

마크로젠 (038290)

마진 높은 해외사업 이제부터 시작이다

바이오

Results Comment
2013. 5. 29

(Maintain)	매수
목표주가 (원, 12M)	55,000
현재주가(13/05/28, 원)	39,250
상승여력	40%

영업이익(13F, 십억원)	8
Consensus 영업이익(13F, 십억원)	8
EPS 성장률(13F, %)	81.8
MKT EPS 성장률(13F, %)	21.6
P/E(13F, x)	34.7
MKT P/E(13F, x)	9.4
KOSDAQ	585.76
시가총액(십억원)	224
발행주식수(백만주)	6
유동주식비율(%)	88.9
외국인 보유비중(%)	4.2
베타(12M, 일간수익률)	0.63
52주 최저가(원)	20,550
52주 최고가(원)	43,700
주가상승률(%)	1개월 2.4 6개월 37.2 12개월 72.2
절대주가	0.2 33.4 63.3
상대주가	



제약/바이오

김나연
02-768-3251
irene.kim@dwsec.com

1Q13 Review: 순이익 당사추정치를 상회, 급격한 실적 개선 가속화될 전망

1분기 실적은 IFRS별도기준 매출액 108.4억원(+19.1% YoY), 영업이익 5.3억원(+49.6% YoY), 순이익 9.2억원(+48.8% YoY)으로 당사추정치를 상회하였다. 1분기 인센티브 지급에도 불구하고 전년동기대비 영업이익과 순이익이 크게 개선된 주요 요인은 1) 외형 성장에 따른 원가율 관리 효과, 2) 기타영업외수익 때문이다. 2분기 실적은 매출액 155억원, 영업이익 20억원으로 분기 사상 최대 매출액이 예상된다.

동사 매출 비중의 86.8%를 차지하는 시퀀싱 사업부는 프리미엄 유전자 분석 서비스 'Axeq' 빠른 매출 증가로 연평균 40.4%(CAGR 2010~2012, 2009년 결산월 변경)으로 성장하고 있다. 이는 시퀀싱 시장의 성장 속도가 가속화되고 있음을 증명하는 것이다.

맞춤처방, 건보재정 문제에 대한 해결 실마리 제공

1) **국내사업:** 마크로젠이 국내 시장에서 NGS서비스 제품 출시를 미루고 미국 중심의 해외시장에서 사업 확대를 하고 있는 이유는 국내에 관련 법규가 아직 마련되어 있지 않아서이다. 그러나 다행히 복지부도 맞춤처방을 위한 유전체 진단산업에 대한 가이드를 마련하고 있는 것으로 알려지고 있어 산업의 성장은 물론 동사의 국내 사업도 확장될 수 있을 전망이다.

2) **미국 자회사(MCL, MacroGen Clinical Lab):** 미국 어린이병원에 이어 하반기 주요 종합병원과의 계약으로 clinical sequencing 서비스를 제공할 예정이다. 정확한 질병진단 및 개인 특이성이 고려된 치료약 처방은 생존율 증가는 물론, 건강보험제정의 부담을 경감시켜주기 때문에 각국 정부는 유전체 사업에 대한 투자를 활발하게 진행할 것으로 보인다.

3) **투자회사 LSG:** 최근 Thermo Fisher는 Life Tech을 US\$ 13.6 billion의 가치로 매입한다고 밝혔다. 지난 12월 Amgen의 deCODE genetics 인수 이후 유전체 산업 내 가장 큰 빅딜에 해당한다. Fisher는 미래 진단 및 치료제 개발 tool로서의 sequencing 중요성을 알고 분석 장비를 확보하기 위한 투자를 했다. 최근 Illumina등의 관련주들의 주가가 outperform하고 있고 동사의 미국자회사인 LSG의 M&A 가치도 높아지고 있다.

투자의견 매수, 목표주가 55,000원 유지

개인유전체 시장은 시퀀싱 장비의 발달로 서비스 가격이 하락하면서 성장하고 있다. 2013년 정부도 R&D 투자 사업 중 하나로 유전체 사업을 꼽을 정도로 유전체 분석의 중요성이 커지고 있다. 그러나 정부정책도 중요하지만 시장의 형성은 예방개념이 보편화되어 있으면서 CLIA인증을 통해 시퀀싱 기술의 임상 적용에 대한 법률, 제도들이 확립되어 있는 선진 시장 주도로 성장해 나갈 것으로 판단한다. 따라서 미국 병원과의 임상진행은 동사가 글로벌 선두업체임을 증명해주는 것이다.

