유동부채	91	61	20	-15	-54
매입채무 및 기타채무	38	51	63	81	95
단기차입금	53	0	-53	-106	-159
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	6	316	316	316	316
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	302	302	302	302
부채총계	97	378	336	301	262
지배지분	319	407	533	777	1,071
자본금	65	65	65	65	65
자본잉여금	230	232	232	232	232
이익잉여금	24	109	239	487	784
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	319	407	533	777	1,071
순차입금	-105	-41	-80	-163	-359
총차입금	53	302	249	196	143

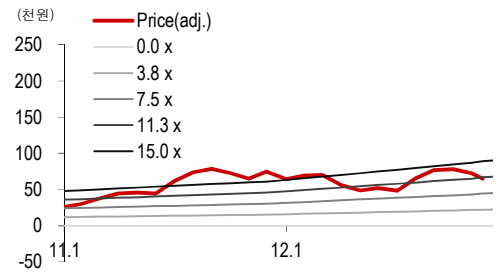
Valuation 지표					
(단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
EPS	521	717	990	1,894	2,270
BPS	2,458	3,116	4,071	5,936	8,176
EBITDAPS	658	897	1,276	2,333	2,757
SPS	2,100	3,020	4,139	6,114	7,288
DPS	0	0	0	0	0
PER	90.5	73.1	66.9	35.0	29.2
PBR	19.2	16.8	16.3	11.2	8.1
EV/EBITDA	40.3	58.1	51.5	27.9	23.1
PSR	22.5	17.3	16.0	10.8	9.1

재무비율					
(단위: 배, %)					
결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액 증가율 (%)	87.0	60.3	37.5	47.8	19.2
영업이익 증가율 (%)	44.1	49.6	51.5	92.1	18.8
조정영업이익 증가율 (%)	44.1	53.6	51.2	90.6	18.9
지배순이익 증가율 (%)	28.2	55.2	38.6	91.4	19.8
매출총이익률 (%)	71.6	68.3	70.4	73.1	73.0
영업이익률 (%)	26.9	25.1	27.6	35.9	35.8
조정영업이익률 (%)	26.9	25.7	28.3	36.5	36.4
지배순이익률 (%)	24.5	23.7	23.9	31.0	31.2
EBITDA 마진 (%)	31.3	29.7	30.8	38.2	37.8
ROIC	52.0	36.9	35.8	50.9	47.7
ROA	21.4	15.6	15.7	25.5	24.7
ROE	31.3	25.8	27.6	37.9	32.2
부채비율 (%)	30.6	92.7	63.1	38.8	24.5
순차입금/자기자본 (%)	-33.0	-10.1	-14.9	-21.0	-33.5
영업이익/금융비용 (배)	23.0	21.3	39.1	95.5	155.6

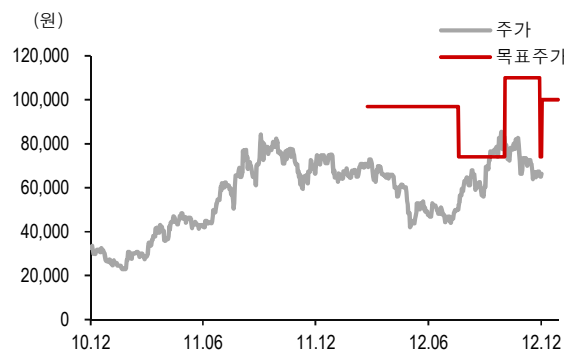
PER Band chart



PBR Band chart



씨젠 (096530) 투자등급 및 목표주가 추이



날짜	투자의견	목표주가
2012-12-21	BUY	100,000
2012-12-18	BUY	74,000
2012-10-22	BUY	110,000
2012-08-08	BUY	74,000
2012-06-04	BUY	97,000
2012-05-08	BUY	97,000
2012-04-16	BUY	97,000
2012-04-05	BUY	97,000
2012-03-13	BUY	97,000

자료: 동양증권

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 김미현)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 3단계(Buy, Hold, Sell)와 위험도 2단계(H:High, L:Low)로 구분
- Buy : 10%이상(Low)/20%이상(High), Hold: -10~10%(Low)/-20%~20%(High), Sell: -10%이상(Low)/-20%이상(High)
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2008년 2월19일부터 당사 투자등급이 기존 5단계(Strong Buy, Buy, MarketPerform, UnderPerform, Sell)에서 3단계(Buy, Hold, Sell)와 리스크 2단계(High, Low)로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.