



2018년 2월 27일 | Equity Research



제약/바이오 Overweight

진단기업들의 밸류에이션 리레이팅

- 진단기업들 밸류에이션 디레이팅
- 글로벌 관점에서 고성장 중인 진단산업
- 2018년 실적개선 및 R&D 모멘텀이 있는 진단기업은?

Collaboration report

Top picks 및 관심종목

씨젠(096530) | BUY | TP 43,000원(신규) | CP(2월26일) 35,750원
아이센스(099190) | BUY | TP 34,000원(신규) | CP(2월26일) 28,000원
파나진(046210) | BUY | TP Not Rated | CP(2월26일) 9,300원
바디텍메드(206640) | BUY | TP 23,000원(신규) | CP(2월26일) 19,800원



제약/바이오 Analyst 선민정
02-3771-7785
rssun@hanafn.com



중소형·코스닥 Analyst 이정기
02-3771-7522
robert.lee@hanafn.com



중소형·코스닥 Analyst 이동건
02-3771-8197
shawn1225@hanafn.com



CONTENTS

Summary	3
1. 여전히 기고 있는 진단기업들	6
1) 밸류에이션 디레이팅	6
2) 성장을 둔화와 모멘텀 부재	9
2. 고성장 중인 진단시장	11
1) 진단기기에 대한 정의	11
2) 진단기기 기술 분류	12
Top Picks 및 관심종목	15
씨젠 (096530)	16
아이센스 (099190)	32
파나진 (046210)	46
바디텍메드 (206640)	58

2018년 2월 27일 | Equity Research

제약/바이오

진단기업들의 밸류에이션 리레이팅

진단기업들 밸류에이션 디레이팅

2017년 11월 코스닥 랠리시 주가가 크게 아웃퍼폼한 신약개발 회사들과는 달리 진단회사들의 주가는 크게 반등하지 못하였다. 2016년 한미약품의 올무티닙 반환 이후 헬스케어 섹터 전 종목이 하향조정된 이후 신약개발 회사들은 다시 R&D 가치를 부여받고 있으나, 진단이나 의료기기 회사들의 경우 밸류에이션이 디레이팅 되면서 과거와 같은 높은 밸류를 받지 못한채 주가도 역시 기어가고 있는 상황이다.

글로벌 관점에서 고성장 중인 진단산업

Frost&Sullivan 시장조사 보고서에 따르면 체외 진단시장은 2016년 616억 달러에서 연평균 7.8%로 성장 2025년에는 1,214억 달러 규모로 확대될 것으로 전망되고 있다. 이러한 고성장은 과학기술이 발달하고 기술간의 융복합화가 가속화 되면서 과거 오랫동안 유지되었던 검사분야도 빠르게 변화되고 있기 때문이다. 소형화와 자동화, 그리고 IT가 접목된 진단방식에 대한 요구가 증대하고 있으며, 적은양으로 빠른 시간 내에 검사가 가능한 현장진단에 대한 니즈가 증가하고 있다.

2018년 실적개선 및 R&D 모멘텀이 있는 진단기업은?

2015년 대비 저평가 받고 있는 진단기업들 중 2016~2017년의 부진을 딛고 탄탄한 기술력을 바탕으로 2018년 본격적으로 실적개선에 들어갈 수 있는 진단기업들을 주목해 볼 필요가 있다. 올해 실적이 크게 개선될 수 있는 기업으로 아이센스와 씨젠을, 탄탄한 기술력을 바탕으로 신제품 출시 및 시장확대가 기대되는 파나진, 그리고 작년 일시적 이유로 중국진출이 막히면서 YoY 역성장했던 바디텍메드는 올해 실적 턴어라운드를 기대해 본다.

Collaboration report

Overweight

Top picks 및 관심종목

종목명	투자 의견	TP(12M)	CP(2월26일)
씨젠(096530)	BUY(신규)	43,000원(신규)	35,750원
아이센스(099190)	BUY(신규)	34,000원(신규)	28,000원
파나진(046210)	Not Rated(신규)	Not Rated	9,300원
바디텍메드(206640)	BUY(신규)	23,000원(신규)	19,800원

Financial Data

투자지표	단위	2015	2016	2017P	2018F	2019F
매출액	십억원	65.1	73.7	87.7	107.4	130.9
영업이익	십억원	8.6	10.1	14.0	19.9	26.2
세전이익	십억원	8.9	9.4	3.0	18.7	25.1
순이익	십억원	6.8	7.1	4.0	14.3	19.3
EPS	원	262	272	154	547	735
증감률	%	(27.6)	3.8	(43.4)	255.2	34.4
PER	배	144.20	128.73	217.56	65.41	48.67
PBR	배	6.93	6.10	5.70	5.56	4.99
EV/EBITDA	배	65.59	53.09	43.50	36.88	29.94
ROE	%	5.89	5.14	2.81	9.36	11.34
BPS	원	5,463	5,725	5,879	6,426	7,160
DPS	원	0	0	0	0	0

주: 씨젠 재무제표임



제약/바이오 Analyst 선민정

02-3771-7785
rssun@hanafn.com



중소형·코스닥 Analyst 이정기

02-3771-7522
robert.lee@hanafn.com



중소형·코스닥 Analyst 이동건

02-3771-8197
shawn1225@hanafn.com

RA 박현욱

02-3771-7606
auseing@hanafn.com

Summary

Catalyst

- 작년 11월 코스닥 랠리 이후 신약개발 회사들의 주가는 크게 아웃퍼폼
- 이에 반해 진단기업들의 주가는 여전히 바닥
- 진단기업들의 밸류에이션이 디레이팅된 이후 고밸류를 부여받지 못한채 주가는 기어가고 있는 상황
- 2018년 본격적으로 실적개선이 두드러진 진단기업에 주목할 필요가 있음

신약개발회사들은 2015년 전고점 돌파

- 작년 하반기부터 신약개발과 관련된センチ멘탈 회복
- 작년 11월 코스닥 랠리시 큰폭으로 주가 상승
- 많은 신약개발 회사들의 주가는 2015년 전고점 돌파
- 신약개발 기업들의 1년간 주가상승률은 평균 160%

신약개발 회사들의 주가수익률

(단위: 십억원, %)

종목명	시가총액	1개월	3개월	6개월	12개월
신라젠	6453.4	-8.9	-16.5	299.2	838.6
바이로메드	3499.2	-6.6	36.7	112.5	119.3
제넥신	1918.1	17.8	68.0	121.1	143.4
에이치엘비	1528.3	-10.7	14.3	210.0	192.7
크리스탈	667.0	-7.0	18.9	102.8	62.0
레고켐바이오	709.9	13.3	87.2	96.5	132.1
인트론바이오	595.5	-20.3	5.2	26.9	47.8
젬백스	470.6	-2.9	-5.0	43.7	18.2
펩트론	499.2	-10.6	33.0	57.4	68.7
큐리언트	219.8	-21.0	-1.5	24.2	20.8
아이진	241.9	-7.2	22.5	84.5	121.6

자료: 하나금융투자

진단 및 의료기기 회사들의 주가는 제자리 걸음

- 의료기기 기업들의 경우 2015년 평균 25배의 PER을 받았으나 현재는 평균 18.7배로 밸류에이션 디레이팅
- 진단기업들의 주가는 2015년 전고점 대비 평균 58.4% 낮음
- 성장률 둔화와 모멘텀 부재에 기인

진단개발 회사들의 주가수익률

(단위: 십억원, %)

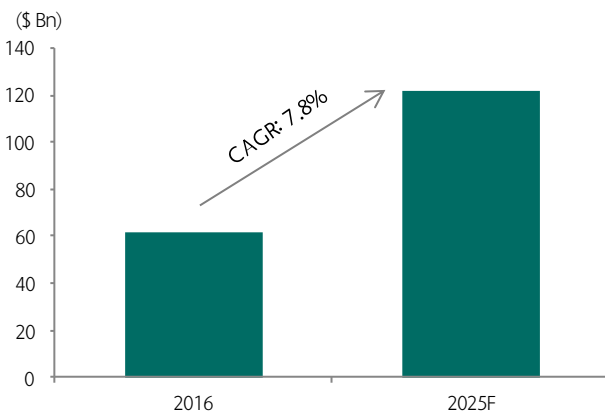
종목명	시가총액	1개월	3개월	6개월	12개월
씨젠	928.7	-2.5	9.8	19.2	4.0
파나진	298.8	-5.5	57.4	66.1	51.8
바디텍메드	442.7	-6.2	1.1	24.6	2.5
아이센스	368.8	-3.2	13.1	16.2	-8.7
엑세스바이오	142.9	-3.3	7.9	23.2	-4.9
녹십자엠에스	126.2	-5.0	0.0	25.1	23.4

자료: 하나금융투자

고성장 중인 진단시장

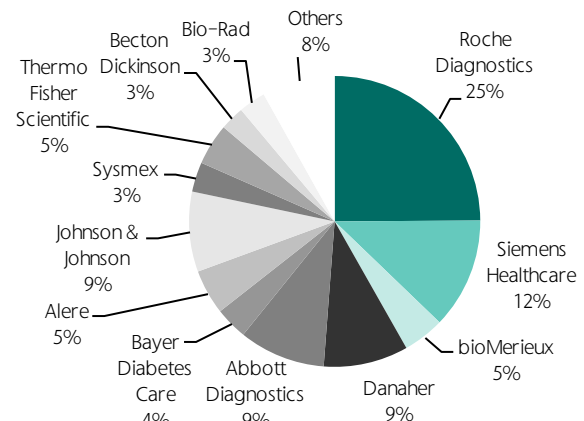
- 진단시장은 2016년 616억 달러에서 연평균 7.8%로 성장 2025년에는 1,214억 달러 규모로 확대될 것으로 전망
- 과학기술이 발달하고 기술간의 융복합화가 가속화되면서 과거 오랫동안 유지되었던 검사분야도 빠르게 변화
- 소형화와 자동화, 그리고 IT가 접목된 진단방식에 대한 요구가 증대
- 적은양으로 빠른 시간 내에 검사가 가능한 현장진단에 대한 니즈가 증가

글로벌 체외 진단시장 규모 및 전망



자료: 산업자료, 하나금융투자

체외진단 기업들의 시장점유율



자료: 씨젠, 하나금융투자

체외 진단 기술적 분류(1)

면역화학적 진단(Immunochemistry)	
기술 개요	<ul style="list-style-type: none"> 항원-항체 반응을 이용하여 각종 암마커, 감염성질환, 갑산성기능, 빈혈, 알러지, 임신, 약물남용 등의 매우 다양한 질환 진단과 추적에 이용 항원-항체 반응을 이용한 다양한 POCT가 개발되고 있음
시장 규모	<ul style="list-style-type: none"> 2016년 약 \$24B 규모로 미국과 같은 선진국에서는 연평균 3.2%로 성장을 둔화 그러나 중국, 동유럽에서의 수요 증가로 전체 시장은 연평균 6.8%로 꾸준한 성장 가능
글로벌 플레이어	<ul style="list-style-type: none"> 로슈, 지멘스, 애보트 3개 기업이 면역 화학적 진단시장의 61%를 점유
관련 국내 기업	<ul style="list-style-type: none"> 바디텍메드, 엑세스바이오, 에이티젠
자가혈당진단(Self Monitoring Blood Glucose, SMBG)	
기술 개요	<ul style="list-style-type: none"> 당뇨환자가 혈당 자가 진단에 활용
시장 규모	<ul style="list-style-type: none"> 2016년 약 \$9.7B 규모로 이머징 마켓(APAC)에서는 연평균 6.5%로 성장 가능 그러나 같은 기간 미국과 같은 선진국 시장에서의 성장률은 약 1.1%로 전체 시장은 연평균 4.4%
글로벌 플레이어	<ul style="list-style-type: none"> 로슈, J&J, 아센시아의 시장점유율은 76.4%
관련 국내 기업	<ul style="list-style-type: none"> 아이센스
현장진단(Point-of-Care Test, POCT)	
기술 개요	<ul style="list-style-type: none"> 주로 면역학, 임상화학 분야에서 검사하던 것을 환자 옆에서 즉각 검사가 가능하도록 함으로써 치료효과를 높이는데 이용 혈액가스 검사, 심근경색 검사, 혈액응고 검사 등에 이용
시장 규모	<ul style="list-style-type: none"> 2016년 약 \$8B 규모로 전 세계적으로 POCT의 방대한 활용가능성으로 연평균 약 8.4% 고성장 견인
글로벌 플레이어	<ul style="list-style-type: none"> Alere, 다나허, 로슈사의 시장 점유율이 60%
관련 국내 기업	<ul style="list-style-type: none"> 바디텍메드, 엑세스바이오

자료: KFT, 하나금융투자

체외 진단 기술적 분류(2)

분자진단(Molecular Diagnostics)	
기술 개요	- 인체나 바이러스 등의 유전자 정보를 담고 있는 핵산(DNA, RNA)을 검사하는 것 - 인간 면역결핍 바이러스(HIV), 인유두종 바이러스(HPV) 등을 검사하거나, 암유전자, 유전질환 검사 등에 이용
시장 규모	- 2016년 약 \$8B 규모로 미국과 서유럽의 선진국들에 의해 연평균 12.7%의 고성장이 지속될 것으로 전망
글로벌 플레이어	- 로슈사가 전체 시장의 25.2% 점유, 그 뒤를 이어 Hologic, Qiagen사가 있으며, 이들 3개 기업의 점유율은 51.2%
관련 국내 기업	- 씨젠, 파나진
혈액진단(Hematology)	
기술 개요	- 혈액과 골수를 연구하는 분야로 적혈구, 백혈구, 혈소판, 헤모글로빈 등 혈액세포를 검사하는 분야로 전혈구 검사(Complete Blood Count, CBC)나 응고 인자검사에 이용
시장 규모	- 2016년 약 \$3B 규모로 이미 설치된 분석인프라에서 활용할 수 있는 새로운 제품의 출시로 연평균 6.1% 지속적 성장 가능
글로벌 플레이어	- 베크만, Sysmex, BD사의 시장점유율은 78.3%, 베크만(다나허)가 미국시장의 점유율을 토대로 33.7% 가장 높은 점유율을 보이고 있음
임상미생물학진단(Clinical Microbiology)	
기술 개요	- 혈청, 혈장, 소변 등 체액 안의 성분을 화학반응을 이용하여 측정하는 것 - 혈당, 전해질, 효소, 호르몬, 지질 등을 측정하여 당뇨, 간질환, 신장질환, 암표지자, 동맥경화, 임신, 불임 등 매우 다양한 질환진단과 추적에 이용
시장 규모	- 2016년 약 \$3.2B 규모로 개발도상국들의 수요증가로 연평균 약 5.6% 지속적 성장 가능
글로벌 플레이어	- bioMérieux, 지멘스, Thermo Fisher사가 전체 시장의 91.4% 점유
지혈진단(Hemostasis)	
기술 개요	- 백혈병, 빈혈, 자가면역질환 등을 진단하거나 치료 후 추적 및 항응고 치료 모니터링에 이용
시장 규모	- 2016년 약 \$2B 규모로 새로운 경구용 항응고 약물의 출시와 응고 분석기에 대한 수요로 연평균 7.7%로 고 성장 가능할 것으로 전망
글로벌 플레이어	- Otago, 지멘스, Instrument Lab, 3개 기업 점유율이 74.8%
관련 국내 기업	- 아이센스
조직진단(Tissue Diagnostics)	
기술 개요	- 인체에서 유래된 검사 대상물을 이용하여 바이러스, 세균, 진균 등을 배양, 동정하고 세균의 항생제 감수성을 검사하여 감염원을 찾아내고 그 치료 약제의 가이드라인을 제공 - 각종 감염에 의한 질병의 진단과 추적에 이용
시장 규모	- 2016년 약 \$3.2B 규모로 동반진단 시장의 급속한 성장에 힘입어 연평균 8.2% 성장 전망
글로벌 플레이어	- 미국시장에서 로슈, 라이카, Thermo Fisher, 사쿠라사가 약 72% 시장 점유
관련 국내 기업	- 파나진

자료: KBIT, 하나금융투자

Top picks

- 씨젠(087010, BUY(신규), TP 60,000원(신규))
- 아이센스(099190, BUY(신규), TP 35,000원(신규))
- 파나진(046210, Not Rated(신규))

관심종목

- 바디텍메드(206640, BUY(신규), TP 23,000원(신규))

1. 여전히 기고 있는 진단기업들

1) 밸류에이션 디레이팅

2017년도 하반기부터 신약개발
센티멘탈 회복

2017년 하반기 신약개발과 관련된 센티멘탈이 회복되고 11월 코스닥 랠리가 시작되면서 코스닥 내에 신약개발 회사들의 주가는 크게 아웃퍼폼하였다. 신라젠과 바이로메드, 제넥신과 같은 기업들은 실적이 적자가 나더라도 개발하고 있는 파이프라인의 가치만으로도 시총 1조를 넘어 10조에 육박할 수 있을 만큼 시장에서 가치를 부여받고 있다.

표 1. 신약개발 회사들의 주가수익률

(단위: 십억원, %)

종목명	시가총액	1개월	3개월	6개월	12개월
신라젠	6453.4	-8.9	-16.5	299.2	838.6
바이로메드	3499.2	-6.6	36.7	112.5	119.3
제넥신	1918.1	17.8	68.0	121.1	143.4
에이치엘비	1528.3	-10.7	14.3	210.0	192.7
크리스탈	667.0	-7.0	18.9	102.8	62.0
레고켐바이오	709.9	13.3	87.2	96.5	132.1
인트론바이오	595.5	-20.3	5.2	26.9	47.8
젬백스	470.6	-2.9	-5.0	43.7	18.2
펩트론	499.2	-10.6	33.0	57.4	68.7
큐리언트	219.8	-21.0	-1.5	24.2	20.8
아이진	241.9	-7.2	22.5	84.5	121.6

자료: 하나금융투자

진단기업들에 대한 기대감은 저조

그러나 신약개발 회사들과는 달리 실제 실적이 나오는 진단기업의 경우 오히려 주가 상승률의 폭은 적었다. 진단기업들은 실제 매출이 발생하는 경우가 많아서 매출 및 이익 성장률을 실제로 확인할 수 있지만, 시장에서 기대하는 것보다는 낮았고, 신약개발 기업 대비 미래 성장률에 대한 기대감이 낮은 탓에 주가상승률이 상대적으로 크지 않은 것으로 나타났다.

표 2. 진단개발 회사들의 주가수익률

(단위: 십억원, %)

종목명	시가총액	1개월	3개월	6개월	12개월
씨젠	928.7	-2.5	9.8	19.2	4.0
파나진	298.8	-5.5	57.4	66.1	51.8
바디텍메드	442.7	-6.2	1.1	24.6	2.5
아이센스	368.8	-3.2	13.1	16.2	-8.7
엑세스바이오	142.9	-3.3	7.9	23.2	-4.9
녹십자엠에스	126.2	-5.0	0.0	25.1	23.4

자료: 하나금융투자

진단기업들의 밸류에이션 De-rating

또한 진단기업들은 의료기기 기업들의 밸류에이션이 2015년 이후 디레이팅 되면서 같이 하향조정되었다. 의료기기 기업들의 경우 헬스케어 섹터가 고점을 찍었던 2015년 평균 25배의 PER을 받았으나, 현재는 평균 18.7배로 밸류에이션이 크게 디레이팅 되었다. 진단회사들의 경우 꾸준한 성장을 보이고 있음에도 불구하고, 과거 가치로 인정 받았던 R&D나 중국 가치 등이 조정받으면서 밸류에이션이 크게 낮아졌다.

신약개발 회사들의 PER을 구할 수 없어서 이들 기업들간의 밸류에이션 차이를 직접적으로 비교하기는 힘들지만, 2017년 코스닥 랠리 시 큰 폭으로 상승했던 신약개발 기업들의 주가가 2015년 전 고점을 뚫고 사상 최고가를 기록했었던 것과는 달리 진단기업들의 경우 2015년 대비 밸류에이션이 디레이팅되면서 아직 진단기업들의 주가는 2015년 전 고점 대비 평균 58.4% 낮다.

그림 1. 바이로메드 주가차트



자료: 하나금융투자

그림 2. 제넥신 주가차트



자료: 하나금융투자

그림 3. 레고켐바이오 주가차트



자료: 하나금융투자

그림 4. 펩트론 주가차트



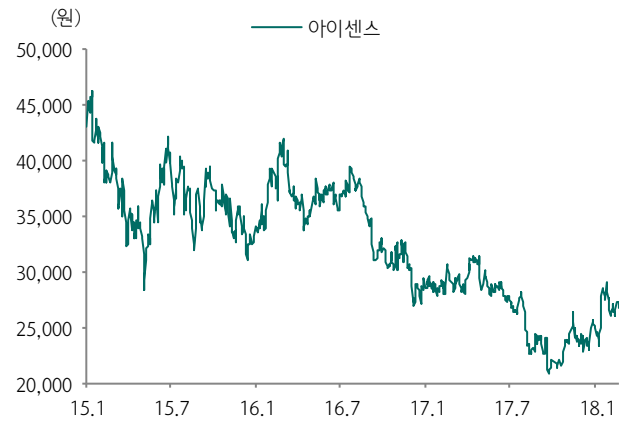
자료: 하나금융투자

그림 5. 씨젠 주가차트



자료: 하나금융투자

그림 6. 아이센스 주가차트



자료: 하나금융투자

그림 7. 바디텍메드 주가차트



자료: 하나금융투자

그림 8. 엑세스바이오 주가차트



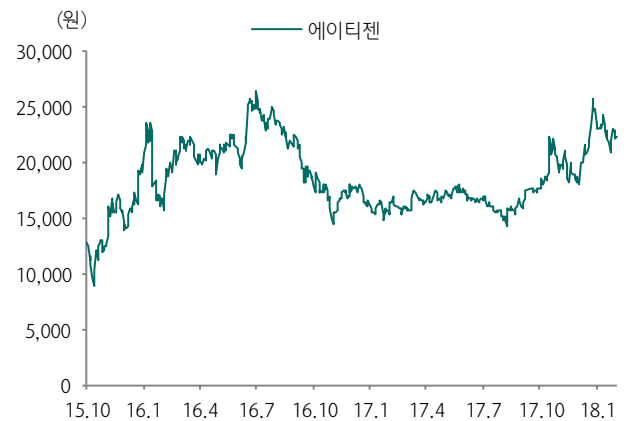
자료: 하나금융투자

그림 9. 녹십자엠에스 주가차트



자료: 하나금융투자

그림 10. 에이티젠 주가차트



자료: 하나금융투자

2) 성장을 둔화와 모멘텀 부재

밸류에이션이 하향조정된 이유

- 1) 성장을 둔화
- 2) 모멘텀 부재

이와 같이 진단기업들의 밸류가 하향조정된 이유는 일부 기업들의 실적 성장률이 기대보다 좋지 않았고, 2015년 기대했었던 모멘텀들이 사라졌기 때문이다. 그러나 실제 실적이 있는 진단기업들의 매출액 성장률을 보면 2014~2017년까지 연간 평균 11.7%를 기록 진단산업은 고성장 산업임은 분명하다. 이러한 성장률만을 놓고 보면 이들이 받는 밸류에이션이 2015년 대비 크게 디레이팅된 이유는 기업들마다 각기 다르기는 하지만 2015년 가치를 부여받았던 부분들이 2016년과 2017년 동안 실현되지 않으면서 밸류에이션도 하향조정된 것으로 보여진다.

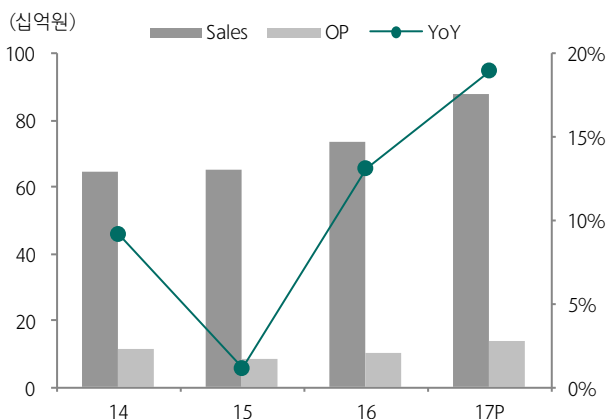
씨젠의 경우 2015년 글로벌 기업들과의 ODM이 연속적으로 체결되면서, 신약개발 기업처럼 기술력과 R&D 모멘텀에 대한 가치가 부과되었으나, 글로벌사가 요구한 기술개발이 늦어지면서 ODM에 대한 시장의 기대치는 매우 낮아진 상황이다. 아이센스의 경우 2015년 중국공장을 완공하면서 곧 거대한 중국시장의 진출이 가시화될 수 있을 것이라는 기대로 인해 높은 밸류에이션을 받았으나, 중국공장 승인이 점차 늦어지면서 2015년 21.9배였던 PER은 현재 2018년 PER은 17.6배 수준으로 크게 디레이팅 된 상황이다.

주목해야 할 진단기업

씨젠, 아이센스, 파나진, 바디텍메드

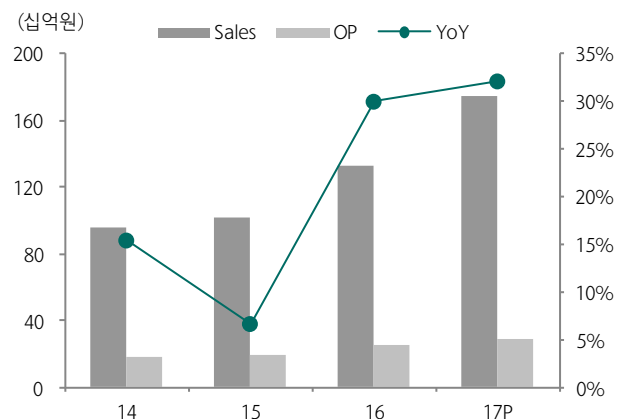
실제로 진단기업들의 실적이나 모멘텀들이 다소 기대 이하였던 것은 사실이다. 그러나 최근 중국의 사드 이슈가 잠잠해지면서 중국관련 모멘텀이 다시 회복되고 있으며, 중국공장 승인이 늦어져서 모멘텀이 부족했던 아이센스와 작년 중국 실적이 꺾이면서 실제 YoY 역성장했던 바디텍메드의 경우 2018년 모멘텀 회복 및 이로인한 실적 개선이 기대된다. 씨젠과 파나진은 분자진단 시장에서 독보적 기술력을 보유한 회사로 씨젠은 탄탄한 기술력을 바탕으로 꾸준히 매출이 성장하고 있으며, 올해는 고성장의 원년이 될 수 있을 것으로 기대된다. 파나진은 점점 수요가 증가하는 동반진단제 시장을 대상으로 향후 실적이 개선될 수 있을 것으로 전망된다.

그림 11. 씨젠 매출액 및 영업이익 추이



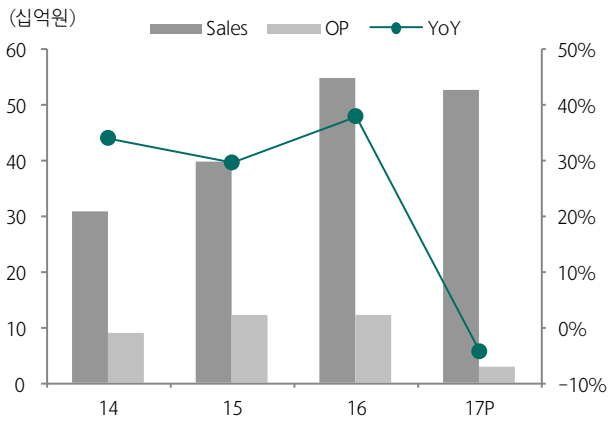
자료: 하나금융투자

그림 12. 아이센스 매출액 및 영업이익 추이



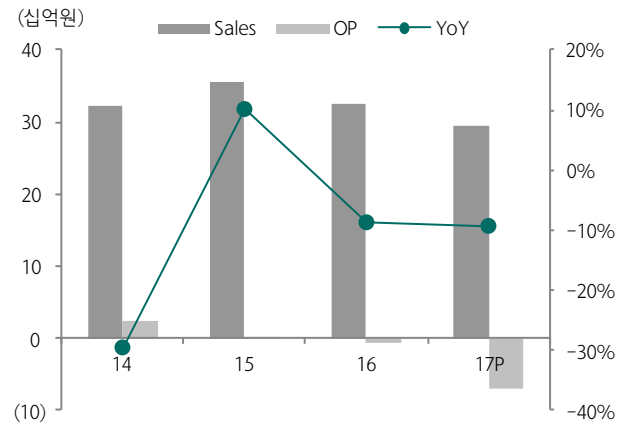
자료: 하나금융투자

그림 13. 바디텍메드 매출액 및 영업이익 추이



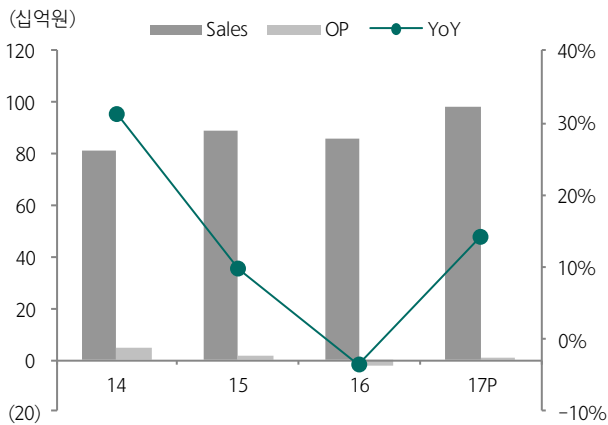
자료: 하나금융투자

그림 14. 액세스바이오 매출액 및 영업이익 추이



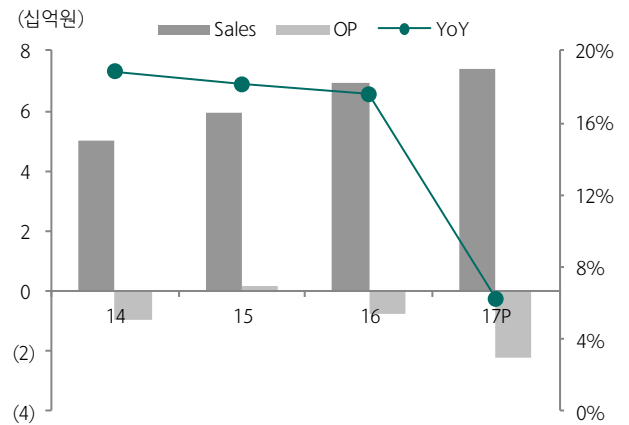
자료: 하나금융투자

그림 15. 녹십자엠에스 매출액 및 영업이익 추이



자료: 하나금융투자

그림 16. 파나진 매출액 및 영업이익 추이



자료: 하나금융투자

2. 고성장 중인 진단시장

1) 진단기기에 대한 정의

진단기업은 체외진단기기 제조사
의료기기 기업을 체내진단기기 제조

흔히 진단기업이라 명명되는 기업들의 주요 비즈니스가 진단기기를 개발 제조 시판하는 것이다. 여기서 의미하는 진단기기는 정확하게 표현하면 체외 진단기기(In Vitro Diagnostics)이고 우리가 의료기기라고 분류하는 분야가 바로 체내 진단기기(In Vivo Diagnostics) 분야로 분류될 수 있다. X-ray와 같은 영상 진단기기가 바로 체내 진단기기의 일종이라 할 수 있다.

