Portfolio에 약이되는 Analyst 김미현입니다.
(02)3770-3547 miriam.kim@tongyang.co.kr

동양증권

씨젠 (096530)

해외제휴는 시간의 문제일 듯

투자의견: BUY (M)
목표주가: 70,000원 (M)

제약/바이오

주가	60,700원
자본금	82억원
시가총액	10,008억원
주당순자산	4,138원
부채비율	94.44%
총발행주식수	16,775,709주
60일 평균 거래대금	70억원
60일 평균 거래량	124,552주
52주 고	72,000원
52주 저	43,400원
외인지분율	4.40%
주요주주	천종윤 외 21인 50.04%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	17.9	(0.2)	(10.7)
상대	22.6	8.7	(12.9)
절대(달러환산)	18.4	5.4	(8.1)

자료: Datastream

Why This Report

지난 9 월 메디톡스가 미국 Allergan 과 체결한 대규모 해외 제휴 영향으로 국내 바이오 기업의 해외 제휴에 대한 기대가 증가하고 있습니다. 금일 발간한 연간전망에서 서술하였듯이 이는 근거있는 기대가 되지 않을까 합니다. 동사는 실적이 회복되고 있고, 특히 해외에서도 인지도 있는 분자진단 기업으로 글로벌 분자진단 회사와의 전략적 제휴가 기대되며 시간의 문제이지 않을까 합니다!^^

Investment Point

분자진단 시약 매출 증가로 영업이익률 28.5% 회복

▶ 동사는 올해 수익성이 분기별로 개선되어 지난 3분기에 영업이익률 28.5%을 기록하였다. 동사는 올해 매출 650~670억원, 영업이익 200억원의 실적 가이던스를 유지하고 있으며, 제품(시약) 매출 460억원, 상품(장비) 매출 140억원, 해외제휴 관련 매출 최대 70억원을 예상하고 있다.

2014년 내수 고성장 + 해외 전략적 제휴 본격화(Strategic Alliance) 기대

▶ 동사는 지난 8~9월 성감염증 진단제품(DPO 기술 적용) 및 자궁경부암 진단제품(TOCE 기술 적용)에 대해 정부로부터 신의료기술 인증을 받았으며, 따라서 내년 초부터 건강보험 급여가 가능해진다. 따라서 국내 Product Portfolio 가 현재 호흡기 진단 및 상품(분석기기)에서 성감염증 진단 및 자궁경부암 진단으로 확대되면서, 국내 매출 성장률은 내년에도 전년대비 30~50%의 고성장을 기록할 것으로 기대된다.

▶ 향후 동사가 TOCE 기술 등에 대해 글로벌 기업과 전략적 제휴를 체결할 가능성이 높다고 보이며, 이러한 해외 제휴를 통해 동사는 글로벌 분자진단 기업으로 한 단계 도약할 기회를 얻을 것으로 기대된다.

투자의견 BUY, 목표주가 70,000원 유지

- **기기 판매 이후, 분자진단 시약 매출 본격적으로 증가면서 영업이익률 28.5% 회복**
- **동시다중(Multiplex) 분자진단 기술 보유로 글로벌 분자진단 회사와 전략적 제휴 가능성**

Forecasts and valuations (K-IFRS 별도) (단위: 억원, 원, %, 배)

결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	394	517	668	794	898
매출액증가율	60.3	31.3	29.1	18.9	13.1
영업이익	101	122	194	241	278
영업이익률	25.6	23.6	29.0	30.4	31.0
지배주주귀속 순이익	94	91	168	213	252
지배주주 귀속 EPS	717	695	1,021	1,291	1,530
증가율	40.9	-3.1	46.9	26.4	18.5
PER	73.1	91.7	59.4	47.0	39.7
PBR	16.8	16.7	14.7	11.2	8.7
EV/EBITDA	56.8	58.4	45.5	36.1	30.8
ROA	15.6	11.2	16.7	16.6	16.6
ROE	25.9	22.0	32.9	30.0	26.8

주: 영업이익=매출총이익-판관비 / 자료: 동양증권

씨젠 3 분기 실적 (K-IFRS 별도) (단위: 억원)