결산기 (12월)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액 (십억원)	23	31	43	57	80	112
영업이익 (십억원)	2	5	5	8	12	18
영업이익률 (%)	7.2	17.3	12.5	14.0	15.5	16.5
순이익 (십억원)	1	3	4	6	11	15
EPS (원)	218	498	622	1,130	1,961	2,661
ROE (%)	3.0	6.6	7.4	11.7	17.5	19.6
P/E (배)	64.6	72.7	46.9	34.7	20.0	14.8
P/B (배)	2.0	4.7	3.2	3.8	3.2	2.6

주: K-IFRS 별도 기준

자료: 마크로젠, KDB대우증권 리서치센터

1Q13 Review: 순이익 당사추정치를 상회, 급격한 실적 개선 가속화될 전망

1분기 실적은 IFRS별도기준 매출액 108.4억원(+ 19.1% YoY), 영업이익 5.3억원(+ 49.6% YoY), 순이익 9.2억원(+ 48.8% YoY)으로 당사추정치를 상회하였다. 1분기 인센티브 지급에도 불구하고 전년동기 대비 영업이익과 순이익이 크게 개선된 주요 요인은 1) 외형 성장에 따른 원가율 관리 효과, 2) 기타 영업외수익 때문이다. 2분기 실적은 매출액 155억원, 영업이익 20억원으로 분기 사상 최대 매출액이 예상된다.

동사 매출 비중의 86.8%를 차지하는 시퀀싱 사업부는 프리미엄 유전자 분석 서비스 'Axeq' 빠른 매출 증가로 연평균 40.4%(CAGR 2010~2012, 2009년 결산월 변경)으로 성장하고 있다. 이는 시퀀싱 시장의 성장 속도가 가속화되고 있음을 증명하는 것이다.

표 1. 1분기 주요 손익 추정 및 컨센서스

(십억원, %, %p)

	1Q12	4Q12	1Q13P			성장률	
			잠정실적	KDB대우 추정치	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	9.1	11.9	10.8	11.3	NA	19.1	-9.0
영업이익	0.4	1.7	0.5	0.5	NA	49.6	-69.0
영업이익률	3.9	14.5	4.9	4.8	NA	1.0	-9.5
세전이익	0.6	0.6	0.9	0.8	NA	48.8	48.4
순이익	0.6	-0.1	0.9	0.8	NA	48.8	흑전

주: 회계처리 변경에 따라 2012년 4분기부터 조정영업이익으로 반영

자료: FnGuide, KDB대우증권 리서치센터

표 2. 마크로젠 분기별 실적 추이

(십억원, %, %p)

구분		2012					2013F					1Q13	
		1Q	2Q	3Q	4Q	연간	1Q	2QF	3QF	4QF	연간	YoY	QoQ
매출액	수출 (시퀀싱)	6.0	7.2	6.3	6.8	26.3	6.6	9.4	9.8	9.1	34.9	10.0	-2.9
	수출 (DNA/BAC chip)	0.1	0.2	0.2	0.2	0.6	0.2	0.3	0.3	0.2	1.0	100.0	0.0
	내수 (시퀀싱)	2.0	2.9	2.5	3.6	10.9	2.8	4.2	3.4	5.5	15.9	40.0	-22.2
	내수 (DNA/BAC chip)	0.8	1.1	1.1	1.2	4.2	1.1	1.4	1.3	1.4	5.2	37.5	-8.3
	기타	0.2	0.2	0.1	0.1	0.8	0.1	0.2	0.0	0.0	0.3	-50.0	0.0
	계	9.1	11.6	10.2	11.9	42.8	10.8	15.5	14.8	16.2	57.3	18.7	-9.2
영업이익		0.3	1.8	1.5	1.7	5.4	0.5	1.9	3.2	2.5	8.1	78.3	-68.5
영업이익률		3.9	15.5	14.5	14.5	12.5	5.0	12.3	21.7	15.2	14.1	1.1	-9.5
세전계속사업이익		0.6	1.5	1.5	0.6	4.2	0.9	1.9	2.3	2.5	7.7	48.8	48.5
당기순이익		0.6	1.5	1.5	-0.1	3.5	0.9	1.9	2.3	1.3	6.4	48.8	흑전
세전계속사업이익률		6.8	12.9	14.7	5.2	9.8	8.6	12.4	15.7	15.7	13.4	1.7	3.3
당기순이익률		6.8	12.9	14.7	-1.0	8.2	8.6	12.4	15.7	7.9	11.2	1.7	9.6