체외 진단기기는 의료기기법 제 2조에 포함하는 의료기기의 일종으로 질병의 진단과 예후, 건강상태 판정, 질병 치료효과 판정, 예방 등의 목적으로 인체로부터 채취된 대상물(채취된 조직세포, 혈액, 소변, 대변, 타액 등)을 이용한 검사에 사용되는 의료기기를 총칭하며, 장비뿐만 아니라 사용되는 시약 및 분석 소프트웨어를 모두 포함한다.

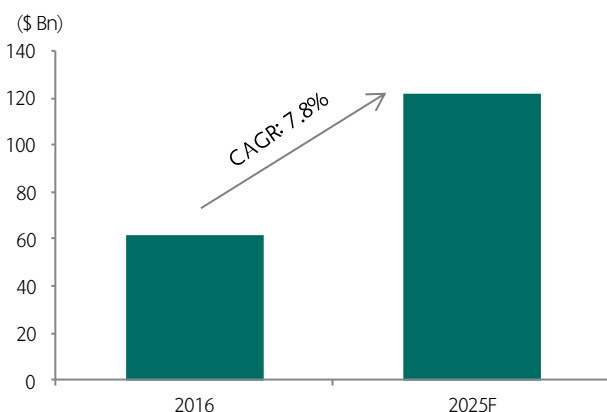
이러한 체외 진단기기 산업은 높은 부가가치를 창출할 수 있는 산업이다. 하지만 일부 자가 측정용 기기를 제외하고는 사용자가 의료서비스에 종사하는 의사와 임상병리사로 국한되어 있어 안전성과 신뢰성이 중시되며, 높은 진입장벽으로 후발업체가 진입하기 어렵다는 특징을 가지고 있다. 일반적으로 환자에게 직접 적용되는 의료기기보다는 허가, 인증이 덜 엄격하다.

과학기술이 발달하고 기술간의 융복합화가 가속화되면서 과거 오랫동안 유지되었던 검사분야도 빠르게 변화되고 있다. 소형화와 자동화, 그리고 IT가 접목된 진단방식에 대한 요구가 증대하고 있으며, 적은양으로 빠른 시간 내에 검사가 가능한 현장진단에 대한 니즈가 증가하고 있다.

체외진단 시장은 2016년 616억 달러
2025년 1,214억 달러 규모
연평균 7.8% 성장

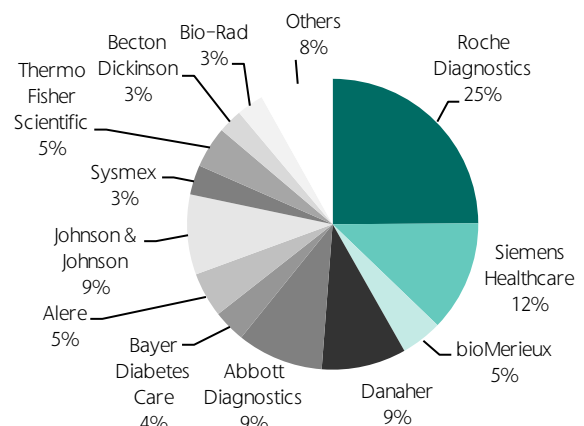
Frost&Sullivan 시장조사 보고서에 따르면 체외 진단시장은 2016년 616억 달러에서 연평균 7.8%로 성장 2025년에는 1,214억 달러 규모로 확대될 것으로 전망되고 있다. 전세계 체외진단 시장은 로슈가 약 24.9% 시장 점유율로 선두 위치에 있으며 그 뒤를 이어 애보트, 지멘스 등 상위 3개 기업들이 전체 시장의 47%를 점유하고 있다.

그림 17. 글로벌 체외 진단시장 규모 및 전망



자료: 산업자료, 하나금융투자

그림 18. 체외진단 기업들의 시장점유율



자료: 씨젠, 하나금융투자

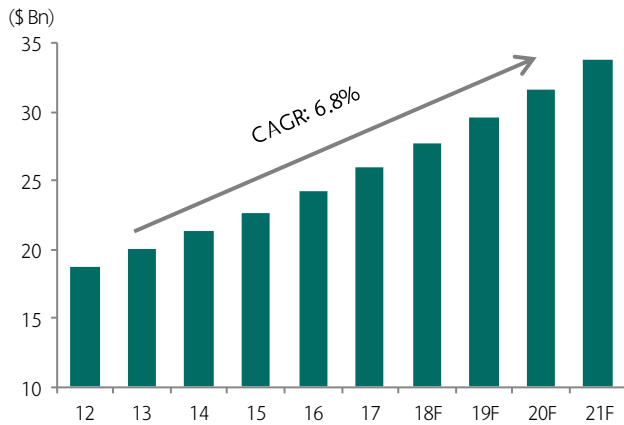
2) 진단기기 기술 분류

표 3. 체외 진단 기술적 분류

면역화학적 진단(Immunochemistry)	
기술 개요	- 항원-항체 반응을 이용하여 각종 암마커, 감염성질환, 갑상선기능, 빈혈, 알러지, 임신, 약물남용 등의 매우 다양한 질환 진단과 추적에 이용 - 항원-항체 반응을 이용한 다양한 POCT가 개발되고 있음
시장 규모	- 2016년 약 \$24B 규모로 미국과 같은 선진국에서는 연평균 3.2%로 성장을 둔화 - 그러나 중국, 동유럽에서의 수요 증가로 전체 시장은 연평균 6.8%로 꾸준한 성장 가능
글로벌 플레이어	- 로슈, 지멘스, 애보트 3개 기업이 면역 화학적 진단시장의 61%를 점유
관련 국내 기업	- 바디텍메드, 엑세스바이오, 에이티젠
자가혈당진단(Self Monitoring Blood Glucose, SMBG)	
기술 개요	- 당뇨병자가 혈당 자가 진단에 활용
시장 규모	- 2016년 약 \$9.7B 규모로 이미징 마켓(APAC)에서는 연평균 6.5%로 성장 가능 - 그러나 같은 기간 미국과 같은 선진국 시장에서의 성장률은 약 1.1%로 전체 시장은 연평균 4.4%
글로벌 플레이어	- 로슈, J&J, 베이어의 시장점유율은 76.4%
관련 국내 기업	- 아이센스
현장진단(Point-of-Care Test, POCT)	
기술 개요	- 주로 면역학, 임상화학 분야에서 검사하던 것을 환자 옆에서 즉각 검사가 가능하도록 함으로써 치료효과를 높이는 데 이용 - 혈액가스 검사, 심근경색 검사, 혈액응고 검사 등에 이용
시장 규모	- 2016년 약 \$8B 규모로 전 세계적으로 POCT의 방대한 활용가능성으로 연평균 약 8.4% 고성장 견인
글로벌 플레이어	- Alere, 다나허, 로슈사의 시장 점유율이 60%
관련 국내 기업	- 바디텍메드, 엑세스바이오
분자진단(Molecular Diagnostics)	
기술 개요	- 인체나 바이러스 등의 유전자 정보를 담고 있는 핵산(DNA, RNA)을 검사하는 것 - 인간 면역결핍 바이러스(HIV), 인유두종 바이러스(HPV) 등을 검사하거나, 암유전자, 유전질환 검사 등에 이용
시장 규모	- 2016년 약 \$8B 규모로 미국과 서유럽의 선진국들에 의해 연평균 12.7%의 고성장세가 지속될 것으로 전망
글로벌 플레이어	- 로슈사가 전체 시장의 25.2% 점유, 그 뒤를 이어 Hologic, Qiagen사가 있으며, 이들 3개 기업의 점유율은 51.2%
관련 국내 기업	- 씨젠, 파나진
혈액진단(Hematology)	
기술 개요	- 혈액과 골수를 연구하는 분야로 적혈구, 백혈구, 혈소판, 헤모글로빈 등 혈액세포를 검사하는 분야로 전혈구 검사(Complete Blood Count, CBC)나 응고 인자검사에 이용
시장 규모	- 2016년 약 \$3B 규모로 이미 설치된 분석인프라에서 활용할 수 있는 새로운 제품의 출시로 연평균 6.1% 지속적 성장 가능
글로벌 플레이어	- 베크만, Sysmex, BD사의 시장점유율은 78.3%, 베크만(다나허)가 미국시장의 점유율을 토대로 33.7% 가장 높은 점유율을 보이고 있음
임상미생물학진단(Clinical Microbiology)	
기술 개요	- 혈청, 혈장, 소변 등 체액 안의 성분을 화학반응을 이용하여 측정하는 것 - 혈당, 전해질, 효소, 호르몬, 지질 등을 측정하여 당뇨, 간질환, 신장질환, 암표지자, 동맥경화, 임신, 불임 등 매우 다양한 질환진단과 추적에 이용
시장 규모	- 2016년 약 \$3.2B 규모로 개발도상국들의 수요증가로 연평균 약 5.6% 지속적 성장 가능
글로벌 플레이어	- bioMerieux, 지멘스, Thermo Fisher사가 전체 시장의 91.4% 점유
지혈진단(Hemostasis)	
기술 개요	- 백혈병, 빈혈, 자가면역질환 등을 진단하거나 치료 후 추적 및 항응고 치료 모니터링에 이용
시장 규모	- 2016년 약 \$2B 규모로 새로운 경구용 항응고 약물의 출시와 응고 분석기에 대한 수요로 연평균 7.7%로 고성장 가능할 것으로 전망
글로벌 플레이어	- Odiagnostica, 지멘스, Instrument Lab. 3개 기업 점유율이 74.8%
관련 국내 기업	- 아이센스
조직진단(Tissue Diagnostics)	
기술 개요	- 인체에서 유래된 검사 대상물을 이용하여 바이러스, 세균, 진균 등을 배양, 동정하고 세균의 항생제 감수성을 검사하여 감염원을 찾아내고 그 치료 약제의 가이드라인을 제공 - 각종 감염에 의한 질병의 진단과 추적에 이용
시장 규모	- 2016년 약 \$3.2B 규모로 동반진단 시장의 급속한 성장에 힘입어 연평균 8.2% 성장 전망
글로벌 플레이어	- 미국시장에서 로슈, 라리카, Thermo Fisher, 사쿠라사가 약 72% 시장 점유
관련 국내 기업	- 파나진

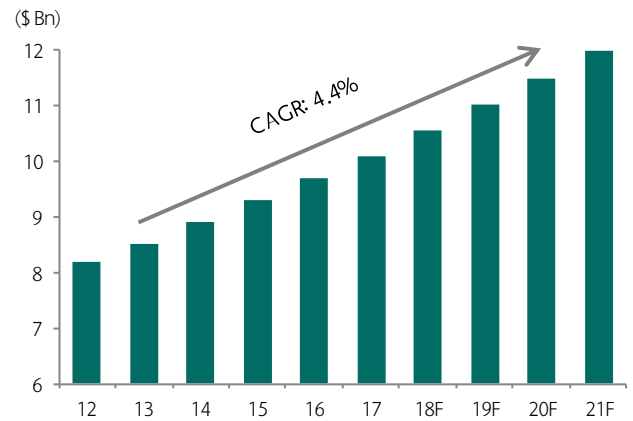
자료: KBIT, 하나금융투자

그림 19. 면역화학적 진단시장 추이 및 전망



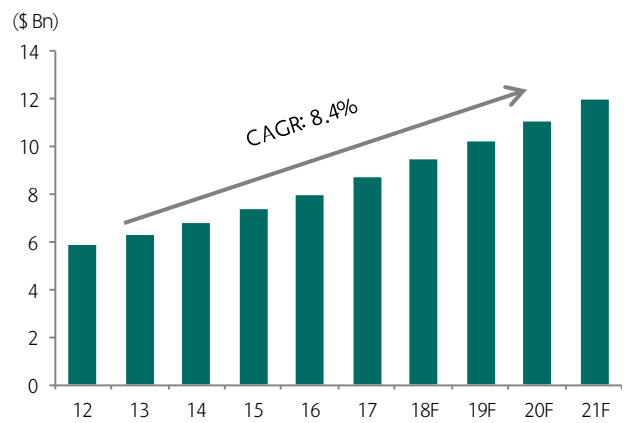
자료: KBIT, 하나금융투자

그림 20. 자가혈당진단 시장 추이 및 전망



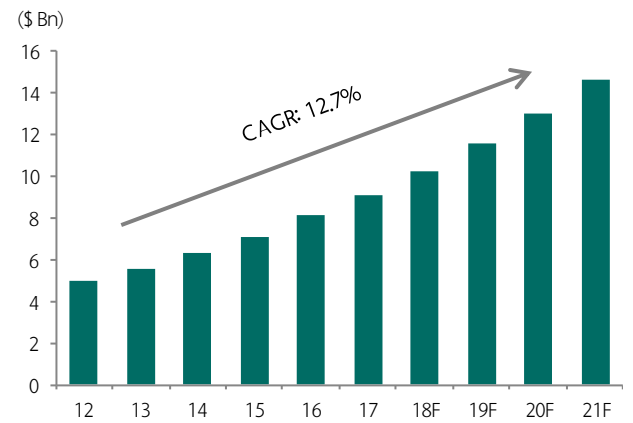
자료: KBIT, 하나금융투자

그림 21. 현장진단 시장 추이 및 전망



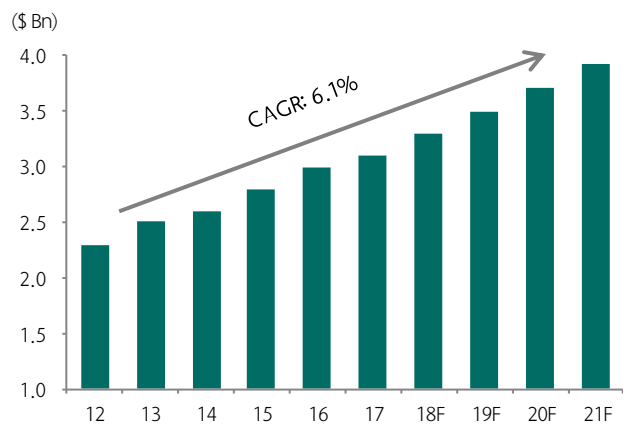
자료: KBIT, 하나금융투자

그림 22. 분자진단 시장 추이 및 전망



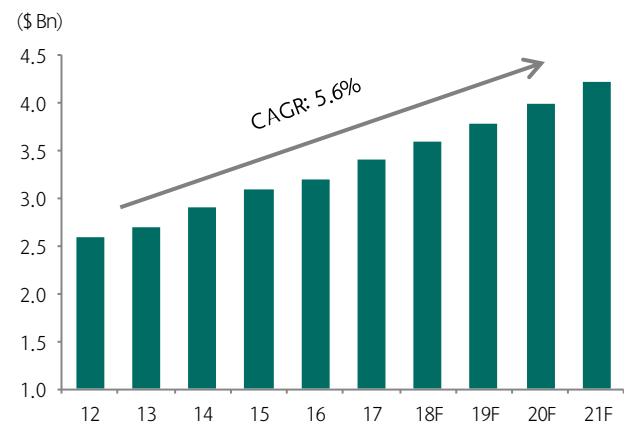
자료: KBIT, 하나금융투자

그림 23. 혈액진단 시장 추이 및 전망



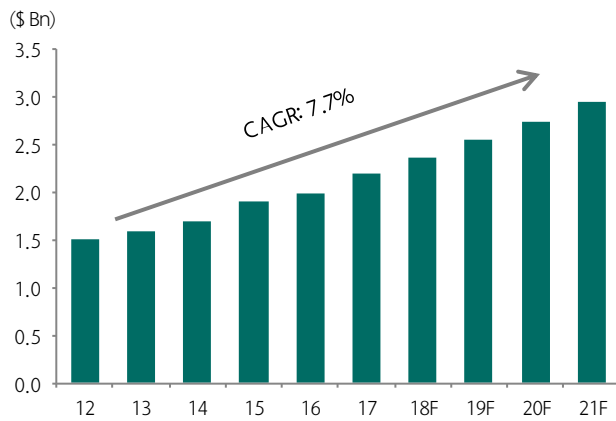
자료: KBIT, 하나금융투자

그림 24. 임상미생물학진단 시장 추이 및 전망



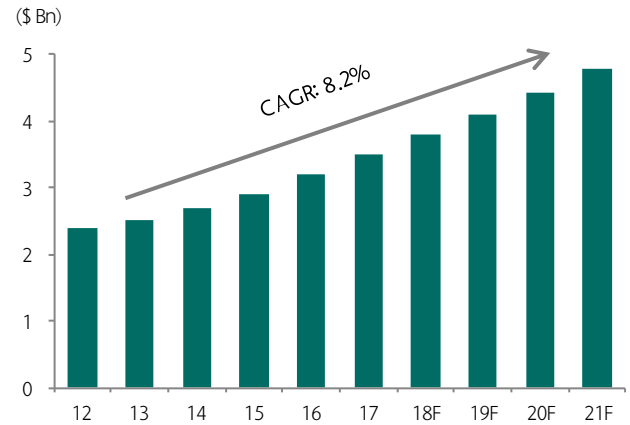
자료: KBIT, 하나금융투자

그림 25. 지혈진단 시장 추이 및 전망



자료: KBIT, 하나금융투자

그림 26. 조직진단 시장 추이 및 전망



자료: KBIT, 하나금융투자

Top Picks 및 관심종목

씨젠 (096530)	16
아이센스 (099190)	32
파나진 (046210)	46
바디텍메드 (206640)	58

2018년 2월 27일

씨젠(096530)

탄탄한 기술력이 뒷받침된 고성장

기술력이 뒷받침된 실적

씨젠은 2016년 MuDT 기술에 기반한 호흡기감염증, 소화기감염증, 성감염증을 대상으로 한 Allplex 신제품들이 본격적으로 출시하면서 실적이 개선되고 있다. 매출액 기준으로 2016년 13%, 2017년 19% 성장하였으며, 씨젠 측은 2018년 30% 성장 가이드를 제시하고 있다. 영업이익은 2016년 17%, 2017년 39% 성장하였으며, 2018년에는 약 50% 성장할 것으로 회사측은 전망하고 있다. 더불어 매출의 선행지표라 할 수 있는 Allplex 고객 사이트도 누적으로 2016년 229개, 2017년 519개 사이트를 확보하였으며, 2018년에는 1,000개 사이트를 목표로 제시하고 있다. 탄탄한 기술력에 기반한 제품들의 본격적인 매출이 발생하고 있으며, 2018년에는 프로젝트 100의 완성으로 신제품들이 대거 출시 씨젠의 고성장세가 예상된다.

글로벌 진단회사에게 인정받은 기술력

씨젠은 2015년 7월 분자진단 세계 3위 기업인 쿼젠(Qiagen), 2015년 9월 분자진단 세계 4위 기업인 BD(Becton Dickinson), 그리고 2016년 11월 분자진단 세계 2위 기업인 홀로직(Hologic)과 연달아 ODM 계약을 체결하였다. 씨젠이 체결한 ODM은 일반 제조업에서 이루어지는 ODM과는 매우 다른 성격의 것이다. 단순히 그 진단제품에 맞는 시약 생산이 아니라, 그 시약을 개발해야 하는 일종의 기술 ODM이라 할 수 있으며, 시간과 비용이 소요되지만, 마치 신약개발의 기술이전과 같은 가치를 부여받을 수 있는 것이다. R&D가 수반된 ODM으로 개발을 위한 시간과 비용이 필요하며, 이는 씨젠의 기술력이 입증받았기 때문에 가능한 계약이라 볼 수 있다.

목표주가 43,000원, 투자 의견 BUY

씨젠에 대해 목표주가 43,000원, BUY 투자의견으로 커버리지 개시한다. 목표주가 43,000원은 SOTP 방법으로 씨젠의 영업 가치에 글로벌 진단회사의 ODM 가치를 반영하여 산정하였다. 일반적인 진단회사들의 경우 자체 개발한 기술로 발생한 영업 가치만을 산정하지만, 씨젠의 경우 마치 신약개발 회사들의 기술이전과 같은 ODM 계약 체결로 인해 비영업가치를 목표주가에 반영하였다. 진단기업들 중 글로벌 진단기업으로부터 인정받은 R&D 기술력 보유, 올해 고성장이 예상되는 실적을 고려 진단회사 중 최선호주로 추천한다.

Top Pick

BUY(신규)

| TP(12M): 43,000원(신규) | CP(2월26일): 35,750원

Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	874.43
52주 최고/최저(원)	40,200/26,500
시가총액(십억원)	937.9
시가총액비중(%)	0.33
발행주식수(천주)	26,234.0
60일 평균 거래량(천주)	287.8
60일 평균 거래대금(십억원)	10.4
17년 배당금(예상, 원)	0
17년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	17.30
주요주주 지분율(%)	
천종운 외 25 인	33.37
한화자산운용 외 1 인	5.02
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(9.6) 19.8 6.4
상대	(5.6) (10.9) (25.2)

Consensus Data

	2017	2018
매출액(십억원)	87.5	104.9
영업이익(십억원)	14.2	19.5
순이익(십억원)	5.7	14.8
EPS(원)	217	562
BPS(원)	5,640	6,202

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	십억원	65.1	73.7	87.7	107.4	130.9
영업이익	십억원	8.6	10.1	14.0	19.9	26.2
세전이익	십억원	8.9	9.4	3.0	18.7	25.1
순이익	십억원	6.8	7.1	4.0	14.3	19.3
EPS	원	262	272	154	547	735
증감률	%	(27.6)	3.8	(43.4)	255.2	34.4
PER	배	144.20	128.73	217.56	65.41	48.67
PBR	배	6.93	6.10	5.70	5.56	4.99
EV/EBITDA	배	65.59	53.09	43.50	36.88	29.94
ROE	%	5.89	5.14	2.81	9.36	11.34
BPS	원	5,463	5,725	5,879	6,426	7,160
DPS	원	0	0	0	0	0



제약/바이오 Analyst 선민정
02-3771-7785
rssun@hanafn.com

RA 박현옥
02-3771-7606
auseing@hanafn.com

기술력이 뒷받침된 분자진단 기업

목표주가 43,000원, 투자의견 BUY

목표주가 43,000원, 투자의견 BUY
진단 회사 중 최선호주

씨젠에 대해 목표주가 43,000원, BUY 투자의견으로 커버리지 개시한다. 목표주가 43,000원은 SOTP 방법으로 씨젠의 영업가치에 글로벌 진단회사의 ODM 가치를 반영하여 산정하였다. 일반적인 진단회사들의 경우 자체 개발한 기술로 발생한 영업가치만을 산정하지만, 씨젠의 경우 마치 신약개발 회사들의 기술이전과 같은 ODM 계약 체결로 인해 비영업가치를 목표주가에 반영한 것이다.

표 1. 목표주가 산정

(단위: 십억원)

		비고
기존 영업가치	269.5	
2018년 예상 EBITDA	24.5	
P/S 배수	11.0	2018년 코스닥 의료, 정밀기기 평균 EV/EBITDA 적용
ODM 가치	808.9	
Qiagen	344.5	
BD	268.9	
Hologic	195.5	
순부채	(34.4)	
적정자본가치	1,112.8	
주식 수(1,000주)	25,992.0	
적정주가	42,813	

자료: 하나금융투자

분자진단시장과 씨젠의 기술력

1) 분자진단시장

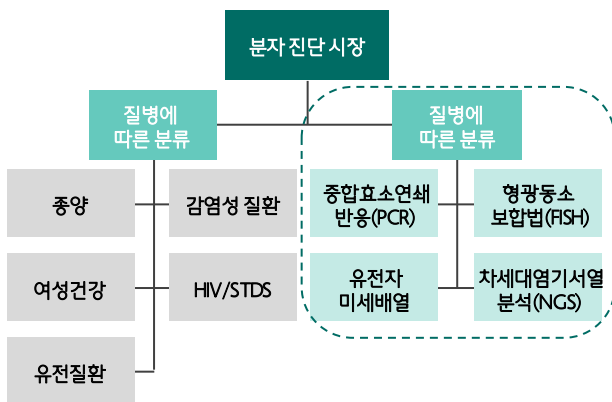
빠르게 성장하고 있는 분자진단 시장 분자진단이란 병원체의 DNA, RNA를 검출하거나 세포의 DNA, RNA를 분석하는 방법으로 2016년 약 80억 달러 규모의 시장을 형성하고 있으며, 연평균 12.7%로 진단시장 중 가장 빠르게 성장할 것으로 예상된다. 병원체의 DNA나 RNA를 검출한다는 관점에서 전염병 분야, 특히 외부 바이러스나 박테리아 감염을 진단하는데 사용되었던 것이 전통적 개념의 분자 진단이라 할 수 있다. 그러나 최근 특정 유전자 변이에만 작용하는 표적항암제들이 등장하면서 종양학 분야에 광범위하게 분자진단 기술이 적용되고 있다. 또한 감염성 질환의 특성 상 빠른 현장진단개발에 대한 니즈 증가와 다양한 병원체를 구별하기 위한 다중진단에 대한 수요 증가는 분자진단 기술의 발전으로 점차 현실화되고 있고, 이에 따라 시장은 빠른 속도로 성장하고 있다.

그림 1. 분자진단 프로세스



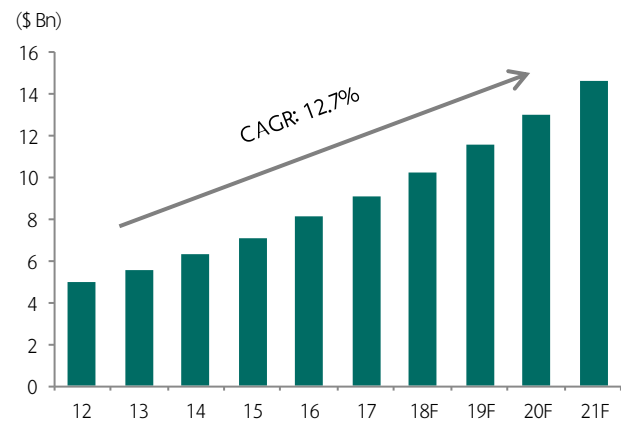
자료: 씨젠, 하나금융투자

그림 2. 분자진단 시장 구분



자료: 씨젠, 하나금융투자

그림 3. 분자진단 시장 추이 및 전망



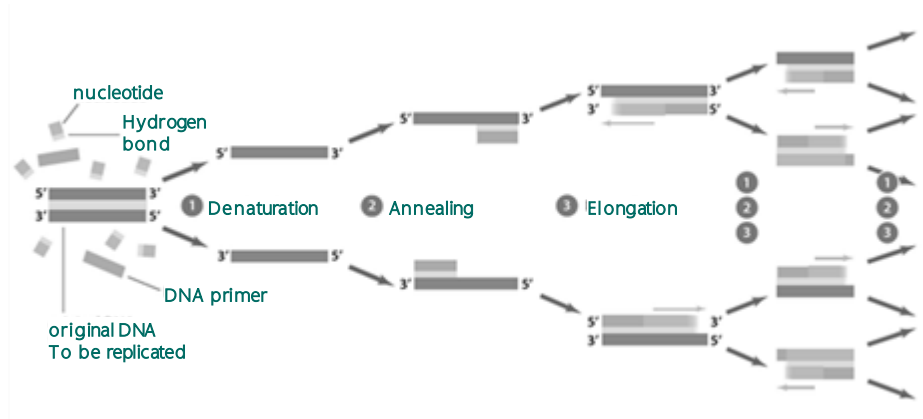
자료: KBIT, 하나금융투자

2) 씨젠의 기술

씨젠은 Multiplex PCR 기술 보유

씨젠은 분자진단 기술 중 중화효소연쇄반응(이하 PCR)기술에 특화되어 있는 회사로 PCR은 분자진단 시장 중 50%를 점유하고 있는 가장 범용적으로 활용되는 기술이다. PCR은 특정 유전자의 염기서열을 이용해서 그 부분을 증폭시키는 기술로 증폭 여부에 따라 특정 감염체의 감염 유무를 확인할 수 있으며, 신속 정확한 임상 진단을 위해 Multiplex 즉 다중진단 기술에 대한 니즈가 점점 증가하고 있는 분야이다. 씨젠은 분자진단 시장 중 PCR 분야에 독보적인 기술을 보유하고 있는 회사로 특히 Multiplex 기술에 대한 원천기술을 보유하고 있는 기업이다.