	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	**3Q13**	YoY	QoQ	3Q13F(Consensus)	2012	2013F(Consensus)
매출액	125	161	135	142	**151**	20.8%	6.5%	148	517	686
매출원가	44	60	46	31	**35**	-20.5%	11.4%		166	
COGS%	35.2%	37.3%	34.2%	22.2%	**23.2%**				32.1%	
매출총이익	81	101	89	110	**115**	42.0%	4.2%		351	
판관비	59	66	65	74	**72**	22.0%	-2.7%		229	
SG&A%	47.2%	41.0%	48.3%	52.2%	**47.7%**				44.3%	
영업이익	22	35	24	37	**43**	95.5%	17.4%	41	122	185
OPM%	17.6%	21.7%	17.5%	25.8%	**28.5%**			27.7%	23.6%	27.0%
영업외손익	-4	-9	5	4	**-14**	NA	NA	-4	-18	-2
세전이익	18	26	29	40	**29**	61.1%	-28.1%	37	104	183
법인세비용	1	5	3	9	**4**	300.0%	-56.9%	4	13	26
Tax Rate%	6%	19%	10%	23%	**14%**			11%	13%	14%
당기순이익	17	21	26	31	**25**	47.1%	-19.4%	33	91	157
NPM%	13.6%	13.0%	19.3%	21.9%	**16.6%**			22.3%	17.6%	22.9%

자료: 동양증권 리서치센터

씨젠 부문별 매출 (단위: 억원)

	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	2012	1Q13	2Q13	**3Q13**	YoY%	QoQ%
총매출	101	130	125	161	517	135	142	**151**	20.9%	6.4%
yoy%	27.1%	44.5%	41.2%	35.4%	31.3%	33.0%	8.6%	**20.9%**		
국내	24	29	33	45	131	64	43	**48**	46.7%	12.6%
yoy%	63.5%	17.4%	19.9%	67.3%	39.6%	167.5%	44.6%	**46.7%**		
해외	74	100	92	111	377	63	99	**103**	12.0%	3.8%
yoy%	14.5%	53.4%	50.3%	17.0%	31.8%	-15.1%	-1.0%	**12.0%**		
기타(해외제휴 등)	3	1	0	5	9	7	0	**10**	NA	NA
yoy%	246.3%	19.5%	-98.4%	NA	-34.4%	157.4%	NA	**NA**		

자료: 동양증권 리서치센터

씨젠 지역별 매출 비중 (단위: 억원)

	2010	2011	2012	3Q13(YTD)	매출 비중
Total Sales	246	394	517	427	100.0%
Domestic sales	90	94	131	155	36.2%
Overseas sales	156	286	377	255	59.7%
North America	85	156	220	120	28.2%
Europe	40	78	90	82	19.2%
Asia/Middle East/Africa	31	52	67	53	12.4%

자료: 동양증권 리서치센터

씨젠 질환군별 매출 (단위: 억원)

	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	2012	1Q13	2Q13	**3Q13**	YoY%	QoQ%
시약 매출	72	77	71	90	310	65	102	**107**	50.6%	4.6%
yoy%	54.3%	38.1%	33.0%	17.2%	33.3%	-9.7%	32.9%	**50.6%**		
% of sales	71.1%	59.0%	57.0%	56.0%	60.0%	48.3%	72.3%	**71.0%**		
호흡기	18	15	17	23	73	31	21	**26**	56.0%	24.0%
YoY%	47.2%	12.9%	8.1%	93.8%	38.0%	72.2%	41.5%	**56.0%**		
성감염증	44	54	53	42	192	26	60	**41**	-22.5%	-32.1%
YoY%	74.1%	69.0%	82.9%	-19.6%	39.3%	-41.3%	11.5%	**-22.5%**		
% of sales	43.3%	41.3%	42.2%	26.1%	37.2%	19.1%	42.4%	**27.0%**		
자궁경부암	10	8	2	25	45	8	21	**40**	1992.2%	88.4%
YoY%	9.4%	-22.3%	-79.3%	97.0%	7.7%	-18.7%	155.1%	**1992.2%**		
% of sales	10.0%	6.4%	1.5%	15.4%	8.7%	6.1%	15.1%	**26.8%**		
기타제품	7	6	6	5	24	16	15	**10**	62.7%	-32.6%
YoY%	-1.6%	-25.0%	-63.7%	-236.7%	-16.8%	137.4%	134.0%	**62.7%**		
상품(분석기기)	20	44	48	64	175	46	25	**24**	-49.8%	-4.5%
YoY%	-26.4%	64.0%	158.2%	32.6%	45.8%	135.7%	-43.7%	**-49.8%**		
% of sales	19.4%	34.0%	38.2%	39.7%	33.9%	34.3%	17.6%	**15.8%**		
기타	3	1	0	5	8	7	0	**10**	NA	NA
YoY%	1190.9%	NA	-100.0%	-259.7%	-36.7%	157.4%	-96.6%	**NA**		