주: 회계처리 변경에 따라 2012년 4분기부터 조정영업이익으로 반영

자료: 마크로젠, KDB대우증권 리서치센터

표 3. 마크로젠 수익 예상 변경

(십억원, 원, %, %p)

구분	변경 전			변경 후			변경률			변경사유
	12	13F	14F	12	13F	14F	12	13F	14F	
매출액	42.8	58.0	81.6	42.8	57.3	80.2	0.0	-1.2	-1.7	- 영업외수익 예상
영업이익	5.4	8.1	12.6	5.4	8.0	12.4	0.0	-1.2	-1.7	
세전계속사업이익	4.2	8.8	13.6	4.2	7.7	12.5	0.0	-12.1	-8.4	
순이익	3.5	7.6	11.6	3.5	6.4	11.2	0.0	-15.2	-3.5	
EPS	622	1,336	2,037	622	1,130	1,961	0.0	-15.4	-3.7	
영업이익률	12.5	14.0	15.5	12.5	14.0	15.5	0.0	0.0	0.0	
세전계속사업이익률	9.9	15.1	16.7	9.9	13.5	15.6	0.0	-1.7	-1.1	
순이익률	8.2	13.1	14.2	8.2	11.2	13.9	0.0	-1.9	-0.3	

주: 회계처리 변경에 따라 2012년 4분기부터 조정영업이익으로 반영

자료: 마크로젠, KDB대우증권 리서치센터

맞춤처방, 건보재정 문제에 대한 해결 실마리 제공

의료산업의 발전은 인간의 오랜 꿈인 생명연장을 가져왔으나 그 대가로 고령인구와 만성질환의 급속 증가라는 숙제도 동시에 안겨주었다. 건강보험 재정측면에서는 의약품 소비 증가와 고가의 신규 치료법 적용으로 감당하기 어려운 수준의 의료비 상승을 가져왔고 이는 심각한 재정 위협요인이 되고 있다. 정부는 보편적 복지를 통해 보장범위를 확대하려 하고 있다. 이를 가능케 하는 방법 중 하나는 **개인별 맞춤의료를 실현하여 조기진단, 예방을 활성화하는 것이다**. 맞춤의료는 **사회적 비용증가와 고령화시대 진입에 따른 건강보험 재정의 부담을 경감시키는 방법이 될 것이다**.

남들과는 다른 행보를 보이고 있는 동사는 지난 12월 미국 메릴랜드에 CLIA(Clinical Laboratory Improvement Amendments) 연구실을 갖춘 자회사(MCL, Macrogen Clinical Laboratory)를 신설하고 하반기 미국 종합병원과 개인맞춤형 의료(Personalized medicine)를 가능케 하는 유전체진단서비스를 본격적으로 시작한다. 정확한 질병진단 및 개인 특이성이 고려된 치료약 처방은 생존율 증가는 물론, 건강보험재정의 부담을 경감시켜주기 때문에 각 국가 정부는 유전체 사업에 대한 투자를 활발하게 진행할 것으로 보인다. 미국 정부는 2013년, 한국정부는 2014년부터 관련산업 육성을 위한 예산을 집행할 것이라고 밝힌 바 있다.

1) 국내사업: 마크로젠이 국내 시장에서 NGS서비스 제품 출시를 미루고 미국 중심의 해외시장에서 사업 확대를 하고 있는 이유는 국내에 관련 법규가 아직 마련되어 있지 않아서이다. 그러나 다행히 복지부도 맞춤 처방을 위한 유전체 진단산업에 대한 가이드를 마련하고 있는 것으로 알고 있어 산업의 성장은 물론 동사의 국내 사업도 확장할 수 있을 것으로 예상된다.

2) 미국 자회사(MCL, Macrogen Clinical Lab): 미국 어린이병원에 이어 하반기 주요 종합병원과의 계약으로 clinical sequencing 서비스를 제공할 예정이다. 정확한 질병진단 및 개인 특이성이 고려된 치료약 처방은 생존율 증가는 물론, 건강보험재정의 부담을 경감시켜주기 때문에 각 국가 정부는 유전체 사업에 대한 투자를 활발하게 진행할 것으로 보인다.