그림 4. PCR 기술개요



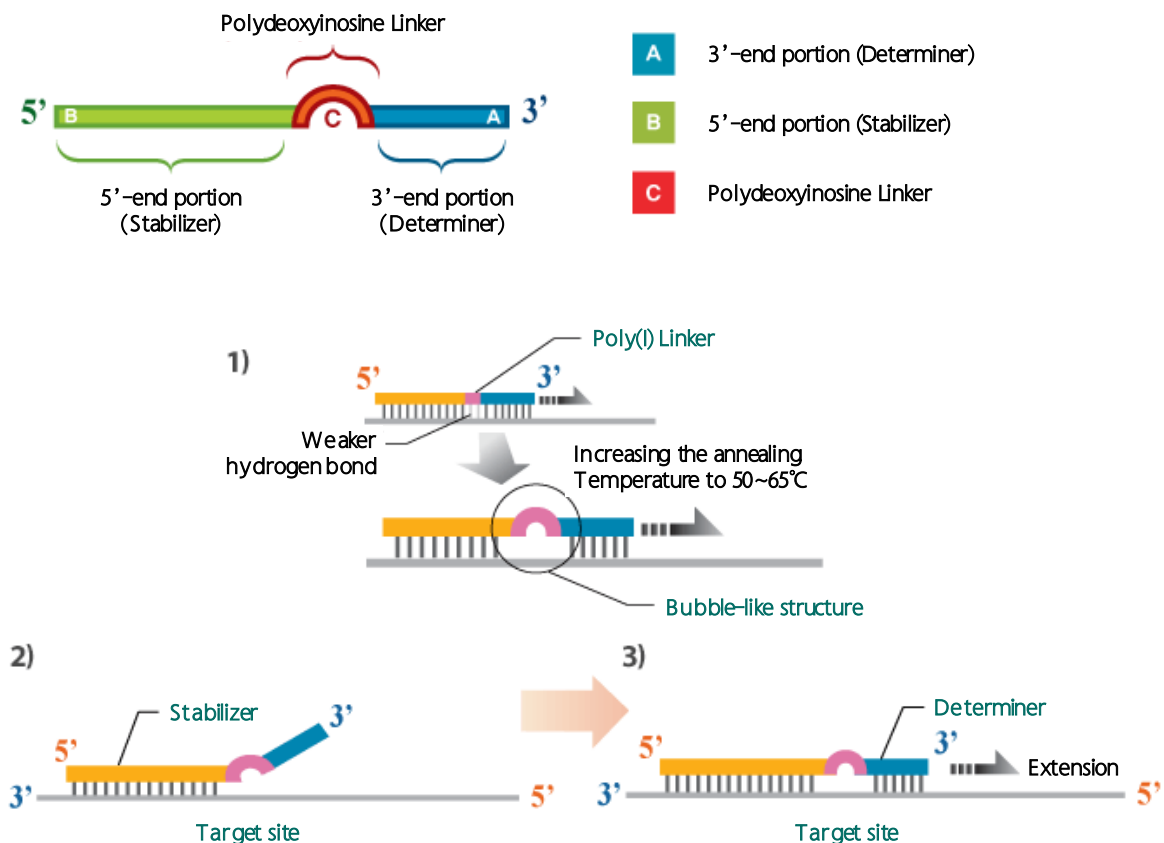
자료: 산업자료, 하나금융투자

3) DPO(Dual Priming Oligonucleotide)

DPO는 높은 특이성을 보유한
프라이머 제작 기술

씨젠의 DPO 기술은 목표 유전자만을 정확하게 검출, 높은 정확도를 가능하게 함으로써 궁극적으로 동시다중 분자진단을 실현시킨 근원이라 할 수 있다. DPO는 비특이적으로 프라이머(primer)가 결합하여 원치않는 부분이 증폭되지 않아 높은 특이성을 유지할 수 있는 프라이머 제조 기술이다. 아래 그림과 같이 DPO 프라이머는 결합력이 약한 polydeoxyinosine (poly (I)) 링커의 삽입으로 타겟 유전자만을 특이적으로 증폭 가능하게 만든 것이다. 이러한 높은 특이성 때문에 일반 PCR 프라이머가 특정 annealing 온도에서만 특이성을 나타내는 것에 비해 DPO 프라이머는 annealing 온도가 변하더라도 정확한 타겟 유전자만을 증폭할 수 있게 된다.

그림 5. DPO 프라이머 개요



자료: 씨젠, 하나금융투자

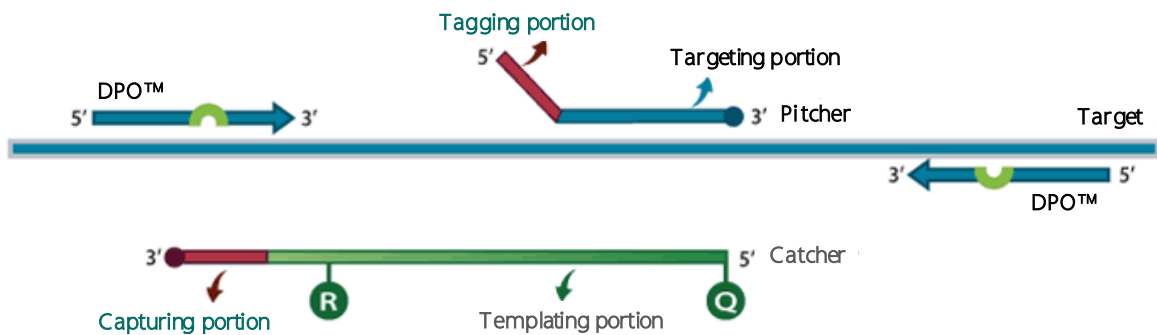
4) TOCE(Tagging Oligonucleotide Cleavage & Extension)

TOCE는 다중진단 기술

씨젠의 TOCE 기술은 5개 이상의 목표 유전물질 검출과 유전변이 확인이 가능한 기술로 하나의 튜브에서 동시에 다수의 병원체를 검사 가능하며, 정량적 분석까지 구현할 수 있는 기술이다. TOCE 기술의 핵심요소는 앞에서 언급한 DPO 프라이머와 Pitcher & Catcher이다. Pitcher는 타겟 유전자의 염기서열에 붙을 수 있는 부분과 그렇지 않은(즉 타겟 유전자의 염기서열에 붙지 않은) tagging portion으로 구성되어 있으며, 이 tagging 부분이 중합반응시 떨어져 나가면서 Catcher의 capturing portion과 중합 각 타겟에 해당하는 형광 시그널을 생성할 수 있게 된다. Catcher는 형광분자가 붙어 있는 일종의 artificial template로 이 부분은 타겟 유전자와는 무관하게 손쉽게 변형 가능한 부분으로 catcher의 용해 온도 즉 catcher-Tm을 조절할 수 있게 된다.

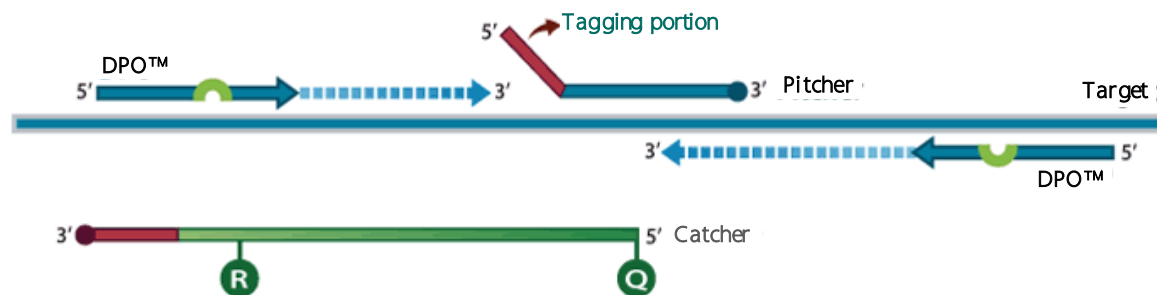
그림 6. TOCE 기술개요(1)

A. DPO™ Primer와 Pitcher의 annealing



DPO™ Primer와 Pitcher는 해당 유전자의 염기서열에 중합
이때 Pitcher의 Tagging portion은 Target 염기서열과 유사성이 없도록 제작되어 있어 중합되지 않음

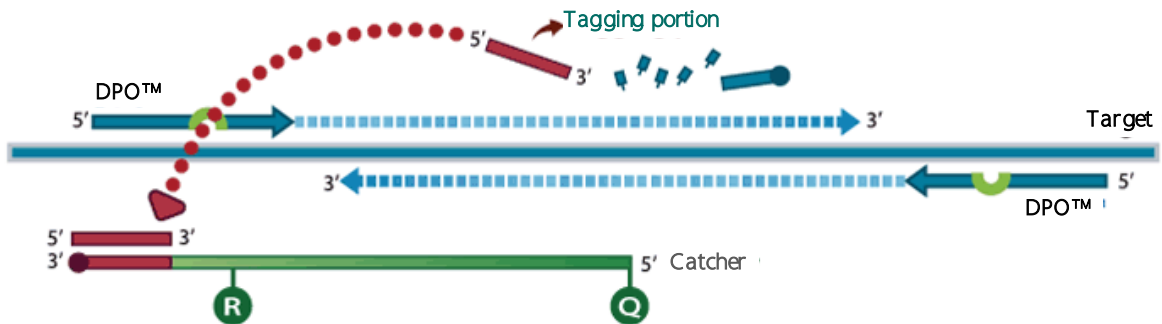
B. Extension



DPO™ Primer와 extension중에 Pitcher는 DNA polymerase의 exonuclease활성에 의해 잘라지고
tagging portion이 분리

그림 7. TOCE 기술개요(2)

C. Cleavage and annealing of the Tagging portion

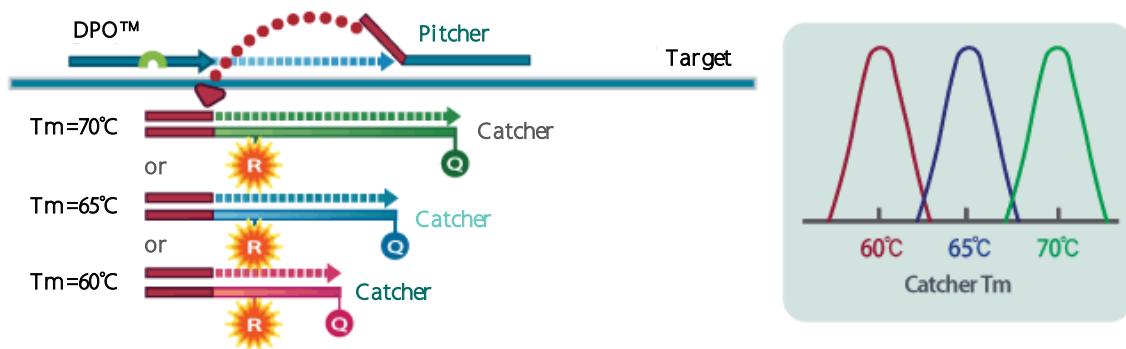


분리된 Tagging portion은 Catcher에 존재하는 상보적인 염기에 중합

D. Extension and signal generation



Tagging portion의 Extension을 통해 Catcher에 부착되어 있는 형광분자와 quencher 분자의 거리를 멀어지게 하여 형광 signal이 생성



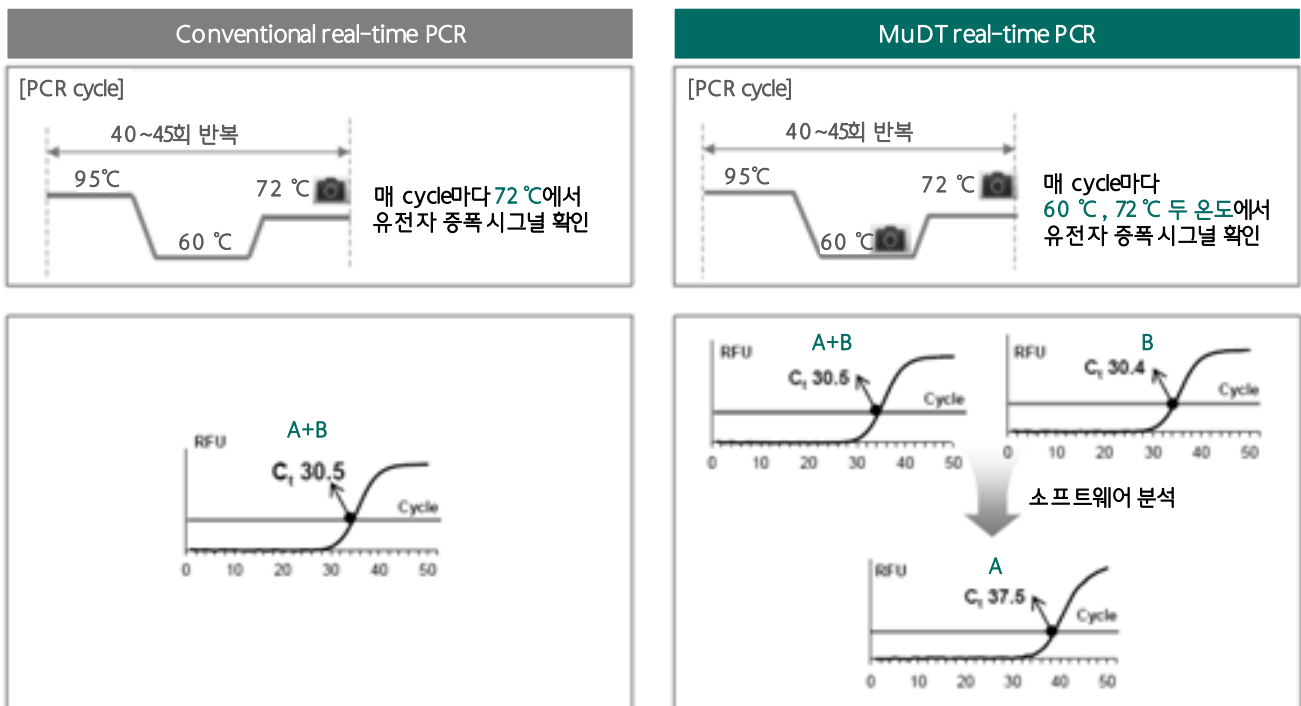
자료: 씨젠, 하나금융투자

5) MuDT(Multiple Detection Temperatures)

MuDT는 정량까지 다중진단 가능

Real time PCR은 PCR 증폭 산물을 Real time으로 모니터링하여 보여줌으로써 증폭이 지속적으로 일어나는 영역에서 정량하기 때문에 PCR의 증폭속도 이론을 기초로 정확한 정량이 가능하다. 일반적으로 설정된 Threshold가 있어서 threshold와 증폭곡선이 교차하는 지점에서 Ct(Threshold cycle)이 산출되며, 이를 통해 정량이 가능하다. 현재까지의 Real time PCR 기법으로는 하나의 채널에서 하나의 Ct 값만이 구해지는데 씨젠의 MuDT 기술은 하나의 채널에서 다수의 Ct 값 분석이 가능하며 이를 통해 동시다중 정성/정량 결과를 얻을 수 있다. 앞의 두 기술 DPO나 TOCE가 multiplexing 기술을 위한 프라이머나 프로브(probe) 제조 기술과 관련된 내용이라면 MuDT 기술은 분석 소프트웨어 기술을 활용 다수의 Ct값 분석을 통해 정량화된 수치 제공이 가능한 기술이라 할 수 있다.

그림 8. MuDT 기술 비교



자료: 씨젠, 하나금융투자

기술력을 바탕으로 성장하고 있는 기업

1) Allplex 출시 이후 급증하고 있는 실적

2018년 매출액 30%,
영업이익 50%
가이던스 제시

2016년 MuDT 기반 호흡기감염증, 소화기감염증, 성감염증을 대상으로 한 Allplex 신제품들이 본격적으로 출시하면서 실적이 개선되고 있다. 매출액 기준으로 2016년 13%, 2017년 19% 성장하였으며, 씨젠 측을 2018년 30% 성장 가이던스를 제시하고 있다. 영업이익은 2016년 17%, 2017년 39% 성장하였으며, 2018년에는 약 50% 성장할 것으로 회사측은 전망하고 있다. 더불어 매출의 선행지표라 할 수 있는 Allplex 고객 사이트도 2016년 229개, 2017년 519개 사이트를 확보하였으며, 2018년에는 1,000개 사이트를 목표로 제시하고 있다.

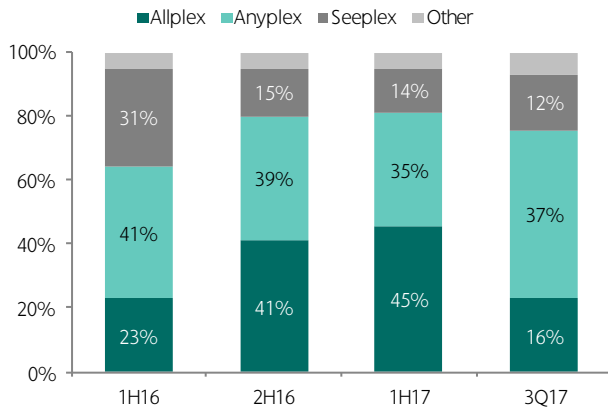
표 2. 씨젠 실적 전망(연결기준)

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	16	17P	18F
매출액	21.0	22.3	20.3	24.1	24.3	27.0	24.2	31.8	73.7	87.7	107.4
YoY	21.9%	20.3%	14.1%	19.5%	15.9%	21.2%	19.3%	32.2%	13.1%	19.0%	22.5%
시약	14.3	14.4	14.4	16.2	16.4	16.7	16.5	20.0	52.7	59.3	69.5
YoY	21.8%	8.1%	13.2%	8.1%	14.0%	16.3%	14.8%	23.4%	6.3%	12.4%	17.3%
호흡기	6.0	5.3	5.0	6.1	6.7	5.8	5.4	7.0	21.2	22.4	25.0
YoY	20.1%	8.8%	6.9%	-8.7%	12.0%	10.0%	8.0%	15.0%	55.0%	5.5%	11.4%
여성질환	6.1	6.7	6.1	5.8	6.7	8.0	7.0	7.0	23.4	24.6	28.6
YoY	22.2%	-2.0%	16.8%	-9.1%	10.0%	20.0%	15.0%	20.0%	-18.1%	5.4%	16.3%
기타(자회사 포함)	2.3	2.4	3.3	4.3	2.9	2.9	4.1	6.0	8.1	12.2	15.9
YoY	25.4%	49.2%	17.1%	122.8%	30.0%	20.0%	25.0%	40.0%	10.6%	50.4%	30.2%
생활건강사업	6.7	7.9	5.9	7.9	8.0	10.3	7.7	11.9	21.0	28.4	37.8
YoY	22.1%	51.0%	16.4%	52.6%	20.0%	30.0%	30.0%	50.0%	34.9%	35.5%	33.2%
매출원가	7.2	8.4	5.8	8.0	8.5	8.6	6.8	9.6	21.3	29.4	33.5
YoY	41.5%	61.8%	22.6%	28.2%	18.1%	2.7%	17.2%	19.2%	15.6%	38.4%	13.8%
매출총이익	13.8	13.9	14.5	16.1	15.8	18.4	17.4	22.3	52.4	58.2	73.9
YoY	13.6%	4.0%	11.0%	15.6%	14.7%	32.4%	20.1%	38.6%	12.2%	11.1%	26.9%
GPM	65.7%	62.2%	71.5%	66.7%	65.0%	68.0%	72.0%	70.0%	71.2%	66.4%	68.8%
판매관리비	10.5	10.4	11.2	12.2	11.7	13.5	12.6	16.2	42.4	44.3	54.0
YoY	2.6%	-1.1%	9.7%	6.8%	11.7%	29.2%	12.7%	33.1%	11.1%	4.5%	22.0%
판매비율	49.8%	46.9%	55.0%	50.6%	48.0%	50.0%	52.0%	51.0%	57.5%	50.5%	50.3%
영업이익	3.3	3.4	3.3	3.9	4.1	4.9	4.8	6.0	10.1	14.0	19.9
YoY	71.7%	23.5%	15.9%	56.2%	24.1%	42.1%	44.6%	55.8%	16.8%	38.7%	42.2%
OPM	15.9%	15.3%	16.5%	16.1%	17.0%	18.0%	20.0%	19.0%	13.7%	15.9%	18.5%
당기순이익	(0.3)	1.5	2.8	0.1	1.5	6.4	8.1	(1.6)	7.2	4.0	14.4
YoY	TR	-29.0%	TB	-97.4%	TB	343.5%	187.9%	TR	5.6%	-43.6%	256.8%
NPM	-1.6%	6.5%	13.8%	0.5%	6.2%	23.9%	33.3%	-5.1%	9.7%	4.6%	13.4%

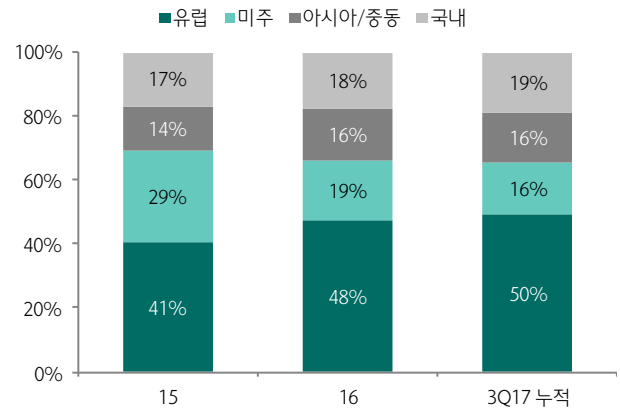
자료: 하나금융투자

그림 9. 시약 제품군별 매출비중 추이



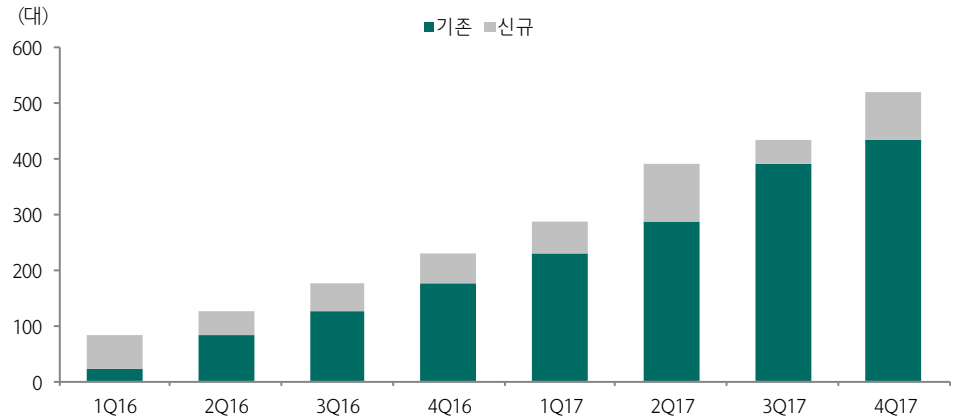
자료: 씨젠, 하나금융투자

그림 10. 조직진단 시장 추이 및 전망



자료: 씨젠, 하나금융투자

그림 11. Allplex 고객 사이트 현황



자료: 씨젠, 하나금융투자

2. 신제품 출시로 외형성장 지속

2018년 프로젝트 100 완성

Allplex는 현재 유럽에서 호흡기, 소화기, 성감염증 12개 제품에 대한 CE-IVD를 승인받아 시판하고 있으며, Anyplex, Seeplex 등 다른 기타 제품 포함 시, 미국 1개, 유럽 52개, 캐나다 10개, 호주 24개, 한국 65개 제품에 대해 인허가를 획득한 상황이다.

2018년 감염성 질환 검사제품 54개, 약제내성 검사제품 12개, 암진단 제품 21개, 유전자형 검사제품 8개 등 총 444개 분석체에 대한 95개 신제품 개발을 위한 프로젝트 100(Project 100)을 완료하여 2018년 1분기 9개, 2분기 16개, 하반기 70개 유럽 CE-IVD 인증 완료를 목표로 하고 있다.

연평균 12.7%로 고성장하고 있는 분자진단 시장에서 씨젠은 독보적 기술을 바탕으로 꾸준히 제품을 출시하고 매출을 증가시켜왔다. 진단제품도 의약품과 마찬가지로 신뢰성의 이슈 때문에 초기 시장침투는 어렵지만 일단 제품이 인정받게 되면 빠른 속도로 성장 가능한 분야이다. 프로젝트 100의 완성과로 제품의 외형확대가 실현된다면, 씨젠이 2017년 초 매출 20%, 영업이익 40% 성장 가이드를 제시하고 이를 실현했듯이, 2018년도 동사가 제시한 매출 30%, 영업이익 50% 성장도 충분히 가능할 수 있을 것으로 전망한다.

표 3. 글로벌 인증 현황

구분	미국(FDA)	유럽(CE-IVD)	캐나다 (Health Canada)	호주(TGA)	한국(MFDS)
총 제품수	1	52	10	24	65
Allplex		12	6	11	5
Anyplex	1	8	1	10	17
Seeplex		15	3	3	26
기타제품		7			17

자료: 씨젠, 하나금융투자

표 4. Allplex 인증 현황

제품군	12개 신제품	유럽(CE-IVD)	캐나다 (Health Canada)	호주(TGA)	한국(MFDS)
호흡기 감염증 (Respiratory Infection)	Allplex™ RP 1	인허가 완료	인허가 완료	인허가 완료	인허가 완료
	Allplex™ RP 2	인허가 완료	인허가 완료	인허가 완료	인허가 완료
	Allplex™ RP 3	인허가 완료	인허가 완료	인허가 완료	인허가 완료
	Allplex™ RP 4	인허가 완료	미확정	인허가 완료	인허가 진행중
소화기 (Gastrointestinal Infection: GI)	Allplex™ GI 1	인허가 완료	인허가 완료	인허가 완료	2017년 인허가 완료
	Allplex™ GI 2	인허가 완료	인허가 진행중	인허가 완료	2017년 인허가 완료
	Allplex™ GI 3	인허가 완료	인허가 진행중	인허가 완료	인허가 진행중
	Allplex™ GI 4	인허가 완료	인허가 완료	인허가 완료	인허가 진행중
성감염증 (Sexually Transmitted Infection: STI)	Allplex™ STI/BV 1	인허가 완료	미확정	인허가 완료	미확정
	Allplex™ STI/BV 2	인허가 완료	미확정	인허가 완료	미확정
	Allplex™ STI/BV 3	인허가 완료	미확정	인허가 진행중	미확정
	Allplex™ STI/BV 4	인허가 완료	미확정	미확정	미확정

자료: 씨젠, 하나금융투자

표 5. Project 100 포트폴리오

카테고리	검사제품수	Analyte 수
감염성 질환	54개	267 종류
약제 내성	12개	54 종류
암 진단	21개	90 종류
유전자형 검사	8개	33 종류
합계	95개	444 분석체

자료: 씨젠, 하나금융투자

글로벌 진단기업에게 인정받은 기술력

1) 글로벌 진단기업들과 ODM 계약 체결

퀴아젠, BD, 홀로직과 연이은 ODM 계약 체결

씨젠은 2015년 7월 분자진단 세계 3위 기업인 퀴아젠(Qiagen), 2015년 9월 분자진단 세계 4위 기업인 BD(Becton Dickinson), 그리고 2016년 11월 분자진단 세계 2위 기업인 홀로직(Hologic)과 연달아 ODM 계약을 체결하였다.

베크만쿨터의 경영전략 변경으로 ODM 계약 해지

작년 7월 2014년 11월 ODM 계약을 체결했던 베크만쿨터(Beckman Coulter)와의 계약이 해지되었으나, 이는 씨젠의 기술력 문제라기 보다는 베크만쿨터의 모회사 다나허가 베크만쿨터의 분자진단 장비 DxN Veris 사업을 중단했기 때문이다.

작년 5월 써모피셔(Thermo fisher)사와 진단사업을 위한 전략적 협약을 체결하면서, 여전히 글로벌 진단회사들의 러브콜을 받고 있다. 진단장비 및 분자진단 시약에 대한 미 FDA의 승인을 공동으로 추진하기 위한 협약으로 호흡기, 소화기, 성감염증 진단제품에 대해 2018년 미 FDA 승인을 목표로 추진되고 있다.

표 6. 씨젠 ODM 파트너사

Qiagen	Becton Dickinson	Hologic
2015.07.09 ODM 계약체결	2015.09.15 ODM 계약체결	2016.11.04 ODM 계약체결
<ul style="list-style-type: none"> - 분자진단 세계 3위(M/S 11.6%) - HPV분자진단시장 세계 1위 (M/S over 60%) - 동반진단 시장 선두 기업 	<ul style="list-style-type: none"> - 분자진단 세계 4위(M/S 9.2%) - 글로벌 체외진단 6위 (M/S 5.4%) - 미국 혈액배양 자동화시스템 1위 - 박테리아 진단 시장 선도기업 	<ul style="list-style-type: none"> - 분자진단 세계 2위(M/S 14.4%) - CT/NG, HPV 미국 시장 1위 - Women's Healthcare 분야 중심
		
QIAsymphony system(2011) (CE-IVD/FDA 승인 전자동화시스템)	BD MAX(2011) (CE-IVD/FDA 승인 전자동화시스템)	Panther Fusion(2017) (CE-IVD/FDA 승인 Panther 확장형모델)

자료: 씨젠, 하나금융투자

씨젠의 분자진단 시약 ODM은
신약개발 회사의 기술이전과
같은 개념

씨젠이 글로벌 진단회사와 체결한 ODM이 아직 결실을 이루고 있지 않아서 베크만쿨터와의 계약 해지처럼 다른 계약들도 무산될 수 있을 것으로 보는 견해도 많으나, 씨젠이 체결한 ODM은 일반 제조업에서 이루어지는 ODM과는 매우 다르다고 할 수 있다. 단순히 그 진단 제품에 맞는 시약 생산이 아니라, 그 시약을 개발해야 하는 일종의 기술 ODM이라 할 수 있으며, 이로 인해 실패할 가능성도 있지만, 마치 신약개발의 기술이전과 같은 가치를 부여받을 수 있는 것이다. R&D가 수반된 ODM으로 개발을 위한 시간과 비용이 필요하며, 이는 씨젠의 기술력이 입증받았기 때문에 가능한 계약이라 볼 수 있다.

2) 글로벌 진단회사들과 체결한 ODM 가치

쿼아젠 ODM 가치

쿼아젠과 체결한 ODM 가치는 아래와 같이 가정하여 산정되었다.

- 쿼아젠의 사업보고서에 따르면 QIAsymphony system은 누적으로 2014년 1,250대, 2015년 1,500대, 2016년 1,750여대가 팔려 있다. 2017년 3분기까지 누적으로 2,000여대 판매되었다고 발표하였다. 이에 기반하여 증가율을 산출하였다.
- 기기 당 분자진단 시약은 분자진단 시장의 연평균 성장률 12.7%에 근거하여 매년 10% 씩 증가한다고 가정하였다.
- 진단시약 가격은 씨젠의 국내 납품가와 비슷한 수준으로 산정했으며, 가격상승률은 없다고 가정하였다.
- 진단시약 출시는 2019년으로 가정하였다.
- 영업이익률은 현재 씨젠의 영업이익률 16%를 근거로 향후 물량이 증가하면서 마진도 같이 증가할 것으로 추정하였다.
- Terminal Value는 지속성장률 -5%로 가정하여 산정되었다.