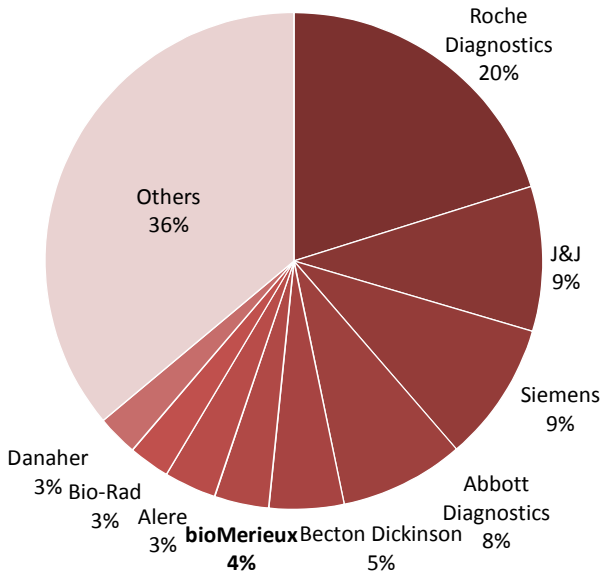
자료: 동양증권 리서치센터

분자진단 관련 기업 Valuation Table (2013F) (단위: USD mn)

	시총	매출액	영업이익	순이익	OPM%	매출액 YoY%	영업이익 YoY%	ROE(%)	2013F PER(x)	2014F PER(x)	PBR(x)	EV /EBITDA(x)	YTD%
분자진단 업체													
Roche Holding AG (Switzerland)	240,464	51,423	19,491	13,831	16.4	5.9	7.6	66.9	17.0	15.9	15.5	10.9	38.5
QIAGEN NV (Netherlands)	5,721	1,309	343	265	1.1	4.3	66.5	9.7	21.4	20.2	2.1	16.7	31.5
Abbott Laboratories (US)	58,662	21,923	3,956	3,181	2.0	-45.0	108.9	13.1	18.8	17.0	2.5	NA	21.1
Cepheid Inc (US)	2,906	390	-13	6	0.2	17.8	-105.4	-4.8	272.9	150.8	10.5	115.1	26.5
Luminex Corp (US)	784	215	18	15	0.4	5.9	-21.2	7.9	47.7	30.9	3.0	31.5	11.5
Seegene Inc (S. Korea)	948	60	17	14	0.9	31.4	59.6	28.8	65.8	39.8	23.4	68.9	-0.6
평균					3.5	3.4	19.3	20.3	73.9	45.8	9.5	48.6	21.4
진단장비 업체													
Bio-Rad Laboratories Inc (US)	3,491	2,116	220	131	4.6	2.3	-14.6	5.2	26.6	22.2	1.3	8.1	15.9
Life Technologies Corp (US)	13,057	3,840	1,105	737	4.1	1.1	49.7	15.5	18.3	17.0	2.6	11.9	54.1
미국 주요 의료검진센터													
Quest Diagnostics Inc (US)	8,996	7,125	1,166	637	3.9	-3.5	-2.9	15.1	15.8	14.5	2.3	9.6	6.2
Laboratory Corp of America (US)	9,153	5,821	1,039	646	7.0	2.6	-1.0	23.1	15.1	13.8	3.6	8.9	20.9
Bio-Reference Labs Inc (US)	994	712	88	50	1.8	7.6	15.7	18.0	20.0	17.4	3.8	6.9	25.5
Seegene 제휴사													
Thermo Fisher Scientific (US)	36,415	12,930	2,513	1,957	5.4	3.4	60.7	11.9	18.8	17.0	2.2	14.7	58.0