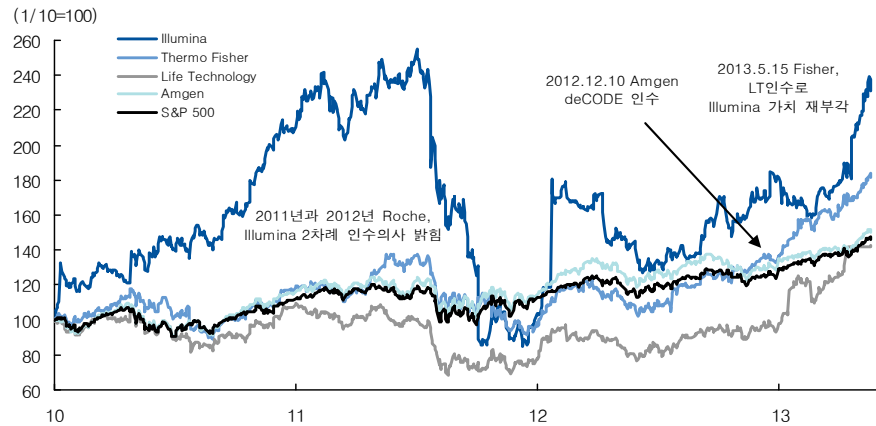
3) 투자회사 LSG: 최근 Thermo Fisher는 Life Tech을 13.6 billion의 가치로 매입한다고 밝혔다. 지난 12월 Amgen의 deCODE genetics인수 이후 유전체 산업 내 가장 큰 빅딜에 해당한다. Fisher는 미래 진단 및 치료제 개발 tool로서의 sequencing 중요성을 알고 분석 장비를 확보하기 위한 투자했다. 이후 관련 업종 내 회사인 Illumina등의 관련주들이 outperform하고 있으며 동사의 미국자회사인 LSG의 M&A 가치도 높아지고 있다.

그림 1. 정부의 높은 산업 육성 의지



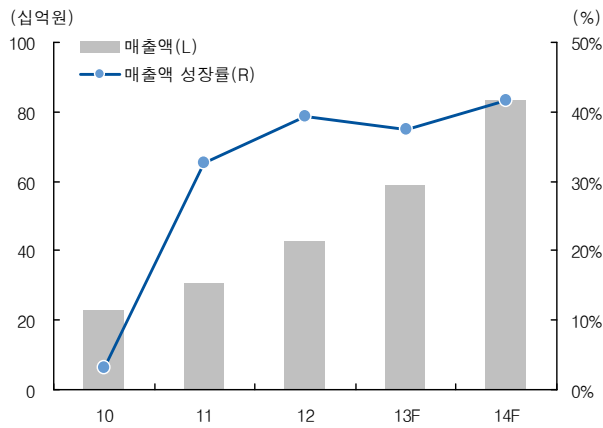
자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 글로벌 유전체 관련 업체 M&A 이슈와 주가추이



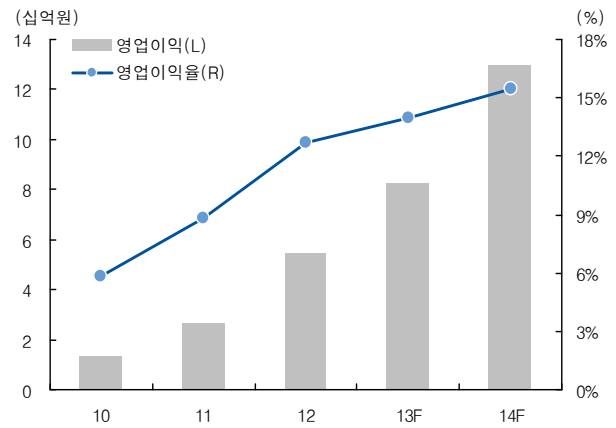
자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 3. 매출액 및 매출액 성장률 추이 및 전망