표 7. QIAGEN ODM 가치

(단위: 십억원, 원, 백만달러, 달러, 대, %)

QIAGEN	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	-	29	30
QIAsymphony system 누적 판매대수	1,250	1,500	1,750	2,050	2,358	2,640	2,904	3,195	3,450	3,727	3,913		4,714	4,855
YoY 증가 대수		250	250	300	308	283	264	290	256	276	186		137	141
증가율		20.0%	16.7%	17.1%	15.0%	12.0%	10.0%	10.0%	8.0%	8.0%	5.0%		3.0%	3.0%
대당 분자 진단 시약 판매 수						1,000	1,300	1,625	2,031	2,438	2,925		4,019	4,140
YoY 대당 분자 진단 시약 증가							30%	25%	25%	20%	20%		3%	3%
진단 시약 가격(단위: 달러)						10	10	10	10	10	10		10	10
판매가격 상승률		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		0.0%	0.0%
매출액(단위: 백만달러)		0	0	0	0	26	38	52	70	91	114		189	201
영업이익률						15%	20%	20%	25%	30%	30%		40%	40%
영업이익		0.0	0.0	0.0	0.0	4.0	7.6	10.4	17.5	27.3	34.3		75.8	80.4
원화환산 수익(단위: 십억원)	1,100원					4.4	8.3	11.4	19.3	30.0	37.8		83.4	88.4
세후이익(단위: 십억원)	20.0%	0.0	0.0	0.0	0.0	3.5	6.6	9.1	15.4	24.0	30.2		66.7	70.7
할인률	10%				1	0.91	0.83	0.75	0.68	0.62	0.56		0.35	0.32
현재가치 환산					0.0	3.2	5.5	6.9	10.5	14.9	17.1		23.4	22.5
NPV		344.5												
Terminal Value	-5%	142.8												

자료: 하나금융투자

BD ODM 가치

BD사와 체결한 ODM 가치는 아래와 같이 가정하여 산정되었다.

- BD의 BD MAX가 얼마나 판매되었는지 사업보고서에 밝히고 있지 않아 쿼아젠의 QIASymphony system을 근거로 누적 판매대수를 추산하였다. 쿼아젠은 분자진단 세계 3위이고, BD는 세계 2위 규모를 고려하여 판매대수를 조정하였다. BD MAX는 QIASymphony system과 같이 2011년도에 출시되었다.
- 기기 당 분자진단 시약은 분자진단 시장의 연평균 성장률 12.7%에 근거하여 산정하였다.
- 진단시약 가격은 씨젠의 국내 납품가와 비슷한 수준으로 가정했으며, 가격상승률은 없다고 가정하였다.
- 진단시약 출시는 2019년으로 가정하였다.
- 영업이익률은 현재 씨젠의 영업이익률 16%를 근거로 향후 물량이 증가하면서 마진도 같이 증가할 것으로 추정하였다.
- Terminal Value는 지속성장률 -5%로 가정하여 산정되었다.

표 8. Becton Dickinson ODM 가치

(단위: 십억원, 원, 백만달러, 달러, 대, %)

Becton Dickinson		14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	-	29	30
BD MAX 누적 판매대수		1,000	1,200	1,400	1,600	1,840	2,061	2,267	2,494	2,693	2,908	3,054		3,679	3,790
YoY 증가 대수			200	200	200	240	221	206	227	199	215	145		107	110
증가율			20.0%	16.7%	14.3%	15.0%	12.0%	10.0%	10.0%	8.0%	8.0%	5.0%		3.0%	3.0%
대당 분자 진단 시약 판매 수							1,000	1,300	1,625	2,031	2,438	2,925		4,019	4,140
YoY 대당 분자 진단 시약 증가								30%	25%	25%	20%	20%		3%	3%
진단 시약 가격(단위: 달러)							10	10	10	10	10	10		10	10
판매가격 상승률			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		0.0%	0.0%
매출액(단위: 백만달러)			0	0	0	0	21	29	41	55	71	89		148	157
영업이익률							15%	20%	20%	25%	30%	30%		40%	40%
영업이익			0.0	0.0	0.0	0.0	3.1	5.9	8.1	13.7	21.3	26.8		59.1	62.7
원화환산 수익(단위: 십억원)	1,100원						3.4	6.5	8.9	15.0	23.4	29.5		65.1	69.0
세후이익(단위: 십억원)	20.0%		0.0	0.0	0.0	0.0	2.7	5.2	7.1	12.0	18.7	23.6		52.0	55.2
할인률	10%					1	0.91	0.83	0.75	0.68	0.62	0.56		0.35	0.32
현재가치 환산						0.0	2.5	4.3	5.4	8.2	11.6	13.3		18.2	17.6
NPV		268.9													
Terminal Value	-5%	111.4													

자료: 하나금융투자

홀로직 ODM 가치

홀로직사와 체결한 ODM 가치는 아래와 같이 가정하여 산정되었다.

- 홀로직사의 Panther Fusion은 퀴아젠, BD와는 달리 2017년 처음 출시된 기기로 기사에 따르면, 올해 약 20대가 판매되었다. 기기 증가율은 퀴아젠의 QIASymphony system의 증가율을 참고로 산정하였다.
- 기기 당 분자진단 시약은 분자진단 시장의 연평균 성장률 12.7%에 근거하여 산정하였다.
- 진단시약 가격은 씨젠의 국내 납품가와 비슷한 수준으로 가정했으며, 가격상승률은 없다고 가정하였다.
- 진단시약 출시는 2020년으로 가정하였다.
- 영업이익률은 현재 씨젠의 영업이익률 16%를 근거로 향후 물량이 증가하면서 마진도 같이 증가할 것으로 추정하였다.
- Terminal Value는 지속성장률 -5%로 가정하여 산정되었다.

표 9. Hologic ODM 가치

(단위: 십억원, 원, 백만달러, 달러, 대, %)

Hologic		17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30
Panther Fusion 누적 판매대수		20	120	480	960	1,440	1,728	1,987	2,186	2,405	2,597	2,805	2,945	3,092	3,247
YoY 증가 대수		20	100	360	480	480	288	259	199	219	192	208	140	147	155
증가율			500%	300%	100%	50.0%	20.0%	15.0%	10.0%	10.0%	8.0%	8.0%	5.0%	5.0%	5.0%
대당 분자 진단 시약 판매 수					1,000	1,300	1,625	2,031	2,438	2,925	3,218	3,539	3,716	3,902	4,019
YoY 대당 분자 진단 시약 증가						30%	25%	25%	20%	20%	10%	10%	5%	5%	3%
진단 시약 가격(단위: 달러)				10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10
판매가격 상승률				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
매출액(단위: 백만달러)				0	10	19	28	40	53	70	84	99	109	121	130
영업이익률					15%	20%	20%	25%	30%	30%	40%	40%	40%	40%	40%
영업이익				0.0	1.4	3.7	5.6	10.1	16.0	21.1	33.4	39.7	43.8	48.3	52.2
원화환산 수익(단위: 십억원)	1,100원			0.0	1.6	4.1	6.2	11.1	17.6	23.2	36.8	43.7	48.2	53.1	57.4
세후이익(단위: 십억원)	20.0%			0.0	1.3	3.3	4.9	8.9	14.1	18.6	29.4	34.9	38.5	42.5	45.9
할인률	10%			0.91	0.83	0.75	0.68	0.62	0.56	0.51	0.47	0.42	0.39	0.35	0.32
현재가치 환산				0.0	1.0	2.5	3.4	5.5	7.9	9.5	13.7	14.8	14.9	14.9	14.6
NPV		195.5													
Terminal Value	-5%	92.7													

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017P	2018F	2019F
매출액	65.1	73.7	87.7	107.4	130.9
매출원가	18.4	21.3	29.4	33.5	39.3
매출총이익	46.7	52.4	58.3	73.9	91.6
판매비	38.1	42.4	44.3	54.0	65.5
영업이익	8.6	10.1	14.0	19.9	26.2
금융손익	1.0	0.2	(4.6)	(1.2)	(1.1)
종속/관계기업손익	0.1	(0.5)	(1.4)	0.0	0.0
기타영업외손익	(0.8)	(0.5)	(5.0)	0.0	0.0
세전이익	8.9	9.4	3.0	18.7	25.1
법인세	2.1	2.3	(1.0)	4.3	5.7
계속사업이익	6.8	7.2	4.1	14.4	19.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	6.8	7.2	4.1	14.4	19.4
비지배주주지분 손익	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1
지배주주순이익	6.8	7.1	4.0	14.3	19.3
지배주주지분포괄이익	6.5	6.7	4.0	14.3	19.2
NOPAT	6.6	7.7	18.7	15.3	20.2
EBITDA	14.7	16.6	19.5	24.5	30.1
성장성(%)					
매출액증가율	1.1	13.2	19.0	22.5	21.9
NOPAT증가율	(29.8)	16.7	142.9	(18.2)	32.0
EBITDA증가율	(12.5)	12.9	17.5	25.6	22.9
영업이익증가율	(22.5)	17.4	38.6	42.1	31.7
(지배주주)순이익증가율	(25.3)	4.4	(43.7)	257.5	35.0
EPS증가율	(27.6)	3.8	(43.4)	255.2	34.4
수익성(%)					
매출총이익률	71.7	71.1	66.5	68.8	70.0
EBITDA이익률	22.6	22.5	22.2	22.8	23.0
영업이익률	13.2	13.7	16.0	18.5	20.0
계속사업이익률	10.4	9.8	4.7	13.4	14.8

투자지표	2015	2016	2017P	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	262	272	154	547	735
BPS	5,463	5,725	5,879	6,426	7,160
CFPS	738	795	484	934	1,146
EBITDAPS	569	634	743	934	1,146
SPS	2,524	2,809	3,342	4,093	4,991
DPS	0	0	0	0	0
주기지표(배)					
PER	144.2	128.7	217.6	65.4	48.7
PBR	6.9	6.1	5.7	5.6	5.0
PCFR	51.3	43.9	69.3	38.3	31.2
EV/EBITDA	65.6	53.1	43.5	36.9	29.9
PSR	15.0	12.4	10.0	8.7	7.2
재무비율(%)					
ROE	5.9	5.1	2.8	9.4	11.3
ROA	4.1	3.5	1.9	6.4	7.9
ROIC	6.6	7.2	16.8	12.7	15.0
부채비율	43.4	46.0	46.0	44.2	41.9
순부채비율	(22.8)	(23.8)	(21.7)	(21.4)	(21.0)
이자보상배율(배)	5.3	4.7	6.3	9.0	11.8

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017P	2018F	2019F
유동자산	151.8	155.7	166.5	188.4	214.9
금융자산	76.8	83.8	81.0	83.6	87.2
현금성자산	40.9	49.8	40.5	34.1	26.7
매출채권 등	56.7	54.9	65.3	80.0	97.5
재고자산	14.8	13.6	16.2	19.8	24.1
기타유동자산	3.5	3.4	4.0	5.0	6.1
비유동자산	42.3	51.9	47.1	43.4	40.6
투자자산	3.0	3.5	4.2	5.1	6.2
금융자산	1.3	1.7	2.0	2.4	3.0
유형자산	11.2	16.5	13.3	10.8	8.8
무형자산	19.2	22.4	20.0	17.9	16.1
기타비유동자산	8.9	9.5	9.6	9.6	9.5
자산총계	194.0	207.6	213.6	231.8	255.5
유동부채	11.5	14.7	15.7	18.1	21.0
금융부채	2.7	4.1	3.4	3.4	3.4
매입채무 등	7.7	8.3	9.8	12.0	14.7
기타유동부채	1.1	2.3	2.5	2.7	2.9
비유동부채	47.2	50.7	51.6	52.9	54.4
금융부채	43.3	45.9	45.9	45.9	45.9
기타비유동부채	3.9	4.8	5.7	7.0	8.5
부채총계	58.7	65.4	67.3	71.0	75.5
지배주주지분	135.1	141.9	146.0	160.3	179.6
자본금	13.1	13.1	13.1	13.1	13.1
자본잉여금	85.1	85.1	85.1	85.1	85.1
자본조정	(8.0)	(7.8)	(7.8)	(7.8)	(7.8)
기타포괄이익누계액	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
이익잉여금	45.0	51.7	55.7	70.0	89.3
비지배주주지분	0.2	0.3	0.3	0.4	0.5
자본총계	135.3	142.2	146.3	160.7	180.1
순금융부채	(30.8)	(33.8)	(31.7)	(34.4)	(37.9)

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017P	2018F	2019F
영업활동 현금흐름	(3.1)	16.6	1.4	3.6	4.8
당기순이익	6.8	7.2	4.1	14.4	19.4
조정	9.9	11.5	8.3	4.7	4.0
감가상각비	6.0	6.6	5.5	4.6	3.9
외환거래손익	(1.8)	(0.4)	2.8	0.1	0.1
지분법손익	(0.1)	0.5	0.0	0.0	0.0
기타	5.8	4.8	0.0	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	(19.8)	(2.1)	(11.0)	(15.5)	(18.6)
투자활동 현금흐름	(24.3)	(9.8)	(9.9)	(10.1)	(12.1)
투자자산감소(증가)	0.1	(0.0)	(0.7)	(0.9)	(1.1)
유형자산감소(증가)	(3.1)	(5.7)	0.0	0.0	0.0
기타	(21.3)	(4.1)	(9.2)	(9.2)	(11.0)
재무활동 현금흐름	48.6	1.9	(0.7)	0.0	0.0
금융부채증가(감소)	15.2	4.0	(0.7)	0.0	0.0
자본증가(감소)	33.7	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(0.3)	(2.1)	0.0	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	21.4	8.9	(9.2)	(6.5)	(7.3)
Unlevered CFO	19.1	20.9	12.7	24.5	30.1
Free Cash Flow	(6.4)	10.7	1.4	3.6	4.8

2018년 2월 27일

아이센스(099190)

창사이래 최대실적, 잃어버린 밸류에이션을 찾아서

안정성과 성장성 두 마리 토끼를 잡다

아이센스는 올해 ① 글로벌 파트너를 통한 안정적인 매출 성장과 ② 중국 혈당진단기 시장 확대 및 현지법인 설립을 통한 성장성이 라는 두 마리 토끼를 잡을 것으로 판단한다. 전체 매출액의 42.8%를 차지하는 주요 고객사 Arkray, AgaMatrix의 2018년 매출액은 각각 18.8%, 7.0% 증가할 것으로 추정됨에 따라 안정적인 매출 성장이 기대된다. 또한 중국 혈당측정기 시장에서 아이센스는 수출 방식을 통한 병원용 혈당측정기 시장 공략하고 있다. 이와 함께 올해 상반기 인허가가 예상되는 중국 공장의 가동으로 가정용 혈당측정기 시장까지 진출이 가능해짐에 따라 중국 법인의 고성장이 예상된다.

2018년 사상 최대 실적 전망

하나금융투자는 아이센스의 2018년 매출액 및 영업이익을 각각 1,752억원(YoY +11.0%), 284억원(YoY +23.8%, OPM 16.2%)으로 추정한다. 사측이 제시한 가이드스 매출액 1,750억원(YoY +10.9%), 영업이익 290억원(YoY +26.5%)에 부합하는 수준의 실적이 예상된다. ① Arkray 향 매출액은 18.8% 증가할 것으로 추정된다. 지난해 4분기부터 매출 큰 폭 성장에 기여한 미국 법인 향 매출 성장세가 지속될 전망이다. ② 중국 법인은 올해 17.3% 수준의 매출 성장이 예상된다. 지난해 대외적 이슈로 부진했던 실적은 올해 정상 수준을 회복할 것으로 추정한다. 올해 상반기 현지 공장 인허가가 예상되는 만큼 추가 실적 상향 조정 가능성도 존재한다. ③ 마지막으로 유럽 시장에서의 신규 국가 커버리지 확대 및 CoaguSense 시장 확대를 통해 꾸준한 매출 성장이 기대된다.

투자의견 BUY, 목표주가 34,000원으로 커버리지 개시

아이센스에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 34,000원을 제시한다. 목표주가 34,000원은 영업가치 4,653억원(2018년 예상 순이익 185억원, Target PER 25.2배)을 적용하여 산출했다. Target PER 25.2배는 아이센스의 2013~2016년 Historical PER 평균 값에 10%를 할인한 수치다. 현재 아이센스 주가는 2018년 PER 20배 거래 중이다. 꾸준한 성장세와 안정적 마진 확보가 가능하다는 점, 그리고 올해 상반기 중국 공장의 생산 및 판매허가 획득시 추가 실적 상향 조정 가능성이 존재함을 감안하면 저점 매수 유효한 구간으로 판단한다.

Top Picks

BUY(신규)

TP(12M): 34,000원(신규) | CP(2월26일): 28,000원

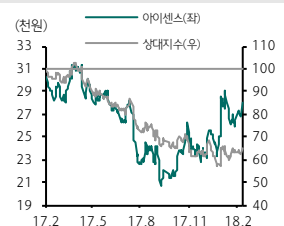
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	874.43
52주 최고/최저(원)	31,400/20,750
시가총액(십억원)	384.6
시가총액비중(%)	0.14
발행주식수(천주)	13,734.2
60일 평균 거래량(천주)	106.3
60일 평균 거래대금(십억원)	2.8
18년 배당금(예상, 원)	100
18년 배당수익률(예상, %)	0.36
외국인지분율(%)	38.53
주요주주 지분율(%)	
차근식 외 7인	24.54
아크레이	10.44
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(2.6) 14.5 (3.8)
상대	1.7 (14.8) (32.4)

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	175.4	193.2
영업이익(십억원)	28.3	33.0
순이익(십억원)	20.0	23.7
EPS(원)	1,471	1,757
BPS(원)	13,172	14,836

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2015	2016	2017P	2018F	2019F
매출액	십억원	101.9	132.5	157.8	175.2	197.9
영업이익	십억원	19.4	25.7	22.9	28.4	33.1
세전이익	십억원	18.9	22.7	18.7	24.1	28.8
순이익	십억원	14.7	17.6	15.0	18.8	22.5
EPS	원	1,077	1,280	1,092	1,371	1,637
증감률	%	1.3	18.8	(14.7)	25.5	19.4
PER	배	31.61	22.97	23.17	20.42	17.11
PBR	배	3.54	2.69	2.13	2.13	1.90
EV/EBITDA	배	17.28	13.23	12.46	11.23	9.51
ROE	%	11.79	12.47	9.58	10.95	11.75
BPS	원	9,629	10,911	11,892	13,163	14,700
DPS	원	0	100	100	100	100



중소형·코스닥 Analyst 이정기
02-3771-7522
robert.lee@hanafn.com



중소형·코스닥 Analyst 이동건
02-3771-8197
shawn1225@hanafn.com

1. 투자 의견 BUY, 목표주가 34,000원으로 커버리지 개시

투자 의견 BUY, 목표주가 34,000원
제시, 현 주가 대비 21.4% Upside

아이센스에 대해 투자 의견 BUY, 목표주가 34,000원을 제시한다. 목표주가 34,000원은 영업가치 4,653억원(2018년 예상 순이익 185억원, Target PER 25.2배)을 적용하여 산출했다. Target PER 25.2배는 아이센스의 2013~2016년 Historical PER 평균값에 10%를 할인한 수치다. 2017년 실적은 부진은 중국발 이슈에 기인한 만큼 2017년 PER 값을 제외한 평균값을 활용했다. 10% 할인은 2013~2016년 아이센스의 영업이익률이 20% 수준에 달했던 반면 2018년 영업이익률은 다소 이를 하회할 것으로 추정됨에 따른 것이다. 목표주가 34,000원은 현 주가(2/26 종가) 28,000원 대비 21.4%의 Upside를 보유하고 있다.

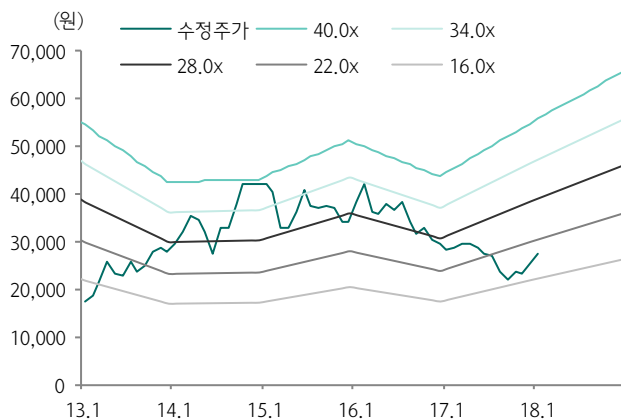
현재 아이센스 주가는 2018년 PER 20배 거래 중이다. 꾸준한 성장세와 안정적 마진 확보가 가능하다는 점, 그리고 올해 상반기 중국 공장의 생산 및 판매허가 획득시 추가 실적 상향 조정 가능성이 존재함을 감안하면 저점 매수 유효한 구간으로 판단한다.

표 1. 목표주가 34,000원 도출

항목	금액	기준
영업가치(십억원)	465.3	
순이익	18.5	2018년 예상 순이익
Target PER	25.2	아이센스 Historical PER 28.0배 대비 10% 할인
적정자본가치	465.3	
발행주식수	13,734.0	천주
적정주가(원)	33,879.9	

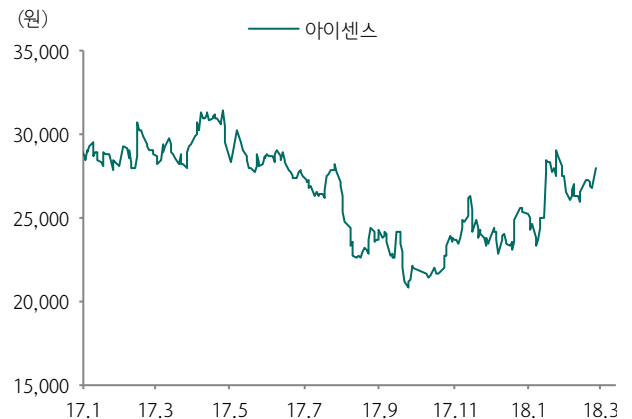
자료: 하나금융투자

그림 1. 아이센스 12개월 Fwd PER 밴드



자료: 하나금융투자

그림 2. 아이센스 주가 추이



자료: 하나금융투자

2. 자가혈당측정 시장 선도 업체

1) 자가혈당측정 시장 개요

2016년 자가혈당측정 시장 규모는 약 97억 달러 수준, 연평균 4.4% 성장 전망

아이센스는 자가혈당측정 전문 업체로 혈당측정기 분야의 국산화 선도 및 글로벌 진출을 통한 성장을 이어나온 회사다. 아이센스가 주력으로 하는 자가혈당측정기란 당뇨병자가 혈당 자가 진단을 목적으로 활용하는 진단기기다. 2017년 국제당뇨연맹(IDF)에 따르면 글로벌 당뇨병 환자 수는 약 4.5억명 수준으로 이는 전세계 인구 대비 약 8.6%이다. 2016년 기준 자가혈당진단 시장 규모는 약 97억 달러 수준으로 전체 체외진단시장(IVD) 내에서 약 16%를 차지하며 면역화학진단 시장 다음으로 규모가 크다. 산업 자료에 따르면 자가혈당측정 시장은 선진국 기준 연평균 1.1%, 이머징 시장 기준 연평균 6.5%로 이 둘을 합산했을 때 연평균 4.4% 성장이 예상된다. 주요 플레이어로는 글로벌 진단 업체인 로슈, J&J, 아센시아(파나소닉이 바이엘 당뇨관리 사업부 인수), 애보트 4개사가 85% 안팎의 점유율을 차지하고 있으며, 국내 업체들 가운데에서는 아이센스가 약 1%의 시장 점유율을 확보하고 있다.

자가혈당측정기는 크게 세 가지로 구성된다. 먼저, 혈당 내 당 농도를 측정하는 기기인 혈당측정기(Meter)가 있다. 또한, 혈액 내 포도당과 반응하여 전기 화학적 반응을 일으키는 효소가 포함된 막대 모양의 검사지인 혈당스트립(Strip)이 있으며, 마지막으로 혈액 채취를 위해 사용하는 도구인 채혈기(Lancing Device)가 있다. 장기간 사용되는 혈당측정기보다 소모품인 혈당스트립이 대부분의 시장을 형성하는 특징을 지닌다.

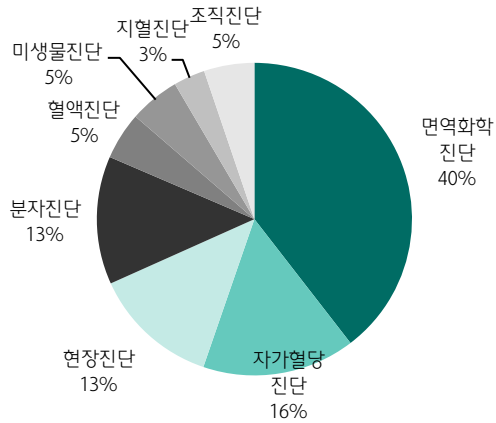
그림 3. 혈당측정기 구성기기

자가혈당측정기는 혈당측정기, 혈당스트립, 채혈기로 구성



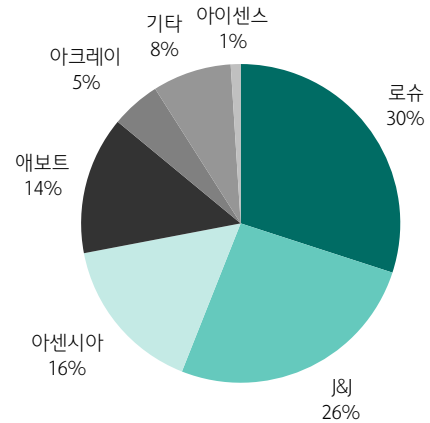
자료: 아이센스, 하나금융투자

그림 4. 체외진단시장 규모



자료: 산업자료, 하나금융투자

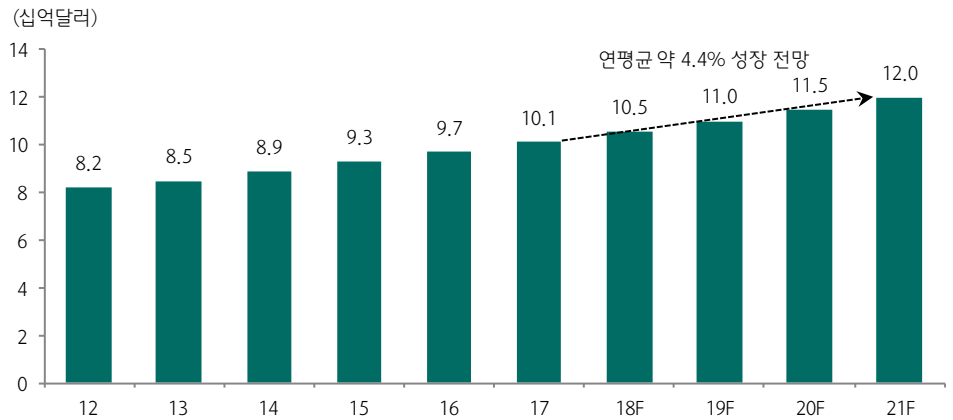
그림 5. 혈당측정기 글로벌 시장 점유율



자료: 아이센스, 하나금융투자

그림 6. 자가혈당측정 시장 규모

자가혈당측정 시장은 2016년
약 97억 달러 수준, 연평균 4.4%
성장 전망



자료: 산업자료, 하나금융투자

2) 아이센스, 국내 1위 혈당측정기 제조 업체

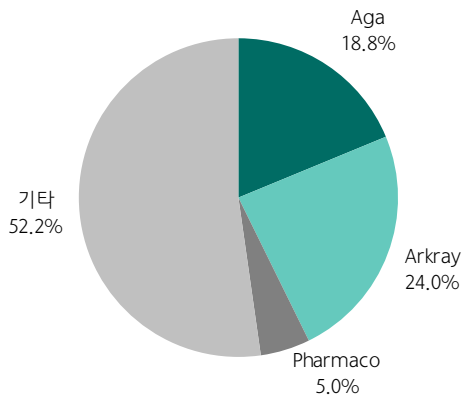
아이센스 매출액의 약 95%는
혈당측정기 관련 매출로 구성

아이센스는 자가혈당측정 전문 업체로 2017년 기준 매출액 1,368억원(별도 기준) 가운데 약 95%는 혈당측정기 관련 매출(혈당측정기+스트립)로 구성된다. 자체 브랜드 제품 제조/판매 및 ODM과 OEM 전략을 활용한 매출 성장을 기록하고 있다. 아이센스의 주요 고객사로는 미국의 AgaMatrix, 일본 Arkray(미국 법인 포함), 뉴질랜드 Pharmaco, 국내 한독 등이 있다. 내수 및 수출 비중은 내수 20%, 수출 80%로 이뤄지며 이 가운데 미주 지역의 매출이 약 32%로 가장 큰 비중을 차지한다. 국내에서는 혈당측정기 제조 업체 가운데 매출 규모 측면에서 2위를 기록 중이며, 국내 업체들 가운데에서는 1위 업체로 시장을 선도하고 있다.

향후 POCT, 연속혈당측정기,
면역진단시장까지 사업 확대 예정

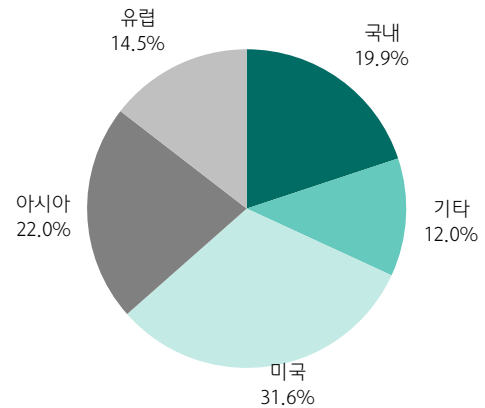
아이센스는 자가혈당측정이라는 안정적 사업 모델을 바탕으로 향후 POCT 시장, 연속혈당측정기 시장, 그리고 면역진단시장까지 지속적으로 사업 및 시장을 확대할 예정이다.