주: 볼드체는 분자진단 매출 비중이 높은 기업
자료: 동양증권 리서치센터

체외진단 (IVD, In Vitro Diagnostics) 시장의 주요 기업들 (2011)



주: 씨젠은 bioMeriux 와 식품 안전검사(Food Safety Testing) 관련 비독점 기술이전 계약을 체결하였음
자료: 동양증권 리서치센터

씨젠 (096530) 추정재무제표 (K-IFRS 별도)

손익계산서 (단위: 억원)

결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	**394**	**517**	**668**	**794**	**898**
매출원가	125	166	176	214	243
매출총이익	269	351	491	580	654
판관비	168	229	297	339	376
영업이익	101	122	194	241	278
EBITDA	120	146	224	281	326
영업외손익	**0**	**-18**	**-2**	**3**	**11**
외환관련손익	**-1**	**-13**	**-2**	**-2**	**-2**
이자손익	2	-3	3	7	15
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	**-2**	**-1**	**-2**	**-2**	**-2**
법인세비용차감전순손익	101	104	192	244	289
법인세비용	8	13	25	31	37
계속사업순손익	94	91	168	213	252
중단사업순손익	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
당기순이익	**94**	**91**	**168**	**213**	**252**
지배지분순이익	94	91	168	213	252
포괄순이익	90	89	166	211	251
지배지분포괄이익	90	89	166	211	251

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)

결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
유동자산	**629**	**526**	**793**	**940**	**1,117**
현금및현금성자산	184	43	203	259	362
매출채권 및 기타채권	245	332	424	503	567
재고자산	27	47	61	73	82
비유동자산	**156**	**310**	**378**	**452**	**533**
유형자산	28	45	61	80	101
관계기업등 지분관련자산	0	26	52	79	105
기타투자자산	**26**	**10**	**10**	**10**	**10**
자산총계	785	836	1,172	1,392	1,650
유동부채	61	73	76	85	92
매입채무 및 기타채무	51	51	54	63	70
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	316	344	494	494	494
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	**302**	**314**	**464**	**464**	**464**
부채총계	378	417	569	578	585
지배지분	**407**	**419**	**603**	**814**	**1,065**
자본금	65	65	82	82	82
자본잉여금	232	232	232	232	232
이익잉여금	109	195	363	576	828
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	407	419	603	814	1,065
순차입금	-41	191	181	125	22
총차입금	302	315	465	465	465

현금흐름표 (단위: 억원)

결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	**-28**	**37**	**147**	**225**	**287**
당기순이익	94	91	168	213	252
감가상각비	6	11	12	16	20
외환손익	0	11	2	2	2
종속,관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-166	-138	-89	-66	-52
기타현금흐름	38	62	54	60	64
투자활동 현금흐름	**-161**	**-97**	**-127**	**-142**	**-157**
투자자산	-109	43	-26	-26	-26
유형자산 증가 (CAPEX)	-11	-26	-29	-35	-41
유형자산 감소	1	1	0	0	0
기타현금흐름	-42	-115	-72	-81	-90
재무활동 현금흐름	248	-79	167	0	0
단기차입금	**-53**	**0**	**0**	**0**	**0**
사채 및 장기차입금	300	0	150	0	0
자본	0	0	17	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	1	-79	0	0	0
연결범위변동 등 기타	0	0	-29	-27	-27
현금의 증감	59	-139	158	56	103
기초 현금	125	184	44	203	259
기말 현금	184	44	203	259	362
NOPLAT	101	122	194	241	278
FCF	-65	-33	81	149	198