자료: 마크로젠, KDB대우증권 리서치센터

그림 4. 영업이익 및 영업이익률 추이 및 전망



자료: 마크로젠, KDB대우증권 리서치센터

마크로젠

마진 높은 해외사업 이젠부터 시작이다

마크로젠 (038290)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액	43	57	80	112
매출원가	25	32	44	60
매출총이익	18	26	37	51
판매비와관리비	13	18	24	33
조정영업이익	5	8	12	18
영업이익	5	8	12	18
비영업손익	-1	0	0	1
순금융비용	0	0	0	-1
관계기업등 투자손익	-1	0	0	0
세전계속사업손익	4	8	13	19
계속사업법인세비용	1	1	1	4
계속사업이익	4	6	11	15
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	4	6	11	15
지배주주	4	6	11	15
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	4	7	11	15
지배주주	4	7	11	15
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	10	13	16	21
FCF	-3	10	13	16
EBITDA마진율 (%)	23.7	21.7	20.0	19.2
영업이익률 (%)	12.5	14.0	15.5	16.5
지배주주귀속 순이익률 (%)	8.2	11.2	13.9	13.6

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
영업활동으로 인한 현금흐름	11	10	13	16
당기순이익	4	6	11	15
비현금수익비용가감	9	6	5	6
유형자산감가상각비	5	4	4	3
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	-2	0	0	0
영업활동으로인한자산및부채의변동	-1	-1	-2	-2
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-1	-3	-5	-7
재고자산 감소(증가)	-2	-2	-2	-3
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	2	1	2	3
법인세납부	0	-1	-1	-4
투자활동으로 인한 현금흐름	-25	-1	0	0
유형자산처분(취득)	-12	0	0	0
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-11	0	0	0
기타투자활동	-3	-1	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	16	-2	-2	-2
장단기금융부채의 증가(감소)	15	0	0	0
자본의 증가(감소)	2	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	0	-2	-2	-2
현금의증가	1	8	12	14
기초현금	4	6	14	26
기말현금	6	14	26	40

자료: 마크로젠, KDB대우증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
유동자산	48	61	81	106
현금 및 현금성자산	6	14	26	40
매출채권 및 기타채권	9	12	17	24
재고자산	5	6	8	12
기타유동자산	2	2	3	4
비유동자산	34	32	30	30
관계기업투자등	3	3	3	3
유형자산	27	22	19	16
무형자산	0	0	0	0
자산총계	82	93	111	136
유동부채	13	17	24	33
매입채무 및 기타채무	4	5	7	10
단기금융부채	0	0	0	0
기타유동부채	9	12	17	23
비유동부채	17	17	17	18
장기금융부채	13	13	13	13
기타비유동부채	2	3	3	3
부채총계	30	34	41	51
지배주주지분	52	58	70	85
자본금	3	3	3	3
자본잉여금	46	46	46	46
이익잉여금	3	10	21	36
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	52	58	70	85

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
P/E (x)	46.9	34.7	20.0	14.8
P/CF (x)	19.8	20.6	15.1	12.3
P/B (x)	3.2	3.8	3.2	2.6
EV/EBITDA (x)	14.8	16.1	11.7	8.1
EPS (원)	622	1,130	1,961	2,661
CFPS (원)	1,476	1,909	2,599	3,185
BPS (원)	9,117	10,219	12,187	14,854
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	39.3	33.9	39.9	39.2
EBITDA증가율 (%)	11.1	22.7	28.9	33.2
영업이익증가율 (%)	0.6	49.8	54.9	48.2
EPS증가율 (%)	24.9	81.8	73.5	35.7
매출채권 회전율 (회)	5.2	5.6	5.7	5.7
재고자산 회전율 (회)	11.8	11.0	11.2	11.1
매입채무 회전율 (회)	20.4	23.2	23.7	23.6
ROA (%)	5.0	7.4	11.0	12.3
ROE (%)	7.4	11.7	17.5	19.6
ROIC (%)	17.2	24.1	44.4	62.4
부채비율 (%)	57.6	58.9	59.4	60.0
유동비율 (%)	375.4	357.6	337.9	319.2
순차입금/자기자본 (%)	-37.4	-47.1	-56.2	-63.0
영업이익/금융비용 (x)	4.0	5.2	8.1	12.0

마크로젠

마진 높은 해외사업 이제부터 시작이다

Compliance Notice

- 당사는 자료작성일 현재 해당 회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인함. 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없음을 확인함. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인함.
- 투자의견 분류 및 적용기준 (시장대비 상대이익 기준, 주가(—), 목표주가(==), Not covered(☒))
 - ▲매수(20% 이상), ■Trading Buy(10% 이상 예상되거나 주가에 영향을 주는 변수의 불확실성이 높은 경우), ●중립(±10% 등락), ◆비중축소(10% 이상 하락)
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.