그림 7. 주요 거래처별 매출 비중



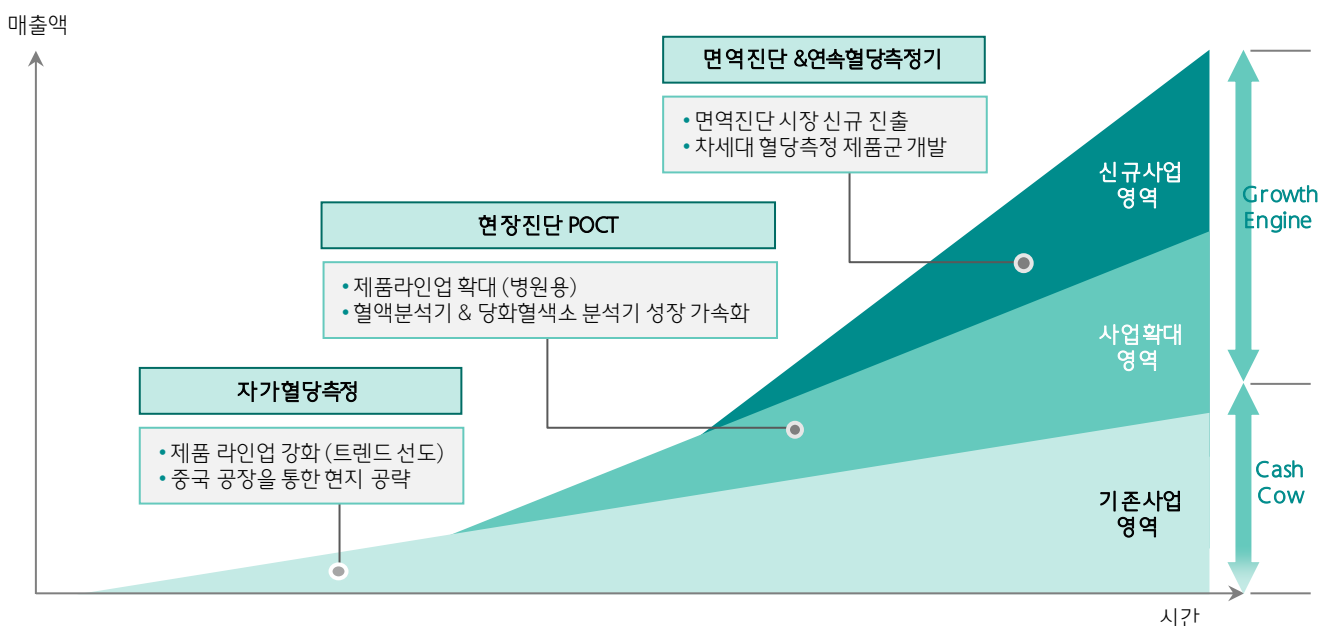
자료: 아이센스, 하나금융투자

그림 8. 대륙별 매출 비중



자료: 아이센스, 하나금융투자

그림 9. 아이센스 성장 전략



자료: 아이센스, 하나금융투자

3. 투자포인트

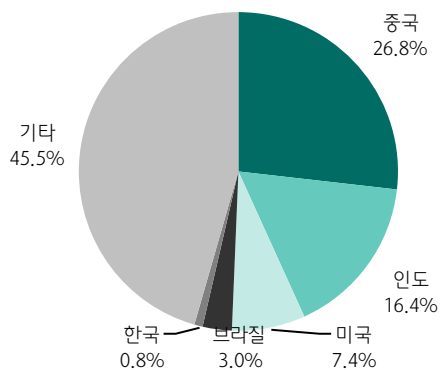
1) 중국 혈당진단기 시장의 성장과 현지법인 설립을 통한 Level-up

중국 당뇨 환자 수는 약 1.2억명으로
전세계 환자 수 대비 27% 수준

국제당뇨연맹(IDF)에 따르면 2017년 중국 당뇨 환자 수는 약 1.2억명으로 글로벌 당뇨 환자 수 4.5억명 가운데 약 27%를 차지하고 있다. 중국 다음으로 환자 수가 많은 인도, 미국, 브라질의 당뇨 환자 수가 전체 환자 수 대비 16.4%, 7.4%, 3.0%를 차지한다는 점을 감안하면 중국 당뇨 시장은 글로벌 최대 규모의 시장이 될 잠재력이 크다.

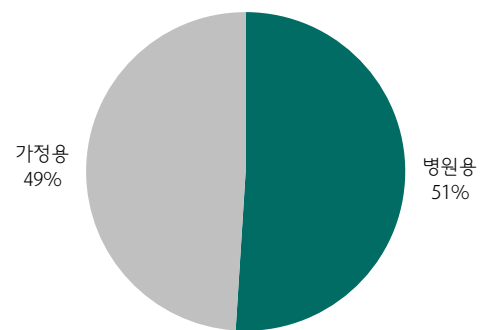
중국의 당뇨관련지출은 약 25조원 수준으로 알려져 있으며, 이 가운데 혈당측정기 시장규모는 약 9천억원 수준으로 알려져 있다. 혈당측정기 시장은 다시 병원용과 가정용(OTC)로 분류되는데 상대적으로 고가에 판매되고 있는 병원용 혈당측정기 시장에 아이센스를 포함한 글로벌 업체들이 진출해 있는 상황이며, 가정용 시장에는 가격경쟁력을 중심으로 한 로컬 업체들이 다수 분포해 있는 상황이다. 참고로 병원용 혈당측정기 시장과 가정용 시장의 비중은 각각 51%, 49% 수준으로 비슷한 상황이다.

그림 10. 글로벌 당뇨 환자 비중



자료: IDF, 하나금융투자

그림 11. 중국 혈당측정기 시장 비중



자료: 아이센스, 하나금융투자

아이센스는 2015년 9월 현지 공장 준공, 올해 상반기 내 인허가 기대

아이센스는 이러한 시장 상황에 대응하기 위해 일찍이 중국 병원용 혈당측정기 시장에 진출했으며, 현재 중국 전체 혈당측정기 시장에서 약 2%의 점유율을 차지하고 있다. 중국 혈당측정기 시장 내에서 핵심 플레이어로는 J&J(병원용, 약 21%), 로슈(병원용, 약 21%), 시노케어(가정용, 약 13%) 등이 있다.

기존 글로벌 업체들이 가정용 시장 진출을 꺼렸던 대표적인 이유였던 가격경쟁력에서의 불리함을 극복하기 위해 아이센스는 2015년 9월 중국장가항시 산업단지 내 초기 CAPA 3억 개 스트립 수준(원주 공장 1교대 기준 1/3 규모)인 자체 공장을 준공했다. 아이센스는 스트립 구조 개선 및 자동화 공정프로세스로 원가경쟁력을 확보해 중국 가정용 혈당측정기 시장을 본격적으로 공략할 예정이다.

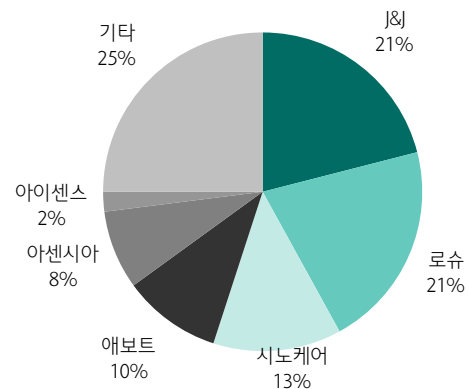
다만, 중국 내에서 생산 및 판매를 위해서는 공장 및 제품에 대한 인허가가 필요한 상황인데 사드 배치 이슈에 따른 한한령 여파 등 대외적인 이슈 영향으로 인허가가 2017년부터 지연되고 있는 상황이다. 회사측에 따르면 2018년 상반기 내 인허가가 예상되며 허가시 2018년 말부터 본격적인 현지 매출 발생이 예상된다.

그림 12. 아이센스 중국 공장 전경



자료: 아이센스, 하나금융투자

그림 13. 중국 혈당측정기 시장 점유율 현황



자료: 아이센스, 하나금융투자

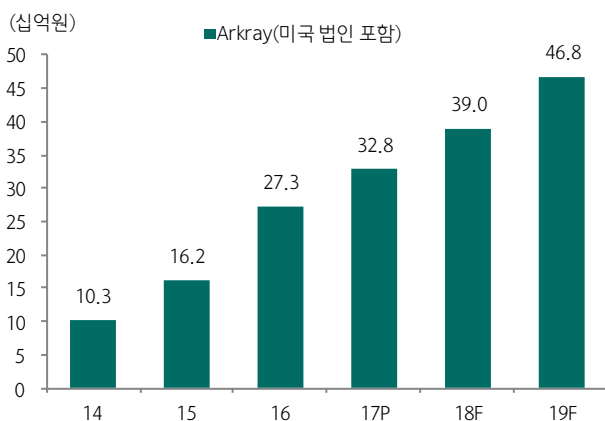
아이센스 주요 글로벌 고객사
매출 비중은 Arkray 24%,
AgaMatrix 19%, Pharmaco 5%

2) 글로벌 파트너를 통한 꾸준한 매출 성장

아이센스는 글로벌 파트너를 통한 꾸준한 매출 성장을 기록했다. 주요 고객사로는 미국의 AgaMatrix, 일본 Arkray(미국 법인 포함), 뉴질랜드 Pharmaco, 국내 한독 등이 있다. 고객사별 비중은 Arkray 24.0%, AgaMatrix 18.8%, Pharmaco 5.0% 순으로 상위 두 개 파트너사 매출 비중이 42.8%를 차지한다.

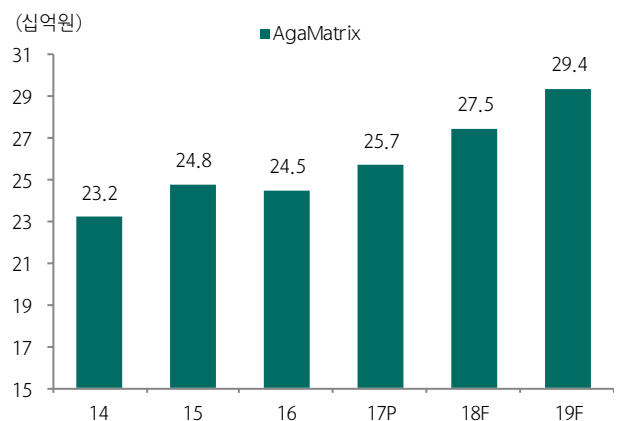
- ① 먼저, 가장 큰 비중으로 차지하는 **Arkray**는 글로벌 점유율 약 5%를 차지하는 5위 업체이다. 2011년부터 Arkray에 물량을 공급하기 시작했으며 2017년 연간 328억원의 매출을 기록했다. 아이센스는 2013년부터 송도공장을 통해 Arkray 전용 OEM 혈당스트립을 생산하고 있으며 송도공장의 CAPA는 연 약 4억 개 스트립 생산이 가능한 수준이다(1교대 기준). 2017년 기준으로 아이센스는 송도공장을 통해 4억 개 이상의 스트립을 생산, 납품하고 있다. 2018년 Arkray 향 매출액은 전년대비 18.8% 증가한 390억원을 기록할 것으로 추정한다. 특히, 지난해 4분기부터 월마트 PL브랜드 추가 효과, LongtermCare 시장 제품확대를 통해 Arkray 미국 법인의 매출기여도가 확대되고 있다는 점은 주목할 만하다.
- ② 미주지역 주요 고객사인 **AgaMatrix**는 대형 제약사에 혈당측정기를 납품하고 있는 회사로 2005년부터 물량을 공급하기 시작했다. 2017년 AgaMatrix 향 매출액은 257억원을 기록했으며, 미국 당뇨 시장 성장에 힘입어 꾸준한 매출 성장이 예상된다. 2018년 매출액은 전년대비 7.0% 증가한 275억원으로 추정한다.
- ③ 그 외로 국내, 유럽, 오세아니아 등 지역에서의 매출액도 꾸준히 증가하고 있는 추세다. AgaMatrix와 Arkray를 제외한 글로벌 파트너사 대상 매출액은 2017년 784억원으로 전년대비 8.5% 증가했다. 2018년은 약 14% 증가한 892억원 매출이 이들 파트너사들로부터 발생 가능할 것으로 추정한다. 참고로, 2012년부터 납품해온 뉴질랜드의 **Pharmaco**와는 새로운 계약을 통해 2018년 2월부터 2022년 6월까지 안정적으로 매출 확보가 가능해졌다. 연간 약 70억원 수준의 매출 기여가 가능할 것으로 기대된다.

그림 14. Arkray 향 매출 추이



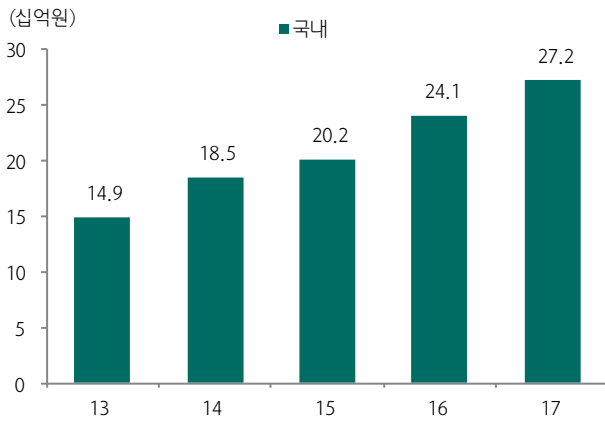
자료: 아이센스, 하나금융투자

그림 15. AgaMatrix 향 매출 추이



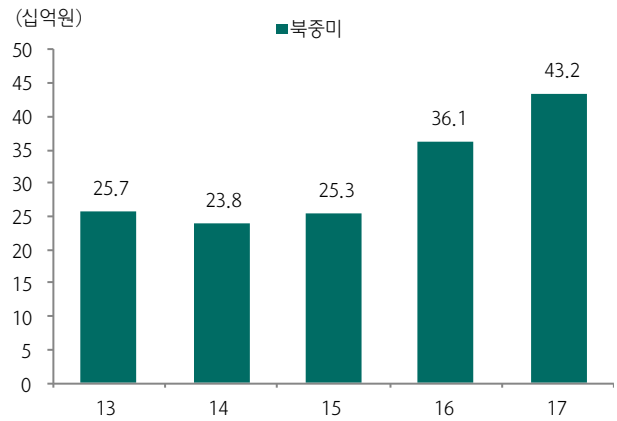
자료: 아이센스, 하나금융투자

그림 16. 국내 매출 현황



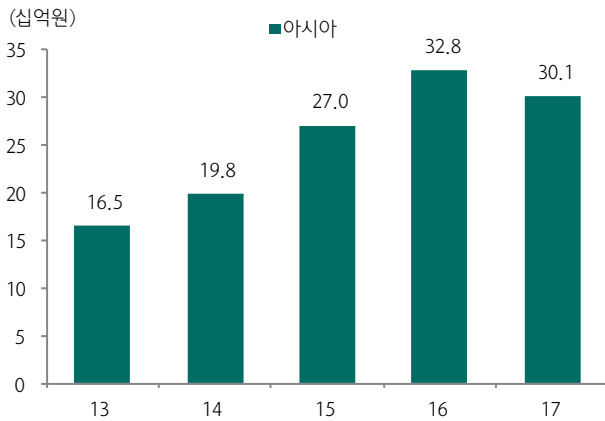
자료: 아이센스, 하나금융투자

그림 17. 북중미 매출 현황



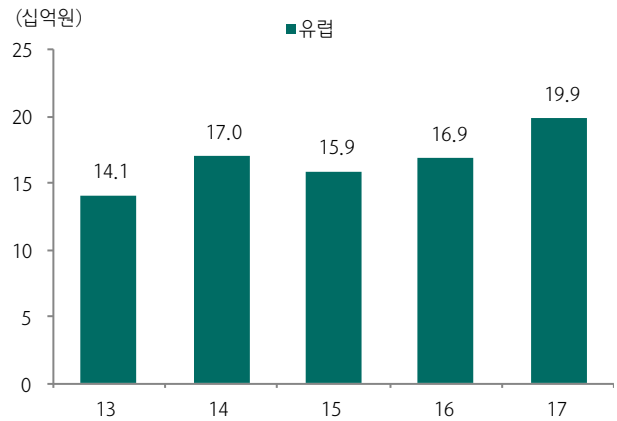
자료: 아이센스, 하나금융투자

그림 18. 아시아 매출 현황



자료: 아이센스, 하나금융투자

그림 19. 유럽 매출 현황



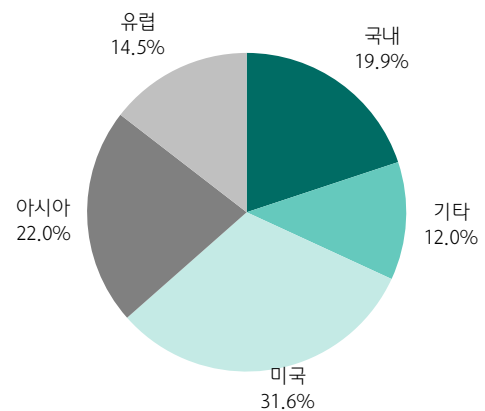
자료: 아이센스, 하나금융투자

그림 20. 기타 지역 매출 현황



주: 기타 지역은 남미, 오세아니아, 아프리카 및 중동을 포함
자료: 아이센스, 하나금융투자

그림 21. 대륙별 매출 비중



자료: 아이센스, 하나금융투자

3) 제품 라인업 강화 및 신시장 진출을 통한 성장 모멘텀 확보

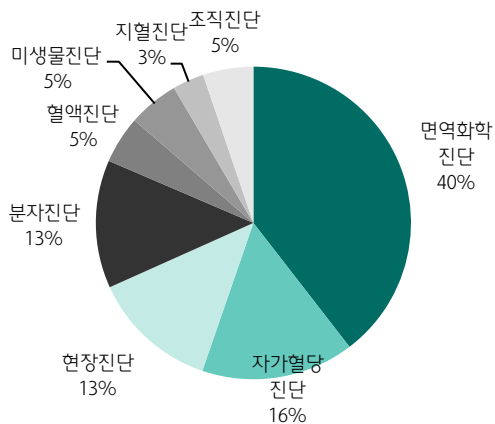
(1) 제품 라인업 확대를 통한 POCT 시장 진출 본격화

POCT 현장진단 사업으로 사업
포트폴리오 확대 중

아이센스는 기존의 캐쉬카우 역할을 수행하던 혈당측정기 시장에서 POCT 현장진단 사업으로 사업 포트폴리오를 확대하고 있다. 종합병원 및 대형병원의 POCT 분야를 주요 타겟시장으로 전해질 분석기(2009년 2월 출시)와 혈액가스 분석기(2015년 5월 출시) 등 혈액분석기 제품과 병원용 당뇨관리용 POCT 제품(당화혈색소 분석기, 당뇨합병증 카트리지, 병원용 혈당측정기)을 출시했으며 고부가가치 전문가용 제품을 통한 타겟 시장 확대 및 수익 창출 극대화를 주요 목표로 삼고 있다. 아직까지는 전사 매출액 대비 POCT 관련 제품이 차지하는 비중이 5% 이하로 미미한 수준이나, 글로벌 POCT 시장 성장률(연평균 8.4% 전망) 및 제품 라인업 확대 감안시 향후 실적 기여도는 점차 높아질 전망이다.

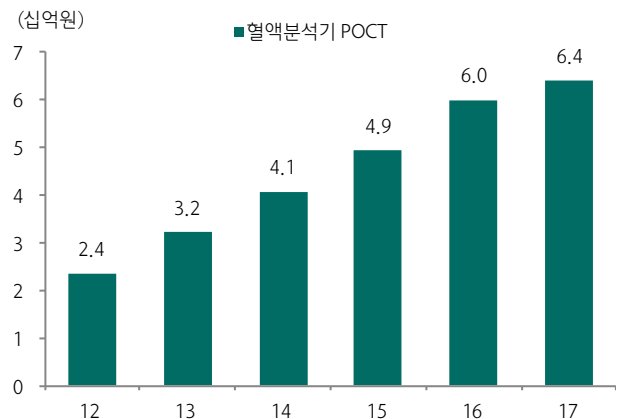
혈액응고 진단기기란 혈액응고의 이상 여부를 측정하기 위해 응고에 관련된 인자를 측정, 분석하는 장치로 질병의 진단, 치료 및 예후판정 기능을 수행한다. 주로 외과린 복용 환자가 사용하고 있으며 글로벌 시장규모는 약 1조 5천억원 수준으로 추정된다. 혈액응고 진단 시장은 크게 두 개의 시장으로 세분화될 수 있는데 혈전 정보를 감지하는 PT/INR 시장이 약 70%를 차지하며, 나머지 30%는 기타 진단기기로 구성된다. 혈액응고 PT/INR 글로벌 점유율은 로슈 55%, 애보트 15%, 엘리어 9% 순이며 미국 FDA의 승인을 받은 회사는 로슈와 애보트, CoaguSense이나 애보트는 2년전 승인이 취소된 상황이다.

그림 22. 글로벌 체외진단 시장 규모



자료: 산업자료, 하나금융투자

그림 23. 아이센스 혈액분석기 POCT 매출 추이



자료: 아이센스, 하나금융투자

아이센스는 2016년 미국 혈액응고 진단 회사인 CoaguSense 인수

2018년 CoaguSense 매출액 80억원
영업이익 흑자전환 전망

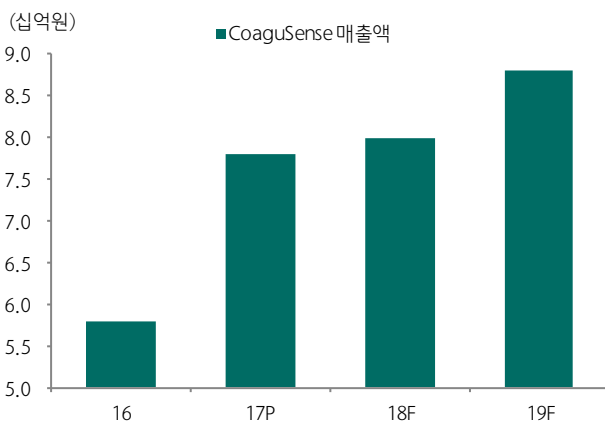
아이센스는 2016년 11월 미국 혈액응고 진단 회사인 CoaguSense의 지분 62%와 경영권을 1,040만달러에 인수하는 계약을 체결했다. CoaguSense는 2008년 설립된 혈액응고진단기기 제조 및 판매 사업을 영위하는 회사이며 PT/INR 장치로 혈액응고 측정기(Meter)와 테스트 스트립(Strip)으로 구성되어 있다. 아이센스는 CoaguSense 인수를 통해 기존 아이센스가 보유한 혈당측정 및 혈액분석기와 같이 환자의 맞춤형 치료를 가능하게 하는 진단 분야로 양사의 기술력을 결합하여 시장에서 경쟁력 있는 제품 포트폴리오 구축이 가능할 것으로 기대된다. CoaguSense는 인수 이후 첫해인 2017년 PST(Patient self-testing) 시장의 공급계약을 통해 매출액 78억원(YoY +35%)을 기록하며 큰 폭 성장했으나 영업이익은 일회성 비용 이슈로 적자전환을 기록했다. 하나금융투자는 2018년 CoaguSense의 매출액을 전년대비 2.4% 증가한 80억원, 영업이익은 흑자전환할 것으로 추정한다.

표 2. CoaguSense 기업 개요

회사명	CoaguSense		
대표이사	Douglas Patterson		
주요사업	혈액응고진단기기 제조 및 판매		
주소	48377 Fremont Blvd., Suite 113, Fremont, CA 94538 USA		
매출액	\$5.8M	자본금	\$155K
설립일	2008년 5월	임직원수	36명

자료: 아이센스, 하나금융투자

그림 24. CoagueSense 매출 추이



주: 2016년 11월 인수
자료: 하나금융투자

그림 25. CoagueSense 제품 예시



자료: 하나금융투자

(2) 면역진단 시장 신규 진출

아이센스는 2018년 심혈관 질환 관련
면역센서 제품 개발, 출시 예정

아이센스는 응급/의료진단 시약 전문 자회사인 나노디텍과 광학의로기기 전문 자회사인 테라웨이브의 통합을 통해 면역진단기기 시장 공략을 위한 회사 프리시전바이오를 설립했다. 기존 아이센스가 보유하고 있던 기반기술 및 영업기반을 바탕으로 나노디텍과 테라웨이브가 보유한 센서 기술 노하우와 심혈관 관련 진단제품 생산 능력을 활용하여 시너지 창출이 가능할 전망이다.

현재 아이센스는 2018년 출시를 목표로 심혈관 질환 관련 면역센서 제품을 개발하고 있으며, 신흥 시장 및 중소형 병원의 검사실이나 리테일 클리닉을 공략할 예정이다. 향후 중장기적으로 여성건강, 전염병, 암진단 등으로 검사항목을 확대할 계획이다.

(3) 연속혈당측정기 출시를 통한 미래 선도 제품 개발

아이센스는 연속혈당측정기 상용화는
2019년~2020년 가능할 전망

마지막으로, 아이센스는 혈당측정기 시장 선도를 위해 연속혈당측정기(CGMS; Continuous Glucose Monitoring System) 제품 개발을 진행 중이다. 연속혈당측정기란 당 센서, 무선 전송기, 수신기로 구성되어 있다. 연속혈당측정기는 바늘 모양의 센서가 피하지방에 삽입, 세포 간질액에서 당을 실시간으로 측정하는 방식으로 기존 채혈식 혈당측정기와는 달리 즉각적인 조치가 가능하다는 특징을 지닌다. 업계에 따르면 CGMS 시장 규모는 2016년 기준 8천억원, 2020년 2조원 규모로 성장할 것으로 전망하며, 글로벌 주요 플레이어로는 텍스컴, 메드트로닉, 애보트가 있다. 회사측에 따르면 2018년 시제품 개발 완료 및 국내 인허가 진행이 예상되며, 본격적인 국내 시장에서의 상용화는 2019년~2020년 이뤄질 전망이다.

그림 26. 아이센스 면역센서 제품 예시



자료: 아이센스, 하나금융투자

그림 27. 연속혈당측정기 예시



자료: 하나금융투자

4. 실적 추정

2018년 매출액 11.0%, 영업이익 23.8% 증가 추정

2018년 매출액 및 영업이익 각각 11.0%, 23.8% 증가 추정

하나금융투자는 아이센스의 2018년 매출액 및 영업이익을 각각 1,752억원(YoY +11.0%), 284억원(YoY +23.8%, OPM 16.2%)으로 추정한다. 사측이 제시한 가이던스 매출액 1,750억원(YoY +10.9%), 영업이익 290억원(YoY +26.5%)에 부합하는 수준의 실적이 예상된다.

먼저, ① 해외 고객사들 가운데 가장 큰 비중을 차지하는 Arkray 향 매출액은 18.8% 증가할 것으로 추정한다. 지난해 4분기부터 매출 큰 폭 성장에 기여한 Arkray 미국 법인 향 매출 성장세가 월마트 PL 브랜드 추가 효과 등으로 2018년에도 지속될 것으로 전망이다. ② 중국 법인은 올해 17.3% 수준의 매출 성장이 예상된다. 지난해 한한령 등 대외적 이슈들로 부진했던 중국 법인의 실적은 지난해 4분기부터 정상화됨에 따라 올해는 정상수준을 회복할 것으로 추정한다. 올해 상반기 중으로 현지 공장의 생산 및 판매 허가가 예상되는 만큼 현재 추정치에서 중국 법인 매출액은 상향 조정의 여지가 충분하다. ③ 마지막으로 유럽 시장에서의 신규 국가 커버리지 확대 및 CoaguSense 시장 확대를 통해 꾸준한 매출 성장이 기대된다.