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
EPS	717	695	1,021	1,291	1,530
BPS	3,116	3,809	4,138	5,420	6,940
EBITDAPS	917	1,117	1,362	1,702	1,977
SPS	3,020	3,951	4,060	4,814	5,445
DPS	0	0	0	0	0
PER	73.1	91.7	59.4	47.0	39.7
PBR	16.8	16.7	14.7	11.2	8.7
EV/EBITDA	56.8	58.4	45.5	36.1	30.8
PSR	17.3	16.1	15.0	12.6	11.1

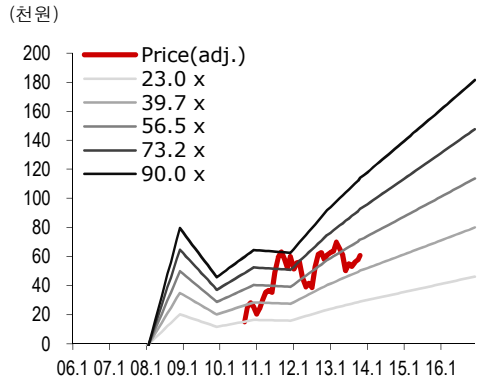
재무비율 (단위: 배, %)

결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액 증가율 (%)	60.3	31.3	29.1	18.9	13.1
영업이익 증가율 (%)	54.8	20.5	58.9	24.2	15.3
지배순이익 증가율 (%)	58.9	-2.7	84.5	26.7	18.5
매출총이익률 (%)	68.3	67.9	73.6	73.1	72.9
영업이익률 (%)	25.7	23.6	29.1	30.4	31.0
지배순이익률 (%)	23.7	17.6	25.2	26.8	28.1
EBITDA 마진 (%)	30.4	28.3	33.5	35.3	36.3
ROIC	38.1	26.1	29.3	29.4	28.9
ROA	15.6	11.2	16.7	16.6	16.6
ROE	25.9	22.0	32.9	30.0	26.8
부채비율 (%)	92.7	99.4	94.4	71.0	55.0
순차입금/자기자본 (%)	-10.1	45.5	30.1	15.4	2.1
영업이익/금융비용 (배)	21.9	8.9	9.5	11.8	13.7

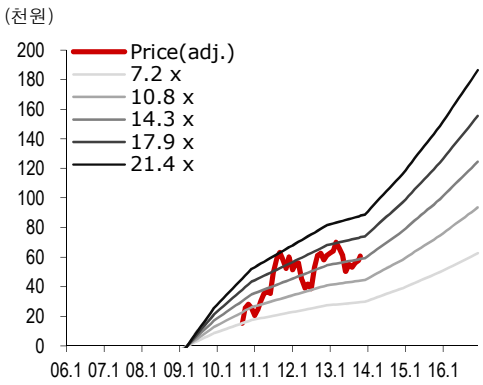
자료: 동양증권

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

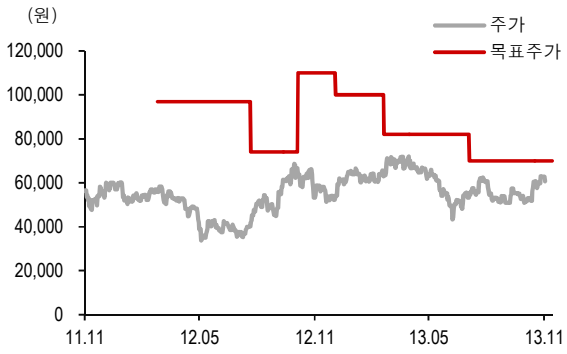
PER Band chart



PBR Band chart



씨젠 (096530) 투자등급 및 목표주가 추이



날짜	투자의견	목표주가
2013-11-20	BUY	70,000
2013-11-08	BUY	70,000
2013-10-16	BUY	70,000
2013-09-17	BUY	70,000
2013-08-19	BUY	70,000
2013-08-12	BUY	70,000
2013-07-22	BUY	70,000
2013-04-17	BUY	82,000
2013-04-16	BUY	82,000
2013-03-19	BUY	82,000

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 배우자는 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: -10이상(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 신뢰할만하다고 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.