표 3. 아이센스 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	16	17P	18F
매출액	36.0	37.3	40.1	44.4	40.9	42.5	44.2	47.5	132.5	157.8	175.2
YoY	25.2%	13.4%	19.7%	18.9%	13.9%	13.9%	10.0%	7.2%	30.0%	19.1%	11.0%
AgaMatrix	6.8	6.3	5.8	6.7	7.3	6.7	6.2	7.2	24.5	25.7	27.5
YoY	20.6%	25.5%	-21.3%	4.6%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	-1.2%	4.7%	7.0%
Arkray	7.8	8.2	6.7	10.1	9.8	10.3	8.3	10.6	27.3	32.8	39.0
YoY	16.1%	30.5%	-19.0%	67.1%	25.0%	25.0%	25.0%	5.0%	68.3%	20.1%	18.8%
Pharmaco	2.0	1.6	1.8	1.5	2.0	1.6	1.8	1.6	6.4	6.9	7.0
YoY	49.8%	-9.3%	40.1%	-27.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	-0.2%	6.8%	2.0%
i-SENS Jiangsu	3.3	3.7	3.6	4.4	3.8	4.3	4.2	5.1	16.3	14.9	17.5
YoY	-15.9%	20.1%	-28.6%	1.0%	17.3%	17.3%	17.3%	17.3%	2186.5%	-8.5%	17.3%
CoaguSense	1.7	1.6	1.7	2.8	1.7	1.7	1.7	2.9		7.8	8.0
YoY	-	-	-	-	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%		-	2.4%
기타	14.4	16.0	20.6	18.8	16.3	17.9	21.9	20.1	57.9	69.7	76.2
YoY	29.1%	-5.3%	77.9%	2.4%	13.3%	12.4%	6.1%	7.2%	7.8%	20.4%	9.3%
영업이익	5.3	5.6	4.9	7.1	7.9	6.6	7.2	6.6	25.7	22.9	28.4
YoY	-2.2%	-16.8%	-28.8%	7.2%	49.2%	18.3%	45.8%	-6.4%	32.4%	-10.8%	23.8%
OPM	14.8%	15.0%	12.3%	15.9%	19.4%	15.6%	16.3%	13.9%	19.4%	14.5%	16.2%
세전이익	2.9	6.5	4.7	4.6	6.9	5.6	6.1	5.5	22.7	18.7	24.1
YoY	-40.3%	16.2%	-19.8%	-27.7%	137.7%	-13.7%	29.2%	21.2%	19.6%	-17.6%	29.2%
당기순이익	2.0	4.7	3.4	4.1	5.3	4.3	4.7	4.2	17.5	14.2	18.5
YoY	-46.9%	31.8%	-33.8%	-18.8%	164.8%	-8.8%	37.7%	2.3%	21.4%	-19.0%	29.8%
NPM	5.5%	12.5%	8.5%	9.3%	12.9%	10.0%	10.6%	8.9%	13.2%	9.0%	10.5%

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017P	2018F	2019F
매출액	101.9	132.5	157.8	175.2	197.9
매출원가	56.5	70.6	88.2	96.3	108.8
매출총이익	45.4	61.9	69.6	78.9	89.1
판매비	26.0	36.1	46.7	50.4	56.0
영업이익	19.4	25.7	22.9	28.4	33.1
금융손익	(0.6)	(0.6)	(0.5)	(0.3)	(0.1)
종속/관계기업손익	(1.2)	(1.6)	(3.8)	(4.0)	(4.1)
기타영업외손익	1.4	(0.8)	0.0	0.0	0.0
세전이익	18.9	22.7	18.7	24.1	28.8
법인세	4.5	5.1	4.4	5.7	6.8
계속사업이익	14.5	17.5	14.3	18.5	22.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	14.5	17.5	14.3	18.5	22.0
비지배주주지분 손이익	(0.3)	(0.0)	(0.7)	(0.4)	(0.4)
지배주주순이익	14.7	17.6	15.0	18.8	22.5
지배주주지분포괄이익	13.7	17.2	14.3	18.5	22.1
NOPAT	14.8	19.9	17.5	21.7	25.3
EBITDA	27.0	31.5	28.3	33.3	37.5
성장성(%)					
매출액증가율	6.6	30.0	19.1	11.0	13.0
NOPAT증가율	(3.3)	34.5	(12.1)	24.0	16.6
EBITDA증가율	8.0	16.7	(10.2)	17.7	12.6
영업이익증가율	7.2	32.5	(10.9)	24.0	16.5
(지배주주)순이익증가율	1.4	19.7	(14.8)	25.3	19.7
EPS증가율	1.3	18.8	(14.7)	25.5	19.4
수익성(%)					
매출총이익률	44.6	46.7	44.1	45.0	45.0
EBITDA이익률	26.5	23.8	17.9	19.0	18.9
영업이익률	19.0	19.4	14.5	16.2	16.7
계속사업이익률	14.2	13.2	9.1	10.6	11.1

투자지표	2015	2016	2017P	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	1,077	1,280	1,092	1,371	1,637
BPS	9,629	10,911	11,892	13,163	14,700
CFPS	1,823	2,211	1,785	2,135	2,434
EBITDAPS	1,976	2,298	2,059	2,423	2,734
SPS	7,459	9,657	11,494	12,754	14,410
DPS	0	100	100	100	100
주가지표(배)					
PER	31.6	23.0	23.2	20.4	17.1
PBR	3.5	2.7	2.1	2.1	1.9
PCFR	18.7	13.3	14.2	13.1	11.5
EV/EBITDA	17.3	13.2	12.5	11.2	9.5
PSR	4.6	3.0	2.2	2.2	1.9
재무비율(%)					
ROE	11.8	12.5	9.6	10.9	11.8
ROA	8.6	8.8	6.8	8.1	8.8
ROIC	13.1	14.4	10.8	13.1	15.0
부채비율	36.0	40.9	33.1	31.6	30.3
순부채비율	(0.6)	5.9	0.5	(7.9)	(14.9)
이자보상배율(배)	26.1	32.3	30.6	47.2	54.8

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017P	2018F	2019F
유동자산	77.5	94.9	103.9	128.0	155.7
금융자산	29.2	27.7	23.9	39.2	55.4
현금성자산	23.2	25.5	21.3	36.3	52.1
매출채권 등	24.7	34.4	41.0	45.5	51.4
재고자산	21.1	31.6	37.6	41.8	47.2
기타유동자산	2.5	1.2	1.4	1.5	1.7
비유동자산	102.3	122.7	118.7	114.7	111.4
투자자산	9.7	7.1	8.4	9.4	10.6
금융자산	5.0	4.0	4.7	5.3	6.0
유형자산	72.3	80.6	76.0	71.8	68.0
무형자산	1.7	23.8	23.1	22.4	21.8
기타비유동자산	18.6	11.2	11.2	11.1	11.0
자산총계	179.8	217.6	222.6	242.8	267.2
유동부채	18.2	32.2	23.0	25.1	27.8
금융부채	3.1	12.6	0.4	0.5	0.5
매입채무 등	11.5	14.7	17.5	19.5	22.0
기타유동부채	3.6	4.9	5.1	5.1	5.3
비유동부채	29.4	31.0	32.3	33.2	34.3
금융부채	25.3	24.3	24.3	24.3	24.3
기타비유동부채	4.1	6.7	8.0	8.9	10.0
부채총계	47.6	63.2	55.3	58.3	62.2
지배주주지분	132.0	149.7	163.3	180.8	201.9
자본금	6.9	6.9	6.9	6.9	6.9
자본잉여금	45.2	45.5	45.5	45.5	45.5
자본조정	0.8	1.0	1.0	1.0	1.0
기타포괄이익누계액	(0.0)	(0.9)	(0.9)	(0.9)	(0.9)
이익잉여금	79.2	97.2	110.8	128.3	149.4
비지배주주지분	0.2	4.7	4.0	3.6	3.2
자본총계	132.2	154.4	167.3	184.4	205.1
순금융부채	(0.8)	9.1	0.8	(14.5)	(30.6)

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017P	2018F	2019F
영업활동 현금흐름	22.6	11.7	11.1	17.5	18.8
당기순이익	14.5	17.5	14.3	18.5	22.0
조정	10.7	11.5	5.4	4.9	4.5
감가상각비	7.6	5.8	5.3	4.9	4.5
외환거래손익	(0.1)	(0.3)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(0.8)	2.0	0.0	0.0	0.0
기타	4.0	4.0	0.1	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	(2.6)	(17.3)	(8.6)	(5.9)	(7.7)
투자활동 현금흐름	(24.5)	(14.2)	(1.8)	(1.2)	(1.6)
투자자산감소(증가)	(4.1)	4.2	(1.4)	(0.9)	(1.2)
유형자산감소(증가)	(13.6)	(7.6)	0.0	0.0	0.0
기타	(6.8)	(10.8)	(0.4)	(0.3)	(0.4)
재무활동 현금흐름	(0.1)	4.2	(13.5)	(1.3)	(1.3)
금융부채증가(감소)	(1.2)	8.4	(12.1)	0.0	0.1
자본증가(감소)	0.7	0.3	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.4	(4.5)	(0.0)	0.1	(0.0)
배당지급	0.0	0.0	(1.4)	(1.4)	(1.4)
현금의 증감	(2.2)	2.3	(4.2)	14.9	15.9
Unlevered CFO	24.9	30.3	24.5	29.3	33.4
Free Cash Flow	8.9	4.1	11.1	17.5	18.8

2018년 2월 27일

파나진(046210)

고성장중인 동반진단제 시장의 선도기업

PNA 기반의 동반진단제 개발

파나진은 DNA 보다 결합력이 강한 일종의 인공 DNA인 PNA(Peptide Nucleic Acid) 기반의 동반진단제를 개발하고 있는 회사로 파나진은 PNA의 상업용 생산에 대한 독점권을 확보(2023년까지 보호)하고 있으며, 대량생산을 위한 물질을 독자적으로 개발함으로써 고품질의 PNA를 대량생산할 수 있는 공정기술을 특허로 보유하고 있다.

고성장 중인 동반진단제 시장

특정 유전자 돌연변이에만 작용하는 표적항암제가 블록버스터 급의 시장을 형성하면서 표적항암제 처방 전 유전자 돌연변이를 확인하기 위해 필요한 동반진단제 시장도 급성장하고 있다. 2015년 4억 달러의 시장은 연평균 30%씩 성장 2020년에는 19억 달러의 시장을 형성할 수 있을 것으로 전망된다. 파나진은 PNA를 기반으로 고전적인 PCR 기법을 활용한 PNAclamp 제품군을 개발 국내 동반진단제 시장에서 80%의 시장을 점유하고 있으며, 극히 미량으로 혈액이나 타액에 존재하는 암세포 부유물을 real time PCR 방식으로 유전자의 돌연변이를 다중 진단하는 PANAMutyper 3개 제품군을 출시하여 액체생검 방식의 동반진단제 시장을 선도하고 있다.

동반진단 시장 성장과 함께 고성장 가능

파나진이 최초로 상용화한 PANA RealTyper HPV 제품이 2012년 신의료기술평가 대상이라는 경쟁사의 문제제기로 2012년 전년대비 매출액이 감소한 적도 있었지만 2013년 이후 꾸준히 매출 성장세를 회복 연평균 33%로 고성장 중에 있다. 특히 암 진단 제품의 매출 추이는 2011년 4억원에서 2017년 45억원으로 연평균 50%의 성장률을 보이며 고공행진 중에 있다.

아직 매출이 크게 발생하고 있지는 않지만, 향후 동반진단제의 시장 확대 및 액체생검에 대한 니즈 증가로 파나진의 꾸준한 매출 성장이 기대된다.

관심종목

Not Rated(신규)

CP(2월26일): 9,300원

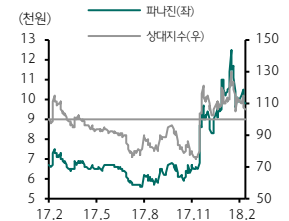
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	874.43
52주 최고/최저(원)	12,000/5,040
시가총액(십억원)	297.2
시가총액비중(%)	0.11
발행주식수(천주)	31,970.4
60일 평균 거래량(천주)	377.7
60일 평균 거래대금(십억원)	3.5
17년 배당금(예상,원)	0
17년 배당수익률(예상,%)	0.00
외국인지분율(%)	0.30
주요주주 지분율(%)	
김성기	12.79
에이타엠인베스트먼트 외 2인	12.71
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(14.7) 72.2 36.8
상대	(10.9) 28.1 (3.9)

Consensus Data

	2017	2018
매출액(십억원)	N/A	N/A
영업이익(십억원)	N/A	N/A
순이익(십억원)	N/A	N/A
EPS(원)	N/A	N/A
BPS(원)	N/A	N/A

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2012	2013	2014	2015	2016
매출액	십억원	3.2	4.2	5.0	5.9	7.0
영업이익	십억원	(2.3)	(3.6)	(0.9)	0.2	(0.7)
세전이익	십억원	(3.3)	(4.3)	(2.5)	(1.2)	(1.6)
순이익	십억원	(7.3)	(4.8)	(2.2)	(0.6)	(1.6)
EPS	원	(296)	(184)	(82)	(23)	(55)
증감률	%	적지	적지	적지	적지	적지
PER	배	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
PBR	배	7.38	8.48	13.83	13.51	9.60
EV/EBITDA	배	N/A	N/A	865.31	109.14	2,565.92
ROE	%	(59.07)	(53.43)	(24.65)	(7.08)	(10.38)
BPS	원	359	332	332	332	711
DPS	원	0	0	0	0	0



제약/바이오 Analyst 선민정
02-3771-7785
rssun@hanafn.com

RA 박연옥
02-3771-7606
auseing@hanafn.com

파나진의 기술력과 시장성

1) PNA(Peptide Nucleic Acid)란

파나진은 PNA 기반의 동반진단제 개발사

파나진은 PNA 기반의 동반진단제를 개발하고 있는 회사로 DNA 보다 결합력이 강한 PNA를 활용 액체생검이 가능한 동반진단제 개발을 목표로 하고 있다.

DNA나 RNA와 같은 핵산 물질을 규명하는 분자진단은 기술적으로 PCR 기법을 가장 많이 활용하고 있으며, PCR을 하기 위해서는 원하는 DNA나 RNA를 증폭시킬 수 있는 프라이머(primer) 제작이 필수적이다. 그리고 이러한 프라이머는 일반적으로 DNA로 이루어져 있다. 파나진은 이러한 PCR 프라이머로 DNA 보다 결합력이 우수하고 안정적인 PNA를 활용하여 분자진단 시약을 개발하고 있다.

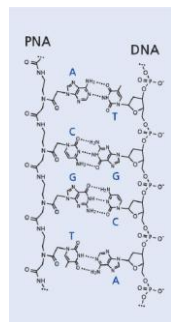
PNA는 일종의 인공 DNA

PNA는 1991년 덴마크 코펜하겐 연구소에서 개발된 일종의 인공 DNA로 Backbone이 펩타이드와 비슷한 구조로 치환되어 있어서 DNA 또는 RNA에 대한 결합력과 안정성(stability)이 크게 증가되어 있다. Backbone의 구조적 변화에도 불구하고 DNA와 마찬가지로 표적 염기서열에 대해 상보적으로 결합할 수 있어서 DNA가 사용되는 다양한 분야에 활용될 수 있다.

파나진은 PNA 대량생산 공정기술 확보

파나진은 PNA의 상업용 생산에 대한 독점권을 확보(2023년까지 보호)하고 있으며, 대량생산을 위한 물질을 독자적으로 개발함으로써 고품질의 PNA를 대량생산할 수 있는 공정기술을 특허로 보유하고 있다.

그림 1. PNA 소재의 특성 및 우수성



- 유전자 염기서열을 인식, 결합하는 인공물질
- 전하를 띄지 않는 backbone → 높은 핵산 결합력
- 적은 염기서열 차이도 검출 → 높은 정확도
- 핵산분해효소에 영향받지 않음 → 높은 안정성
- 2차 변형이 용이함 → 높은 최적화 효율, 활용성 확대

자료: 파나진, 하나금융투자

표 1. PNA vs DNA

비교특성	PNA	DNA
결합력	DNA보다 Tm값이 염기당 1°C 높음	-
Hybridization 속도	100~5000배 빠름	-
Hybridization 시, 염농도 의존성	영향 없음	영향 많음
단일염기 불일치에 의한 Tm차이	< 24°C	< 12°C
화학적 안정성	안정	산 및 염기에 대해 불안정
생물학적 안정성	높음	핵산 분해효소에 불안정
용해도	보통 또는 낮음 (solubility enhancer 도입을 통해 극복 가능)	높음
일반적으로 사용되는 Probe길이	13~18mer	25~30mer
열 안정성	높음	보통

자료: 파나진, 하나금융투자

2) 고성장 중인 동반진단제(Companion Diagnostics)

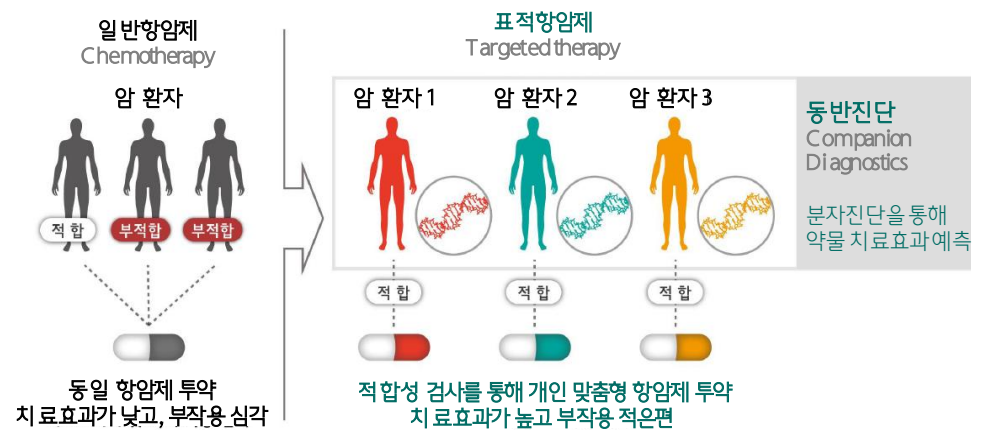
표적항암제의 등장으로 고성장 중인
동반진단제 시장

동반진단제는 의약품의 치료효과를 극대화 시키거나 부작용을 최소화할 수 있는 환자군을 분류하고 좀 더 효과적인 치료를 위해 의약품과 같이 개발되고 출시되는 진단제품을 의미한다. 최근 유전자 정보가 많이 규명되면서 특정 유전자 변이에 과민하게 반응하는 약이나 아니면 특정 유전자 변이에만 작용하는 의약품들이 개발되고 있다.

항응고제인 와파린(warfarin)의 경우 와파린 대사에 관여하는 특정 유전자(CYP2C9, VKORC1)에 돌연변이가 발생하게 되면, 지혈이 되지 않는 부작용을 불러오므로써 생명에 치명적인 위협을 줄 수 있다. 따라서 와파린은 복용 전 반드시 관련 유전자들의 돌연변이를 확인해야 하는데 바로 이러한 경우를 동반진단제라 할 수 있다.

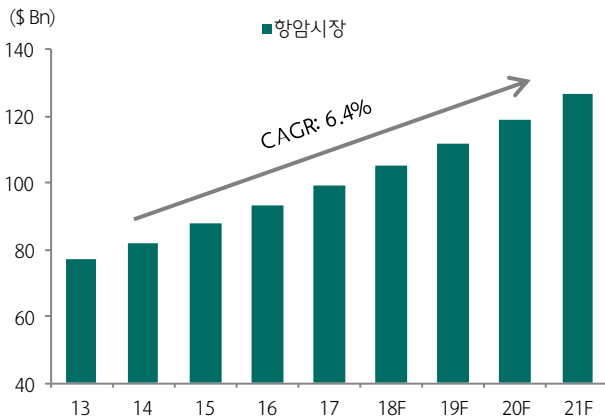
동반진단제 시장이 향후 급성장할 것이라고 예상하는 이유는 바로 표적항암제가 개발되고 이들이 블록버스터급 시장을 형성하고 있기 때문이다. 대표적인 사례가 허셉틴(Herceptin)인데, 허셉틴은 Her2를 타겟으로 개발된 표적 항암치료제이다. 따라서 허셉틴은 Her2가 과발현된 유방암 환자에게만 약효가 있을 뿐, Her2 과발현과 무관한 유방암 환자들에게는 아무런 효과가 없다. 유방암 환자 중 단지 20~30%만이 Her2 과발현 환자로서, 허셉틴을 처방받기 전 Her2의 과발현 여부를 동반진단제를 통해 반드시 확인하여야만 한다. 과도한 약물 남용을 막고 의료재정의 낭비를 차단하기 위해 미 FDA는 허셉틴 처방 전 반드시 Her2의 과발현 여부를 검사할 수 있는 테스트를 수행하게끔 허셉틴의 라벨에 명시하도록 하였다.

그림 2. 동반진단 개념



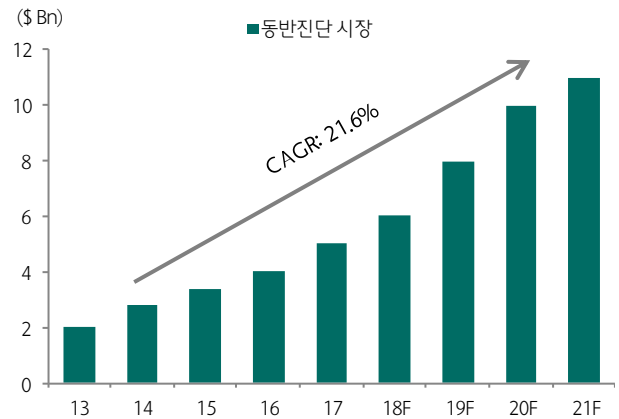
자료: 파나진, 하나금융투자

그림 3. 세계 항암시장 시장 규모



자료: 산업자료, 하나금융투자

그림 4. 세계 동반진단 시장 규모



자료: 산업자료, 하나금융투자

표 2. 주요 동반진단제

바이오마커	적용	동반진단제(제조사)	의약품(제조사)
Her2/neu	유방암 환자 중 Herceptin 치료시 약에 대한 반응성이 좋게 나올 수 있는 Her2 과발현 환자를 선별하기 위한 바이오마커	HercepTest (Dako)	Herceptin (Roche)
UGT1A1	대장암 환자 중 Camptosar를 복용하였을 경우 UGT1A1 유전자 변이로 인해 호중구감소증(neutropenia) 발생과 같은 부작용을 예측할 수 있는 바이오마커	Invader Assay (Hologic)	Camptosar (Pfizer)
CYP2C9 and VKORC1	항응고제인 Warfarin의 대사와 관련된 바이오마커	Verigene Warfarin Metabolism Nucleic Acid Test (Nanosphere Inc)	Warfarin (BMS)
c-KIT	위장관 간질성 종양 (Gastrointestinal Stromal Tumors, GIST)을 진단하고 Gleevec 치료에 적합한 환자를 결정하기 위한 바이오마커	PATHWAY c-kit (Ventana Medical Systems)	Gleevec (Novartis)
K-RAS	대장암 환자 중 Vectibix 치료로 높은 효과를 보일 수 있는 환자를 선별하기 위한 바이오마커	TheraScreen (DxS)	Vectibix (Amgen)
CCR5	AIDS 환자 중 Maraviroc 치료의 타겟이 되는 CCR5 trophic HIV에 감염이 된 환자를 선별하기 위한 바이오마커	Trofile Assay (Monogram Biosciences)	Maraviroc (Pfizer)

자료: 바이오경제연구소, 하나금융투자

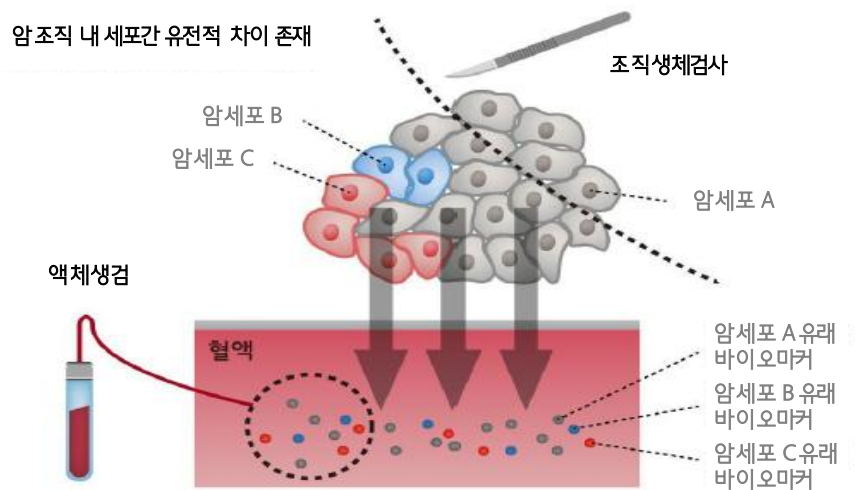
3) 액체생검(Liquid Biopsy)

체액으로부터 유전자 돌연변이를
검사하는 액체생검 등장

표적항암제의 동반진단을 위해서는(즉 환자의 유전자 돌연변이를 검사하기 위해서는) 환자의 신체를 절개, 조직을 채취하는 침습적 방식으로 환자의 조직 샘플을 구하고 있다. 이러한 방식은 환자의 고통 및 흉터가 발생하고 검체 채취에 장시간이 소요되는 단점이 있으며, 심지어 조직 채취과정에서 부작용이 발생할 우려도 존재한다.

이러한 조직생검의 단점을 극복하고자 최근 도입되고 있는 개념이 액체생검(액체생체검사)이다. 액체생검은 암환자의 체액(혈액, 타액 등) 채취만으로 유전자 돌연변이 검사가 가능한 비침습적 방식으로 체액에 부유하는 암세포 유래 바이오마커를 검출함으로써 주기적인 검사와 돌연변이의 조기 발견이 용이하다. 그러나 이러한 액체생검은 혈액 내에 매우 미량으로 존재하고 있는 암세포 부유물을 증폭시키는 방식이기 때문에 상당히 고도의 기술력이 필요하다고 할 수 있다.

그림 5. 액체생검 개요



자료: 파나진, 하나금융투자

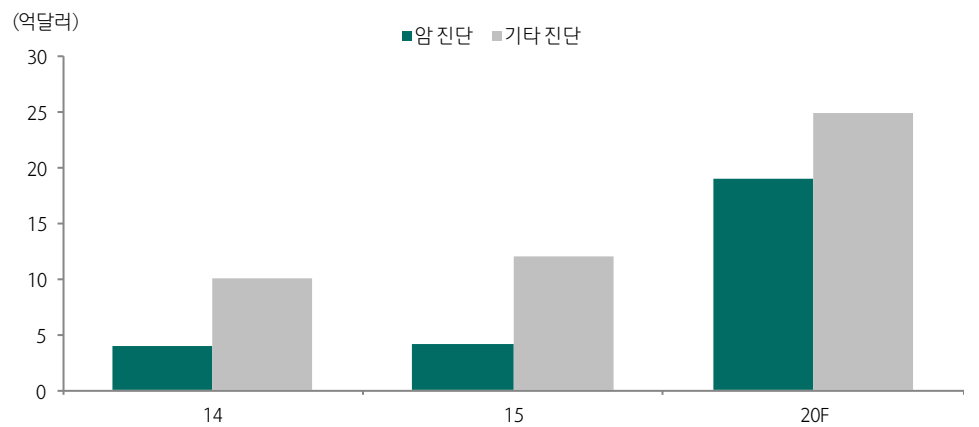
표 3. 조직생검 vs 액체생검

조직생검 (Tissue Biopsy)	액체생검 (Liquid Biopsy)
인체를 절개, 조직을 채취하는 침습적 방식	암환자의 체액(혈액, 타액 등) 채취만으로 검사하는 비침습적 방식
<ul style="list-style-type: none"> - 환자의 고통 및 흉터 발생 - 특정 부위의 이상 유무만 분석 가능 - 조직 채취 과정에서 부작용 우려 - 검체 채취에 장시간 소요 	<ul style="list-style-type: none"> - 샘플링 바이어스를 최소화할 수 있음(높은 정확성) - 비침습적 방식으로 빈번한 검사가 가능 - 모니터링에 최적화 - 미량의 암세포 부유물 측정을 위해 고난이도 기술력 요구

자료: 파나진, 하나금융투자

**액체생검 항암제 시장은
연평균 30%로 고성장 전망**

이러한 이유 때문에 현재 액체생검 시장 규모는 2015년 기준 약 16억 달러에 불과하다. 이마저도 대부분은 산전진단 및 장기이식 관련된 액체생검이고 암진단 액체생검 시장은 4억 달러로 아직까지는 매우 작은 시장이라 할 수 있다. 그러나 매우 극미량으로 존재하는 물질의 유전자 돌연변이를 감지할 수 있는 PCR 기법들이 발전하면서 암진단을 위한 액체생검 시장 규모는 연평균 약 30%씩 고성장 하면서, 2020년 약 19억 달러 규모로 확대될 것으로 전망되고 있다.

그림 6. 세계 액체생검 시장규모

자료: 파나진, 하나금융투자

파나진 기술력 기반의 제품 출시로 고성장 예상

1) PNA 기반의 진단제품 출시

PNA 기반 제품군 출시

- 1) PNA Clamp
- 2) PANAMutyper
- 3) PANA RealTyper

파나진은 원천기술이라 할 수 있는 PNA를 활용 크게 3가지 종류의 진단 시약을 개발하였다. 1) 조직검사용으로 표적항암제 동반진단 제품군인 PNA Clamp, 2) 액체생검용 제품군인 PANAMutyper, 3) 감염질환 진단제품인 PANA RealTyper 제품들을 개발 및 출시하였다.

표 4. 진단제품 파이프라인

주요적응증	제품 분류 (적용 기술)	제품명	세부 적응증	제품 개발 단계	제품 허가(인증)	
					C E	식약처
암진단	PNA Clamp™	EGFR	폐암	완료	C E	KFDA
		KRAS	대장암/폐암	완료	C E	KFDA
		BRAF	갑상선암/대장암/흑색종	완료	C E	KFDA
		PIK3CA	유방암/대장암/폐암	완료	C E	
		NRAS	흑색종/대장암/폐암	완료	C E	KFDA
		IDH1	뇌종양	완료	C E	KFDA
		IDH2	뇌종양	완료	C E	
		JAK2	혈액 관련 질병	완료	C E	
		BCR-ABL	만성 골수성 백혈병	완료	C E	
		c-KIT	위장관 기질종양	완료	C E	
		TERT	갑상선암/폐암	완료		진행중
		EML4-ALK	폐암	완료		진행중
	PANAMutyper™	EGFR	폐암	완료	C E	KFDA
		KRAS	대장암/폐암	완료	C E	
		NRAS	흑색종/대장암/폐암	완료	C E	
		BRAF	갑상선암/대장암/흑색종	완료		진행중
감염진단	PANA RealTyper™	HPV	자궁경부암	완료		
		STD	성매개 감염질환	완료		진행중
		RV	호흡기 질환	완료		진행중
		CRE	항생제 내성균	완료		진행중
		TB/NTM	결핵		진행중	

자료: 파나진, 하나금융투자

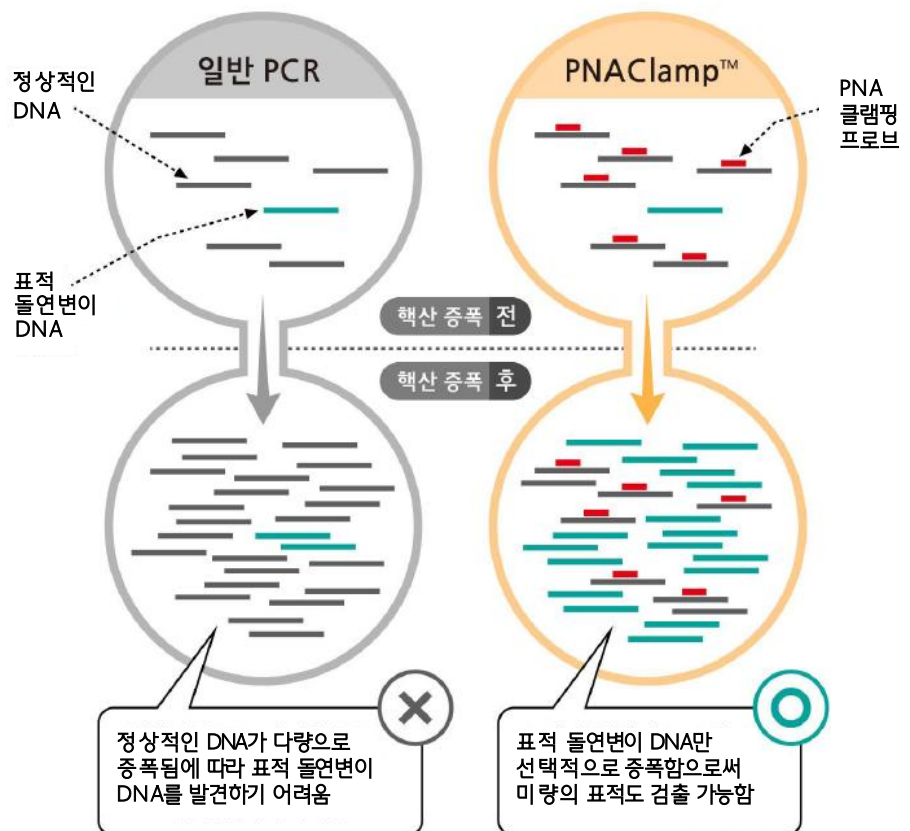
DNA와의 결합력이 높은 PNA 소재의
클램핑 프로브 활용
고민감도 동반진단제

2) PNAClamp

파나진의 PNAClamp는 정상적인 DNA에만 결합하여 증폭을 억제하는 PNA 클램핑 프로브(Probe)를 사용함으로써 표적 돌연변이 DNA 만을 선택적으로 증폭, 미량의 표적도 검출 가능하게 구현한 제품이다. PNA 소재의 클램핑 프로브는 DNA 결합 시 높은 특이도와 친화도를 나타냄으로써 1% 수준의 미량으로 존재하는 DNA 염기서열 돌연변이도 검출 가능한 장점이 있다. 따라서 암의 유전자 돌연변이를 검출하는 동반진단제로써 활용되고 있으며, 이러한 고민감도 특성으로 인해 현재 국내 암 동반진단 시장에서 EGFR과 KRAS 제품은 약 80%의 시장을 점유하고 있다. NRAS 제품은 올해 1분기 보험급여 예정으로 향후 80% 시장점유율을 달성하는 데에는 큰 무리가 없을 것으로 보인다.

현재 10개 제품이 CE 인증을 완료하였으며 이 중 5개 제품이 국내 식약처 인증을 획득하였다.

그림 7. PNAClamp 기술 개요



자료: 파나진, 하나금융투자

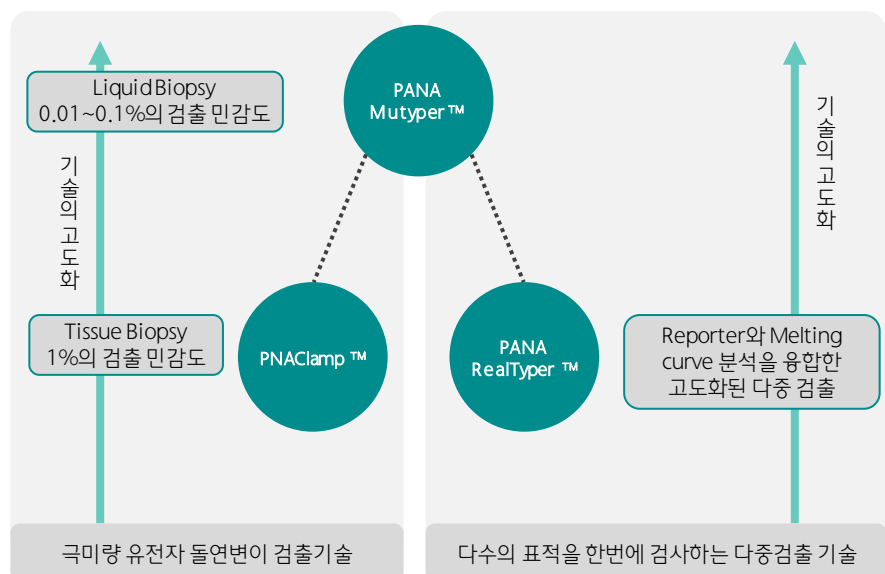
PANAMutyper는 PNAclamp 기술과
Real time PCR 기술 결합
액체생검용 동반진단제

3) PANAMutyper

파나진의 액체생검용 제품군인 PANAMutyper는 고민감도 표적 DNA 검출을 위한 PNAclamp 기술과 real time PCR 기술이 결합된 형태로 0.1% 수준의 미량의 돌연변이 검출을 보증하며, 돌연변이의 조기발견도 가능한 제품이다. PANAMutyper에서 활용되는 real time PCR 기법은 파나진의 PNA 프로브의 리포터 Tm을 조합한 것으로 10가지 이상의 표적을 동시검출 가능한 PANA RealTyper 기술이다.

폐암 EGFR 돌연변이의 동반진단제인 EGFR이 2017년 국내 식약처 허가 및 신의료기술인정을 획득하였으며, 현재 EGFR, KRAS, NRAS 세 개의 제품은 CE 인증을 완료한 상태이다. BRAF 돌연변이에 대한 PANAMutyper가 CE 인증을 추진 중에 있다.

그림 8. PANAMutyper 기술개요



자료: 파나진, 하나금융투자

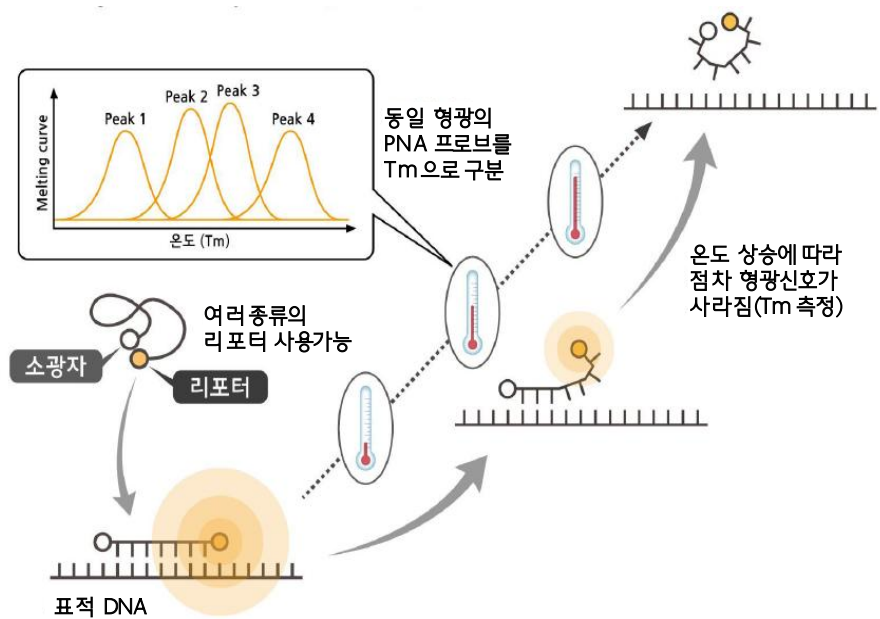
4) PANA RealTyper

PANA RealTyper는 파나진의 PNA를 활용한 Real time PCR 기술

PANA RealTyper는 파나진의 PNA를 활용한 real time PCR 기술이라 할 수 있다. 표적 DNA와 결합하여 형광을 방출하는 PNA 프로브를 T_m 으로 구분하여 다중 검출을 극대화한 기술이다. 10개 이상의 표적을 한번의 PCR 반응만으로도 동시검출이 가능하다.

주로 감염질환 진단제품으로 개발되고 있으며, 자궁경부암을 일으키는 인유두종바이러스의 감염여부를 진단하는 PANA RealTyper HPV 제품이 국내 식약처 승인을 획득, 국내 시장 점유율을 꾸준히 확대하고 있다. 성감염증 진단검사 제품인 STD, 항생제 내성균 진단검사 제품인 CRE, 호흡기 감염 진단검사 제품인 RV가 개발을 완료 CE 인증을 추진, 출시를 대기하고 있다.

그림 9. PANA RealTyper 기술 개요



자료: 파나진, 하나금융투자

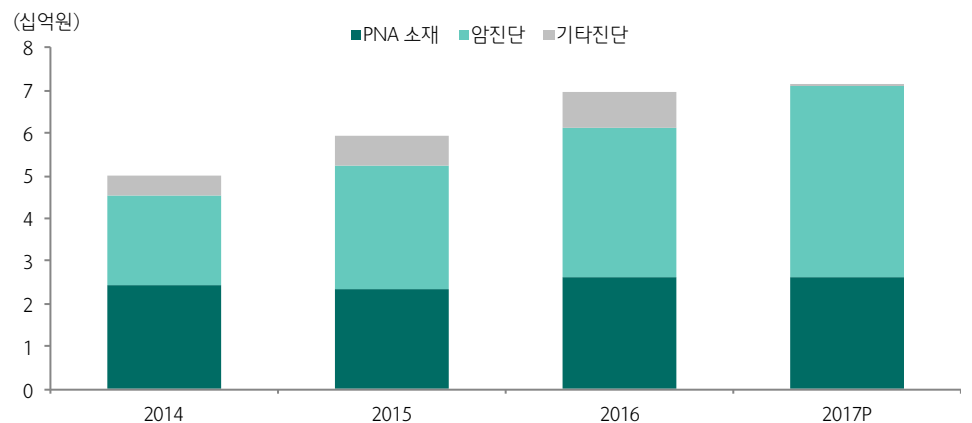
2. 고성장 실적 기대

암진단 제품의 연평균 성장률
(2011~2016) 35%

파나진이 최초로 상용화한 PANA RealTyper HPV 제품이 2012년 신의료기술평가 대상이라는 경쟁사의 문제제기로 2012년 전년대비 매출액이 감소한 적도 있었지만 2013년 이후 꾸준히 매출 성장세를 회복 연평균 33%로 고성장 중에 있다. 특히 암 진단 제품의 매출 추이는 2011년 4억원에서 2017년 45억원으로 연평균 50%의 성장률을 보이며 고공행진 중에 있다.

아직 매출이 크게 발생하고 있지는 않지만, 향후 동반진단제의 시장 확대 및 액체생검에 대한 니즈 증가로 파나진의 꾸준한 매출 성장이 기대된다.

그림 10. 파나진 매출액 증가 추이



자료: 파나진, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2012	2013	2014	2015	2016
매출액	3.2	4.2	5.0	5.9	7.0
매출원가	1.9	1.8	2.1	1.8	2.5
매출총이익	1.3	2.4	2.9	4.1	4.5
판매비	3.6	6.0	3.8	3.9	5.2
영업이익	(2.3)	(3.6)	(0.9)	0.2	(0.7)
금융손익	(1.0)	(1.1)	(1.1)	(1.2)	(0.9)
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.1	0.4	(0.4)	(0.1)	0.1
세전이익	(3.3)	(4.3)	(2.5)	(1.2)	(1.6)
법인세	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
계속사업이익	(3.3)	(4.3)	(2.5)	(1.2)	(1.6)
중단사업이익	(4.1)	(0.5)	0.3	0.5	0.0
당기순이익	(7.3)	(4.8)	(2.2)	(0.6)	(1.6)
비지배주주지분 손이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	(7.3)	(4.8)	(2.2)	(0.6)	(1.6)
지배주주지분포괄이익	(7.3)	(5.0)	(2.2)	(0.3)	(1.6)
NOPAT	(2.3)	(3.6)	(0.9)	0.2	(0.7)
EBITDA	(1.3)	(2.7)	0.2	1.2	0.1
성장성(%)					
매출액증가율	(92.1)	31.3	19.0	18.0	18.6
NOPAT증가율	적전	적지	적지	흑전	적전
EBITDA증가율	적전	적지	흑전	500.0	(91.7)
영업이익증가율	적전	적지	적지	흑전	적전
(지배주주)순이익증가율	적지	적지	적지	적지	적지
EPS증가율	적지	적지	적지	적지	적지
수익성(%)					
매출총이익률	40.6	57.1	58.0	69.5	64.3
EBITDA이익률	(40.6)	(64.3)	4.0	20.3	1.4
영업이익률	(71.9)	(85.7)	(18.0)	3.4	(10.0)
계속사업이익률	(103.1)	(102.4)	(50.0)	(20.3)	(22.9)

투자지표	2012	2013	2014	2015	2016
주당지표(원)					
EPS	(296)	(184)	(82)	(23)	(55)
BPS	359	332	332	332	711
CFPS	(101)	(54)	(46)	61	47
EBITDAPS	(52)	(103)	6	44	3
SPS	129	163	187	221	247
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
PBR	7.4	8.5	13.8	13.5	9.6
PCFR	N/A	N/A	N/A	73.1	146.5
EV/EBITDA	N/A	N/A	865.3	109.1	2,565.9
PSR	20.5	17.4	24.6	20.3	27.6
재무비율(%)					
ROE	(59.1)	(53.4)	(24.7)	(7.1)	(10.4)
ROA	(21.6)	(18.8)	(8.9)	(2.5)	(5.3)
ROIC	(9.1)	(20.3)	(6.1)	0.9	(3.8)
부채비율	185.8	181.5	174.4	187.9	56.5
순부채비율	125.4	87.5	115.8	92.2	(4.5)
이자보상배율(배)	(2.0)	(3.0)	(0.8)	0.1	(0.8)

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2012	2013	2014	2015	2016
유동자산	7.9	11.3	10.6	11.8	17.4
금융자산	3.5	5.3	3.6	7.0	10.9
현금성자산	1.4	5.3	3.4	2.2	2.6
매출채권 등	3.5	1.2	2.1	4.1	4.8
채고자산	0.7	0.5	0.7	0.6	1.6
기타유동자산	0.2	4.3	4.2	0.1	0.1
비유동자산	17.6	13.8	13.8	13.9	15.6
투자자산	0.5	0.2	0.0	0.0	0.0
금융자산	0.5	0.2	0.0	0.0	0.0
유형자산	8.4	4.3	4.2	4.1	5.1
무형자산	8.2	9.0	8.7	8.8	9.8
기타비유동자산	0.5	0.3	0.9	1.0	0.7
자산총계	25.5	25.1	24.4	25.6	33.0
유동부채	4.6	15.1	7.0	7.9	10.9
금융부채	3.5	13.1	6.6	7.1	9.9
매입채무 등	1.1	0.7	0.4	0.7	0.9
기타유동부채	(0.0)	1.3	0.0	0.1	0.1
비유동부채	12.0	1.0	8.5	8.9	1.1
금융부채	11.3	0.0	7.3	8.1	0.0
기타비유동부채	0.7	1.0	1.2	0.8	1.1
부채총계	16.6	16.2	15.5	16.7	11.9
지배주주지분	8.9	8.9	8.9	8.9	21.1
자본금	12.4	13.4	13.4	13.4	14.8
자본잉여금	40.6	44.6	47.0	47.0	59.6
자본조정	0.6	0.6	0.5	0.7	0.5
기타포괄이익누계액	0.0	(0.3)	(0.4)	0.0	(0.0)
이익잉여금	(44.7)	(49.4)	(51.6)	(52.3)	(53.8)
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	8.9	8.9	8.9	8.9	21.1
순금융부채	11.2	7.8	10.3	8.2	(0.9)

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2012	2013	2014	2015	2016
영업활동 현금흐름	4.8	0.1	(2.5)	(0.4)	(1.1)
당기순이익	(7.3)	(4.8)	(2.2)	(0.6)	(1.6)
조정	4.3	3.3	1.1	2.2	2.5
감가상각비	1.0	0.9	1.1	1.0	0.8
외환거래손익	0.2	0.0	0.0	0.0	0.1
지분법손익	(0.3)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	3.4	2.4	0.0	1.2	1.6
영업활동 자산부채 변동	7.8	1.6	(1.4)	(2.0)	(2.0)
투자활동 현금흐름	(1.7)	1.0	(1.7)	(0.9)	(6.2)
투자자산감소(증가)	(0.3)	0.3	0.2	0.0	0.0
유형자산감소(증가)	(0.1)	(0.4)	(0.4)	(0.3)	(1.4)
기타	(1.3)	1.1	(1.5)	(0.6)	(4.8)
재무활동 현금흐름	(3.8)	2.5	2.4	0.2	7.5
금융부채증가(감소)	(3.8)	(1.6)	0.8	1.2	(5.3)
자본증가(감소)	0.0	5.0	2.4	0.0	14.0
기타재무활동	0.0	(0.9)	(0.8)	(1.0)	(1.2)
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	(0.7)	3.6	(1.8)	(1.1)	0.2
Unlevered CFO	(2.5)	(1.4)	(1.2)	1.6	1.3
Free Cash Flow	4.7	(0.3)	(2.9)	(0.7)	(2.5)

2018년 2월 27일

바디텍메드(206640)

수출 물량 확대와 동물 진단시장 진출의 하모니

글로벌 시장에서의 성장과 동물용 진단시장 진출

바디텍메드의 투자포인트는, ① 기존 유통채널과 법인설립을 통한 중국시장 공략 본격화, ② 미국 Immunostics 인수 효과, ③ 동물용 진단시장 진출을 통한 중장기 성장 모멘텀 확보다. 먼저, 바디텍메드는 기존 현지 수입상인 조인스타와 2018년부터 2020년 말까지 3년 간 최소 1,600만 달러(약 549억원) 규모의 중국 지역 진단기기 및 진단시약 제품에 대한 판매-공급계약 체결 내용을 공시했다. 이를 통해 바디텍메드의 중국 지역 매출의 안정성 확보가 가능해졌다. 또한 총 3개의 현지법인 설립을 통해 단일 판매 경로로 인한 리스크 축소 및 추가 매출 창출 기대된다. 두번째로, 미국 Immunostics 인수를 통해 현지 거점을 확보함과 동시에 자동화 생산 능력 확보, 기존 제품(FOB 등)의 경쟁력 강화, 그리고 작년 10월 FDA 승인을 받은 AFIAS TSH 제품 매출이 더해지며 본격적인 실적 기여가 가능할 것으로 기대된다. 마지막으로, 자회사 애니벳 설립을 통해 빠르게 성장하고 있는 동물 진단시장에 진출함으로써 중장기 성장 모멘텀 확보가 가능해졌다.

2018년 매출액 15.0%, 영업이익 270.8% 증가 추정

바디텍메드의 2018년 매출액 및 영업이익을 각각 605억원(YoY +15.0%), 109억원(YoY +270.8%, OPM 18.0%)으로 추정한다. 2018년은 중국에서의 기존 유통채널을 기반으로 한 안정적 매출 확보 및 현지법인과 JV 설립을 통한 중국에서의 추가 성장 기대된다. 또한 미국 Immunostics 인수 효과가 본격화 되면서 매출에 기여를 할 것으로 예상되며, 자회사 애니벳의 동물용 진단시장 진출을 통한 중장기 성장 모멘텀 확보가 전망되는 만큼 큰 폭의 실적 개선이 기대된다.

투자의견 BUY, 목표주가 23,000원으로 커버리지 개시

바디텍메드에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 23,000원을 제시한다. 목표주가 23,000원은 영업가치 5,235억원(2018년 예상 순이익 104억원, Target PER 50.3배, 코스닥 건강관리 업종 평균 PER 50.3배 적용)에 순부채를 제하여 산출했다. 목표주가 23,000원은 현 주가 19,800원 대비 약 16.2%의 Upside를 보유하고 있다.

관심종목

BUY(신규)

TP(12M): 23,000원(신규) | CP(2월26일): 19,800원

Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	874.43
52주 최고/최저(원)	21,900/13,450
시가총액(십억원)	461.4
시가총액비중(%)	0.16
발행주식수(천주)	23,301.3
60일 평균 거래량(천주)	313.6
60일 평균 거래대금(십억원)	6.2
18년 배당금(예상, 원)	50
18년 배당수익률(예상, %)	0.25
외국인지분율(%)	2.11
주요주주 지분율(%)	
최의결 외 3인	26.80
김재학 외 11인	12.00
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(9.6) 30.7 7.0
상대	(5.6) (2.8) (24.8)

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	59.4	65.4
영업이익(십억원)	11.1	12.6
순이익(십억원)	10.2	11.5
EPS(원)	438	519
BPS(원)	4,120	4,533

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2015	2016	2017P	2018F	2019F
매출액	십억원	39.8	55.0	52.6	60.5	68.3
영업이익	십억원	12.4	12.4	2.9	10.9	13.0
세전이익	십억원	(0.9)	13.8	(2.6)	11.6	13.8
순이익	십억원	(2.0)	12.6	(3.3)	10.7	12.8
EPS	원	(85)	544	(141)	460	548
증감률	%	적전	흑전	적전	흑전	19.1
PER	배	N/A	34.58	N/A	43.07	36.16
PBR	배	12.89	5.60	5.73	5.60	4.91
EV/EBITDA	배	54.39	28.93	79.81	34.35	28.96
ROE	%	(3.94)	18.76	(4.52)	14.36	14.98
BPS	원	2,619	3,363	3,127	3,537	4,035
DPS	원	0	100	50	50	50



중소형·코스닥 Analyst 이정기
02-3771-7522
robert.lee@hanafn.com



중소형·코스닥 Analyst 이동건
02-3771-8197
shawn1225@hanafn.com

1. 투자 의견 BUY, 목표주가 23,000원으로 커버리지 개시

투자 의견 BUY, 목표주가 23,000원
제시 현 주가 대비 16.2% Upside

바디텍메드에 대해 투자 의견 BUY, 목표주가 23,000원을 제시한다. 목표주가 23,000원은 영업가치 5,235억원(2018년 예상 순이익 104억원, Target PER 50.3배, 코스닥 건강관리 업종 평균 PER 50.3배 적용)에 순부채를 제하여 산출했다. 목표주가 23,000원은 현 주가 (2/26 종가) 19,800원 대비 약 16.2%의 Upside를 보유하고 있다.

표 1. 목표주가 2.2만원 도출

항목	금액	기준
영업가치(십억원)	523.5	
순이익	10.4	2018년 예상 순이익
Target PER	50.3	코스닥 건강관리 업종 평균 PER 적용
순부채	(20.3)	
적정자본가치	543.8	
발행주식수	23,301.0	천주
적정주가(원)	23,339.6	

자료: 하나금융투자

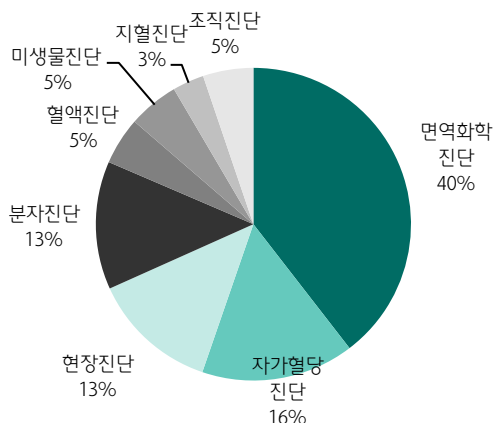
2. POCT 시장과 바디텍메드

1) POCT 시장

2016년 POCT 시장 규모는 약 80억
달러 수준, 연평균 8.4% 성장 전망

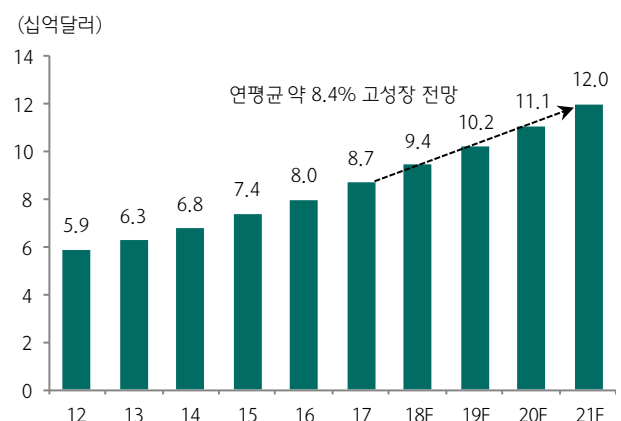
POCT(Point-of-care testing)란 주로 면역학, 임상화학 분야에서 검사하던 것을 환자 옆에서 즉각 검사가 가능하도록 함으로써 치료효과를 높이는데 이용 가능하도록 하는 진단 방식이다. 주요 사용처는 혈액가스 검사, 심근경색 검사, 혈액응고 검사 등이 있다. 2016년 POCT의 시장 규모는 약 80억 달러로 전체 체외진단시장(IVD) 시장 내에서 약 13%를 차지하며, 검사기술의 발전으로 시행가능한 검사 항목들이 확대됨에 따라 향후 연평균 약 8.4%의 고성장이 가능할 것으로 예상된다. 글로벌 주요 업체로는 알레르, 다나히, 로슈가 있으며 이들 업체가 글로벌 시장의 60% 수준을 점유하고 있다. 국내 주요 업체로는 바디텍메드, 엑세스바이오 등이 있다.

그림 1. 체외진단시장 규모



자료: 산업자료, 하나금융투자

그림 2. POCT 시장 규모



자료: 산업자료, 하나금융투자

2) 병원용 POCT 전문업체

바디텍메드는 1998년 설립,
2015년 9월 코스닥 시장 상장

바디텍메드는 1998년 11월 설립된 병원용 POCT(Point-of-care testing) 진단기기 및 진단시약 전문업체이다. 2015년 9월 엔에이치기업인수목적2호와의 합병을 통해 코스닥 시장에 상장했다. 주요 제품으로는 소형 플랫폼 기반 진단기기군인 ichroma 시리즈, 전자동 진단기기군인 AFIAS 시리즈, 호흡기 감염 진단기기 TRIAS, 혈액분석기 hemochroma 등의 진단기기와 50여종의 진단 시약으로 구성된다.

그림 3. 진단시장 영역별 구분

대형 CoreLAB	POCT	OTC
<p>대형 분석기기</p>  <p>분자진단 기기</p> 	<p>정성 래피드 키트</p>  <p>소형 진단기기</p> 	<p>자가진단시장</p> 

자료: 바디텍메드, 하나금융투자

그림 4. 바디텍메드 진단기기 제품 구성

소형 플랫폼	전자동 플랫폼	호흡기 감염 진단	혈액분석	출시예정
<p>ichroma™</p>  <p>iCHROMA-II VET CHROMA</p> 	<p>AFIAS-1</p>  <p>AFIAS-B</p>  <p>ichroma™-50</p> 	<p>TRIAS</p> 	<p>hemochroma™ PLUS</p> 	<p>ALFIS</p>  <p>iCHROMA-M</p> 
혈액, 소변 등 체액에 포함된 물질을 분석	사용자 편리성을 높여 전자동으로 여러 개의 샘플 분석	혈액, 타액 등을 이용하여 A/B형 독감 등 감염성 질환 검사	혈액 내 헤모글로빈 농도를 측정하여 빈혈 검사	민감도를 높인 액상면역 형광장비 휴대용 검사 기능 지원

자료: 바디텍메드, 하나금융투자

경쟁사 대비 높은 기술력을 바탕으로
POCT 시장에서의 경쟁 우위 확보

(1) 경쟁사 대비 높은 기술력

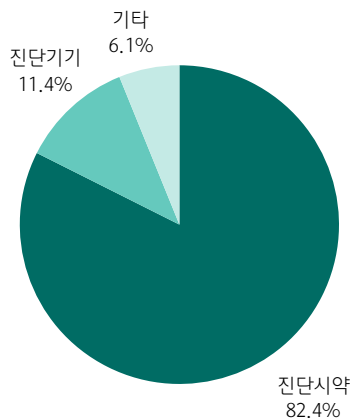
바디텍메드의 핵심 역량은 경쟁사 대비 높은 기술력에 있다. 먼저, ① 특이도 측면에서 특정 항원과 항체의 반응 메커니즘을 활용한 정량분석을 통해 특이도 높은 자체 항체 개발능력을 보유하고 있으며, ② 민감도 측면에서는 HRDF(High Resolution Duplex Fluorescence; 초고감도 형광) 기술로 높은 민감도를 구현한다. 또한, ③ 편리성 측면에서 원심분리 없이 전혈을 시료로 직접 활용 가능하며, 대형 장비 대비 빠른 결과 분석이 가능하다.

(2) 매출 구성

바디텍메드 매출 구성은
진단시약 82.4%, 진단기기 11.4%,
기타 6.1% 순

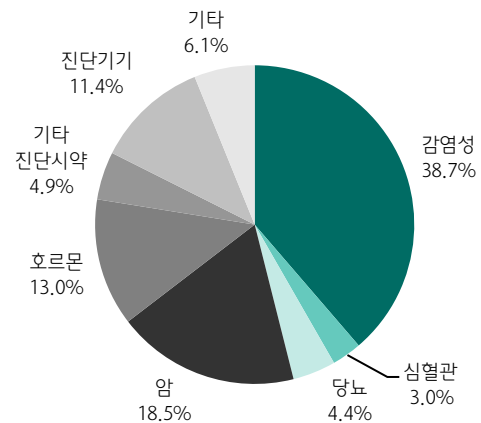
바디텍메드의 매출 특징은 크게 두 가지로 나타난다. ① 매출 구성이 진단시약 82.4%, 진단기기 11.4%, 기타 6.1%(2017년 연간 실적 기준)으로 소모품인 진단시약의 매출 비중이 80% 이상을 차지한다. 진단시약은 소모품으로써 진단기기 판매가 이뤄지면 이를 후행하여 지속적으로 공급이 이뤄진다는 특징을 지닌다. 2012년 이후 연평균 진단기기 판매 대수 성장률은 약 28.2%로 향후 진단시약 매출 성장 가시성은 충분하다고 판단된다. 두번째로, ② 전사 매출의 95% 이상이 해외에서 발생된다는 점이다. 참고로 지역별 매출은 중국 36.0%, 미주 16.3%, 중동 15.3%, 유럽 13.8%, 아시아 10.6%, 아프리카 4.1%, 국내 3.8%로 구성된다(2017년 연간 실적 기준).

그림 5. 제품군별 매출 비중



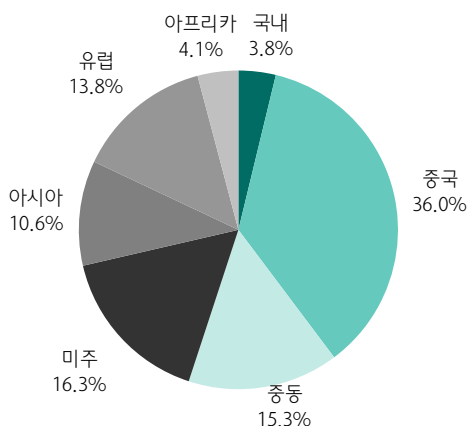
자료: 바디텍메드, 하나금융투자

그림 6. 제품별 매출 비중



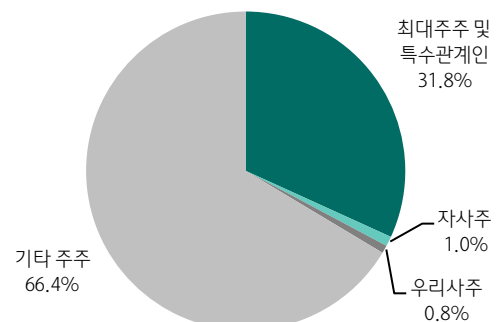
자료: 바디텍메드, 하나금융투자

그림 7. 지역별 매출 비중



자료: 바디텍메드, 하나금융투자

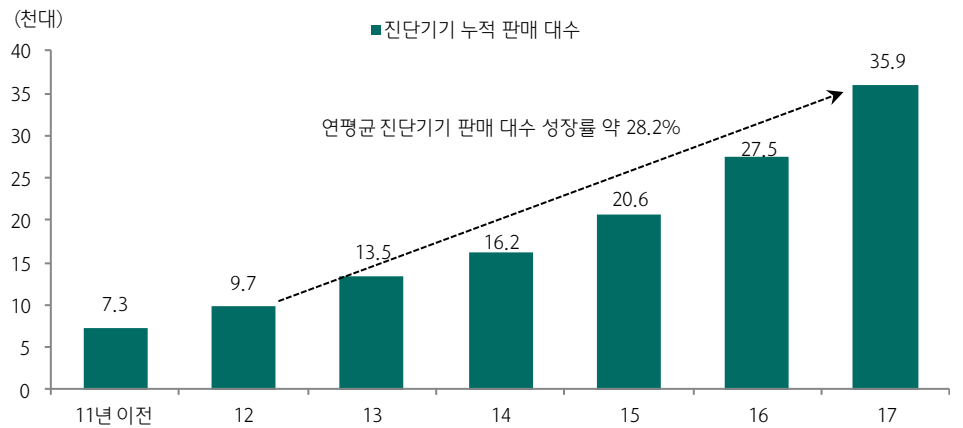
그림 8. 주주 구성



자료: 바디텍메드, 하나금융투자

2017년 바디텍메드의 진단기기
판매 대수는 약 8,500대 수준

그림 9. 연도별 누적 기기 판매 대수



자료: 바디텍메드, 하나금융투자

표 2. 진단시약 제품 구성

질환	감염성	당뇨	심혈관	호르몬	암	기타	동물
진단시약	CRP	HbA1c	NT-ProBNP	TSH	AFP	RF IgM	Progesterone
	PCT	Cystatin C	Tn-I	T3	PSA	Vitamin D	T4
	Flu A/B	Microalbumin	CK-MB	T4	CEA	ASO	D-Dimer
	Strep A		D-Dimer	hCG	iFOB	Ferritin	
	HBV		Myoglobin	Progesterone		Hemoglobin	
	HCV		hsCRP	FSH		Microcystin	
	HIV(예정)			LH			
				Cortisol			
				PRL			
				Testosterone			

자료: 바디텍메드, 하나금융투자

3. 글로벌 시장에서의 성장과 동물용 진단시장 진출

1) 기존 유통채널과 법인설립을 통한 중국시장 공략 본격화

(1) 기존 유통채널을 기반으로 한 안정적 매출 확보

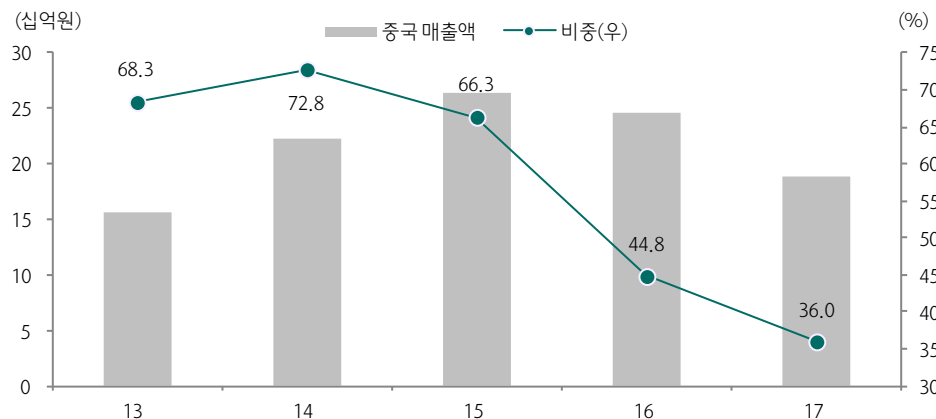
2018년부터 3년간 중국 조인스타와
3년간 최소 1,600만 달러 규모
계약 체결로 매출 안정성 확보

바디텍메드는 2006년 5월부터 수동식 소형 플랫폼 기반 진단기기군인 ichroma 시리즈 및 진단시약 수출을 통해 중국 시장에 진출했다. 진출 초기부터 바디텍메드는 현지 수입상인 조인스타(Hangzhou Joinstar Medical Instrument & Reagent Co., Ltd.)를 통해 수출해 왔다. 하지만, 최근 2년여 동안 바디텍메드의 현지법인 설립 및 조인스타의 자체 진단카트리지와 분석기기 개발 이슈나, 사드 배치 이슈 등 대외 변수 영향으로 중국 향 매출이 감소했다(중국 매출 비중 2015년 66.4%→2016년 44.8%→2017년 36.0%).

하지만, 지난해 9월 28일 바디텍메드는 조인스타와 2018년부터 2020년 말까지 3년 간 최소 1,600만 달러(약 549억원) 규모의 중국(홍콩, 마카오, 타이완 제외) 지역 ichroma 기기 및 진단시약 제품에 대한 판매·공급계약 체결 내용을 공시했다. 이를 통해 지난 2년여간의 중국에서의 조인스타 향 매출의 불확실성을 해소했다는 점에서 향후 바디텍메드의 중국 지역 매출의 안정성 확보가 가능해졌다.

그림 10. 바디텍메드 중국 매출액 및 매출 비중 추이

2017년 현지 수입상과의 마찰 이슈
및 사드 영향으로 중국향 매출 감소



자료: 하나금융투자

표 3. 조인스타와의 단일판매·공급계약 주요 내용

판매·공급계약 내용	ichroma 기기 및 카트리지 제품
계약금액	1,600만달러(약 549억원)
계약 상대방	Hangzhou Joinstar Medical Instrument & Reagent Co., Ltd.
판매·공급지역	중국(홍콩, 마카오, 타이완 제외)
계약기간	2018-01-01 ~ 2020-12-31, 3년간
계약일자	2017-09-27

자료: 하나금융투자

중국 내 3개의 자체 현지법인
설립 통해 추가 성장 기대

(2) 현지법인과 JV 설립을 통한 중국에서의 추가 성장 기대

바디텍메드는 2006년 중국 시장 진출 이후 10여년 간 조인스타라는 현지 수입상을 통한 수출 전략 외에 단일 판매 경로로 인한 리스크 축소 및 추가 매출 창출을 위해 총 3개의 자체 현지법인(광서법인, 청도법인, Chinmax-Boditech)을 설립했다.

- ① 광서법인(BODITECH(GUANGXI) BIOTECHNOLOGY CO.,LTD)은 2016년 7월 설립되어 A2000, A5000의 생산 및 판매를 담당하며, 자동화 생산 설비 구축을 통해 연간 약 1,000만 키트(추가 2,000만 키트 증설 가능) 생산이 가능한 설비를 갖추고 있다. 지분율은 52.6%로 잔여 47.4%는 현지 딜러들이 보유하고 있어 해당 딜러들을 통한 안정적인 판매가 가능할 전망이다. 광서법인의 A2000, A5000의 인허가는 2017년 3월 완료되고 6월부터 생산이 시작됐으나 사드 이슈 등 대외 변수 영향으로 본격적인 매출은 올해부터 발생될 것으로 추정한다.
- ② 100% 자회사인 청도법인(Boditech(Qingdao) Medical Regents co., Ltd.)은 항체단백질 연구 및 생산과 AFIAS 등 바디텍메드의 진단기기 및 시약 인허가를 담당한다. 현재 진행 중인 AFIAS의 심혈관 관련 수입 허가는 올해 1분기 이뤄질 것으로 예상되며, 현지 생산 방식이 아닌 한국에서 생산되는 제품을 수입하는 방식으로 판매가 이뤄지는 만큼 매출 발생은 바로 가능할 것으로 전망한다.
- ③ Chinmax-Boditech(ChinMax Boditech(ShangHai)co., Ltd.)은 2017년 12월 18일 중국 심혈관 전문 유통기업인 Chinmax와 합자법인(JV)으로 설립된 회사다. AFIAS 진단기기 및 심혈관 관련 시약들의 현지 유통 및 판매를 담당하게 되며, 지분구조는 Chinmax 51%, 바디텍메드 49%이다. 바디텍메드의 초기 납입자본은 49만달러(약 5.7억원)다.

표 4. Chinmax-Boditech 합자법인 설립 주요 내용

회사명	ChinMax Boditech(ShangHai)co., Ltd.
바디텍메드 취득금액	49만달러(약 5.7억원)
취득목적	중국 합자회사 (수출입 및 유통판매)설립을 통한 중국 시장 매출, 브랜드 파워 확장 및 이익증대 도모
취득일자	2017-12-18

자료: 하나금융투자

바디텍메드는 기존 수입상인 조인스타향 매출(3년간 최소 약 549억원, 연평균 약 183억원)을 안정적으로 확보한 가운데 올해부터 본격적으로 판매될 A2000, A5000과 2분기부터 매출 발생이 예상되는 AFIAS 기기 및 심혈관 시약 매출이 add-up 됨에 따라 올해 중국 매출액의 큰 폭 성장이 기대된다.

2016년 3월 FOB 진단 전문업체
Immunostics 인수

2) 미국 Immunostics 인수 효과는 올해부터

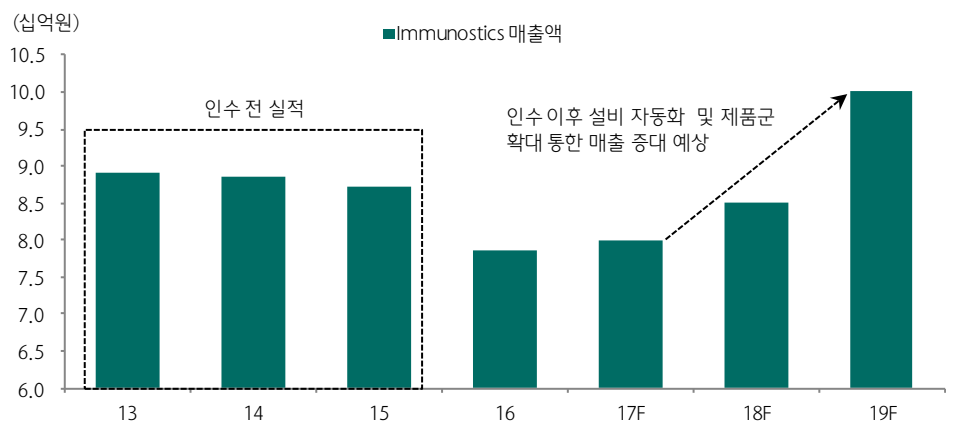
바디텍메드는 2016년 3월 2일 미국 FOB(분변잠혈검사), hCG(임신진단검사) 및 감염성질환 진단 전문 업체인 Immunostics의 지분 100%를 약 168억원에 인수했다. FOB는 분변 내 보이지 않는 출혈을 검사하는 것으로 이를 통해 1차적인 대장암 여부를 판단할 수 있다. Immunostics는 인수 전 기준(2015년) 매출액 87억원, 당기순이익 8억원을 기록했으며 미국 유통회사들의 PB제품을 생산 및 판매했다.

Immunostics는 바디텍메드로부터 인수된 이후 기존의 노후, 수동화된 설비들을 2017년 6월 자동화 생산설비 완공, 생산능력을 연간 500만 키트 수준으로 확대했다(ichroma, ichroma 50 용 iFOB 진단키트). 또한, 2017년 10월 미국 FDA로부터 갑상선 기능의 이상 유무를 확인할 수 있는 AFIAS TSH 제품 기기 및 진단시약에 대한 승인을 취득했다.

2016년 Immunostics는 매출액 79억원, 당기순이익 2억원을 시현했으며, 2017년에는 매출액은 비슷한 수준을 유지한 가운데, 당기순이익은 설비 자동화 작업 및 노후 장비 교체, 그리고 경영진 교체 등 일회성 비용 반영으로 적자전환한 것으로 추정한다. 2018년은 일회성 비용 이슈들이 제거된 가운데 자동화 생산 능력 확보, 기존 제품(FOB 등)의 경쟁력 강화, 그리고 작년 10월 FDA 승인을 받은 AFIAS TSH 제품 매출이 더해지며 본격적인 인수효과가 발생할 것으로 기대된다. 2018년 Immunostics의 매출액은 전년대비 소폭 증가, 영업이익은 BEP 수준을 기록할 것으로 추정한다.

그림 11. Immunostics 매출액 추이

2016년 Immunostics 인수 이후
설비 자동화 및 제품군 확대 통해
2018년부터 본격적인 매출 증대 예상



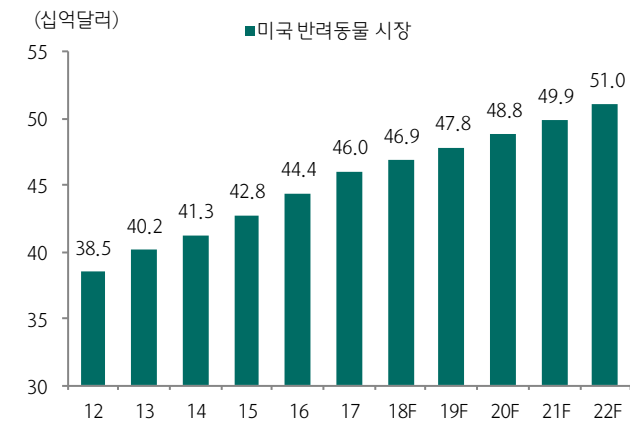
자료: 하나금융투자

3) 동물용 진단시장 진출을 통한 중장기 성장 모멘텀 확보

글로벌 반려동물 수 증가와 함께
반려동물 의료산업 시장 급성장

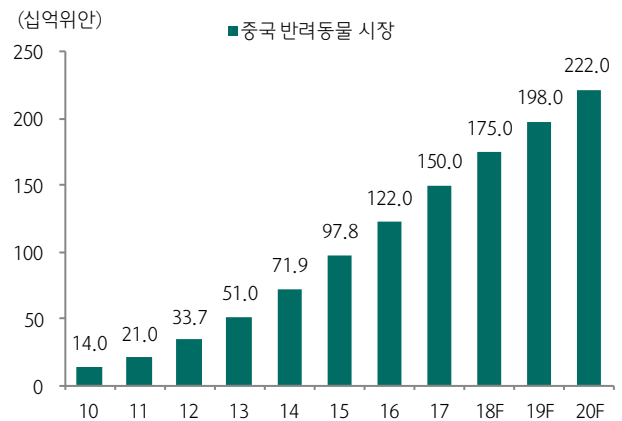
글로벌 반려동물 수 증가와 함께 반려동물 의료산업 시장이 성장하면서 동물용 체외진단 기기 시장의 규모도 확대되고 있다. 한국동물약품협회에 따르면 2015년 241억원 규모였던 국내 체외진단 시약 시장은 2016년 383억원으로 증가하며 꾸준한 성장세를 기록할 것으로 전망했다. 반려동물 시장 규모가 큰 미국이나 중국의 경우 2020년 반려동물 시장의 규모는 각각 488억달러(약 52.6조원), 2,220억위안(약 37.8조원) 수준을 형성할 것으로 예상된다. 중국의 경우 의료비 지출이 전체 반려동물 시장 규모에서 차지하는 비중은 약 23%로 높은 비중을 차지하고 있으며 향후 연평균 38%가 넘는 큰 폭의 성장이 예상된다.

그림 12. 미국 반려동물 시장 규모 및 전망



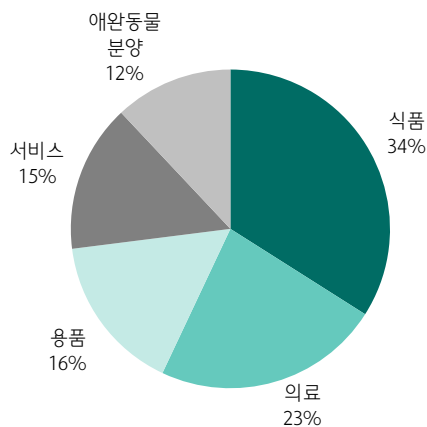
자료: Euromonitor, 하나금융투자

그림 13. 중국 반려동물 시장 규모 및 전망



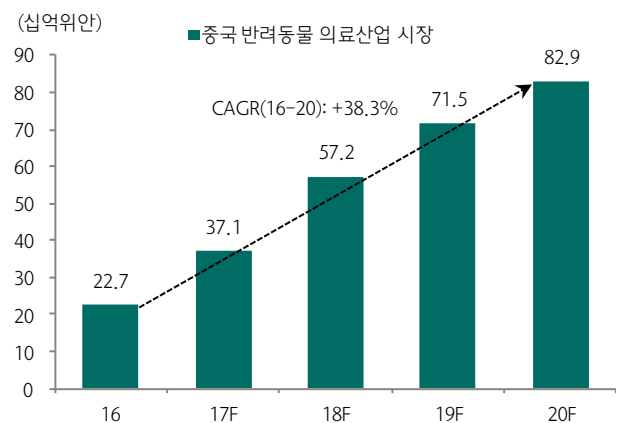
자료: 중국산업정보망, 하나금융투자

그림 14. 중국 반려동물산업 시장점유율 현황(2016년)



자료: 고우민왕, 하나금융투자

그림 15. 중국 반려동물 의료산업 시장 규모



자료: 유충연의원, 하나금융투자

동물용 진단시장 진출을 위해 애니벳 설립, 2018년 35억원 상회하는 매출 전망

바디텍메드는 2016년 6월 동물용 진단제품 연구 및 개발을 위한 자회사 애니벳을 신규설립했다(지분율 52.0%). 글로벌 반려동물 시장 확대에 적극적으로 대응하기 위한 전략으로 기존 보유하고 있던 ichroma, AFIAS 기기에 동물용 진단시약을 사용하여 개발 비용을 절감할 수 있다. 바디텍메드가 보유한 고감도, 소형화 기술을 접목함으로써 글로벌 반려동물 의료산업 시장 성장과 함께 매출 증가가 예상된다. 기존 기기를 활용하고 동물용 진단시장이 성장 단계인 만큼 기존 진단 시약 대비 고마진을 제공할 것으로 기대한다. 참고로 2017년 애니벳의 매출은 15억원으로 추정되며, 2018년은 제품 라인업 확대를 통해 35억원을 상회하는 실적을 기록할 전망이다.

4. 실적 추정

2018년 매출액 15.0%, 영업이익 270.8% 증가 추정

2018년 매출액 및 영업이익 각각
15.0%, 270.8% 증가 추정

하나금융투자는 바디텍메드의 2018년 매출액 및 영업이익을 각각 605억원(YoY +15.0%), 109억원(YoY +270.8%, OPM 18.0%)으로 추정한다. 2017년의 실적 부진은 중국 현지 수입상인 조인스타의 자체 진단카트리지 및 분석기기 개발 이슈로 중국 매출이 감소했고, 광서 법인과 미국 Immunostics 신규 증설 후 고정비 증가에 따른 원가율 상승, 미국 FDA 품목 승인 신청 비용, Immunostics 영업권 상각 이슈 등 일회성 비용 증가로 수익률이 악화된 데 기인한다. 2018년은 중국에서의 기존 유통채널을 기반으로 한 안정적 매출 확보 및 현지 법인과 JV 설립을 통한 중국에서의 추가 성장 기대된다. 또한 미국 Immunostics 인수 효과가 본격화 되면서 매출에 기여를 할 것으로 예상되며, 자회사 애니벳의 동물용 진단시장 진출을 통한 중장기 성장 모멘텀 확보가 전망되는 만큼 큰 폭의 실적 개선이 기대된다.

표 5. 바디텍메드 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	16	17P	18F
매출액	13.3	13.3	11.8	14.1	15.3	15.4	13.8	16.1	55.0	52.6	60.5
YoY	32.0%	-15.1%	-20.9%	-0.8%	14.9%	15.2%	16.5%	13.8%	38.1%	-4.3%	15.0%
진단기기	1.3	1.8	1.6	1.3	1.5	2.1	1.9	1.5	6.6	6.0	6.9
YoY	-8.8%	-2.6%	-10.9%	-15.5%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	110.9%	-9.2%	15.0%
진단시약	11.7	10.9	9.4	11.3	13.5	12.6	11.1	13.0	47.9	43.3	50.2
YoY	40.7%	-21.3%	-28.0%	-10.7%	14.9%	15.7%	18.0%	15.1%	27.6%	-9.5%	15.8%
감염성	5.7	5.4	3.7	5.5	6.1	5.7	4.0	5.8	24.4	20.3	21.6
심혈관	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5	0.6	0.6	0.5	1.2	1.6	2.1
당뇨	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7	2.2	2.3	2.7
암	2.1	2.2	2.4	2.9	2.7	2.8	3.0	3.5	7.6	9.7	12.1
호르몬	2.0	1.8	1.6	1.5	2.2	2.0	1.8	1.8	7.8	6.8	7.8
기타	1.0	0.5	0.7	0.4	1.3	0.8	1.0	0.7	4.8	2.6	3.8
기타	0.3	0.7	0.7	1.5	0.4	0.7	0.8	1.6	0.5	3.2	3.4
영업이익	2.6	1.6	0.2	(1.5)	2.7	3.1	2.0	3.0	12.4	2.9	10.9
YoY	3.1%	-61.4%	-94.8%	TR	3.9%	88.3%	891.6%	TB	0.1%	-76.3%	270.8%
OPM	19.7%	12.3%	1.7%	-10.9%	17.8%	20.1%	14.9%	18.8%	22.5%	5.6%	18.0%
세전이익	2.3	1.8	0.3	(7.1)	2.8	3.0	2.0	3.6	13.8	(2.6)	11.6
YoY	-37.0%	-53.5%	-91.4%	TR	21.5%	63.8%	486.5%	TB	TB	TR	TB
당기순이익	2.0	1.5	0.1	(6.9)	2.4	2.8	1.6	3.3	12.3	(3.2)	10.4
YoY	-35.2%	-58.7%	-95.8%	TR	18.9%	84.9%	1026.9%	TB	TB	TR	TB
NPM	15.2%	11.5%	1.2%	-48.9%	15.7%	18.4%	11.7%	20.7%	22.4%	-6.1%	17.3%

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017P	2018F	2019F
매출액	39.8	55.0	52.6	60.5	68.3
매출원가	13.1	20.5	23.2	24.3	25.5
매출총이익	26.7	34.5	29.4	36.2	42.8
판매비	14.3	22.1	26.5	25.3	29.8
영업이익	12.4	12.4	2.9	10.9	13.0
금융손익	(0.9)	1.0	0.2	0.2	0.3
종속/관계기업손익	0.0	0.0	(6.2)	0.0	0.0
기타영업외손익	(12.3)	0.4	0.5	0.5	0.5
세전이익	(0.9)	13.8	(2.6)	11.6	13.8
법인세	1.1	1.5	0.6	1.2	1.4
계속사업이익	(2.0)	12.3	(3.2)	10.4	12.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(2.0)	12.3	(3.2)	10.4	12.4
비지배주주지분 손이익	(0.0)	(0.3)	0.1	(0.3)	(0.3)
지배주주순이익	(2.0)	12.6	(3.3)	10.7	12.8
지배주주지분포괄이익	(2.1)	12.8	(3.3)	10.7	12.7
NOPAT	27.5	11.0	3.6	9.8	11.7
EBITDA	14.0	14.8	5.2	12.9	14.8
성장성(%)					
매출액증가율	29.6	38.2	(4.4)	15.0	12.9
NOPAT증가율	248.1	(60.0)	(67.3)	172.2	19.4
EBITDA증가율	37.3	5.7	(64.9)	148.1	14.7
영업이익증가율	39.3	0.0	(76.6)	275.9	19.3
(지배주주)순이익증가율	적전	흑전	적전	흑전	19.6
EPS증가율	적전	흑전	적전	흑전	19.1
수익성(%)					
매출총이익률	67.1	62.7	55.9	59.8	62.7
EBITDA이익률	35.2	26.9	9.9	21.3	21.7
영업이익률	31.2	22.5	5.5	18.0	19.0
계속사업이익률	(5.0)	22.4	(6.1)	17.2	18.2

투자지표	2015	2016	2017P	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	(85)	544	(141)	460	548
BPS	2,619	3,363	3,127	3,537	4,035
CFPS	617	691	(17)	582	663
EBITDAPS	605	639	221	554	636
SPS	1,727	2,370	2,258	2,597	2,933
DPS	0	100	50	50	50
주가지표(배)					
PER	N/A	34.6	N/A	43.1	36.2
PBR	12.9	5.6	5.7	5.6	4.9
PCFR	54.7	27.2	N/A	34.0	29.8
EV/EBITDA	54.4	28.9	79.8	34.4	29.0
PSR	19.6	7.9	7.9	7.6	6.8
재무비율(%)					
ROE	(3.9)	18.8	(4.5)	14.4	15.0
ROA	(3.3)	15.5	(3.7)	11.9	12.5
ROIC	83.2	20.5	5.5	15.6	19.5
부채비율	20.5	17.2	17.3	17.0	16.4
순부채비율	(31.4)	(13.4)	(11.4)	(24.9)	(36.9)
이자보상배율(배)	202.4	88.4	30.0	117.8	136.4

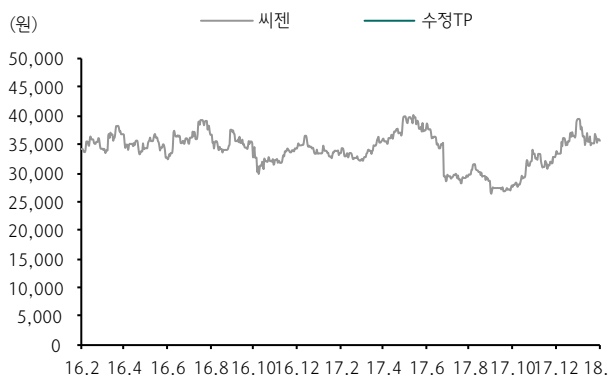
자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017P	2018F	2019F
유동자산	44.7	41.6	37.8	50.1	64.3
금융자산	24.3	13.7	11.1	23.2	37.3
현금성자산	16.4	13.0	10.5	22.6	36.7
매출채권 등	13.7	17.2	16.5	17.0	17.5
재고자산	5.3	9.4	9.0	8.6	8.2
기타유동자산	1.4	1.3	1.2	1.3	1.3
비유동자산	27.0	49.2	46.9	45.2	43.8
투자자산	1.8	2.3	2.2	2.6	2.9
금융자산	1.8	2.3	2.2	2.6	2.9
유형자산	19.7	25.4	23.8	22.3	20.9
무형자산	2.7	20.7	20.2	19.6	19.2
기타비유동자산	2.8	0.8	0.7	0.7	0.8
자산총계	71.7	90.8	84.7	95.3	108.1
유동부채	9.2	11.7	10.9	12.1	13.2
금융부채	2.9	3.3	2.9	3.0	3.1
매입채무 등	5.2	7.0	6.7	7.7	8.7
기타유동부채	1.1	1.4	1.3	1.4	1.4
비유동부채	3.0	1.6	1.5	1.8	2.0
금융부채	2.7	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	0.3	1.6	1.5	1.8	2.0
부채총계	12.2	13.3	12.5	13.9	15.2
지배주주지분	59.4	75.2	69.8	79.4	91.0
자본금	21.0	21.2	21.2	21.2	21.2
자본잉여금	19.7	24.6	24.6	24.6	24.6
자본조정	(1.0)	(3.0)	(3.0)	(3.0)	(3.0)
기타포괄이익누계액	(0.1)	0.1	0.1	0.1	0.1
이익잉여금	19.7	32.3	27.0	36.5	48.1
비지배주주지분	0.1	2.3	2.4	2.1	1.8
자본총계	59.5	77.5	72.2	81.5	92.8
순금융부채	(18.7)	(10.4)	(8.2)	(20.3)	(34.3)

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017P	2018F	2019F
영업활동 현금흐름	9.6	11.8	(0.2)	13.6	15.3
당기순이익	(2.0)	12.3	(3.2)	10.4	12.4
조정	15.3	2.4	2.2	2.1	1.8
감가상각비	1.6	2.4	2.2	2.0	1.8
외환거래손익	(0.1)	(0.7)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	13.8	0.7	0.0	0.1	0.0
영업활동 자산부채 변동	(3.7)	(2.9)	0.8	1.1	1.1
투자활동 현금흐름	(3.0)	(16.6)	0.1	(0.4)	(0.4)
투자자산감소(증가)	(1.6)	(0.5)	0.1	(0.3)	(0.3)
유형자산감소(증가)	(9.3)	(8.2)	0.0	0.0	0.0
기타	7.9	(7.9)	0.0	(0.1)	(0.1)
재무활동 현금흐름	1.6	1.4	(2.5)	(1.1)	(1.1)
금융부채증가(감소)	3.2	(2.3)	(0.4)	0.1	0.1
자본증가(감소)	20.7	5.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(22.3)	1.1	0.0	(0.0)	(0.0)
배당지급	0.0	(2.4)	(2.1)	(1.2)	(1.2)
현금의 증감	8.2	(3.4)	(2.6)	12.2	13.9
Unlevered CFO	14.2	16.0	(0.4)	13.5	15.5
Free Cash Flow	0.3	3.6	(0.2)	13.6	15.3

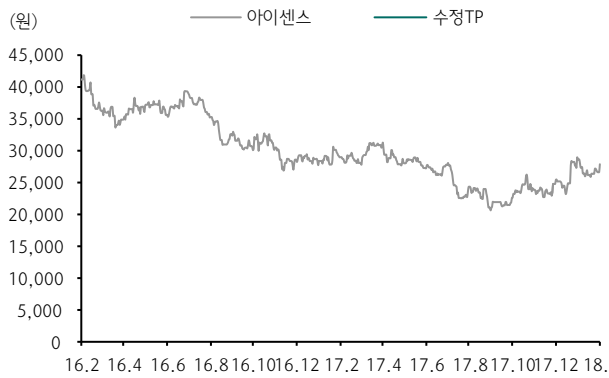
투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

씨젠



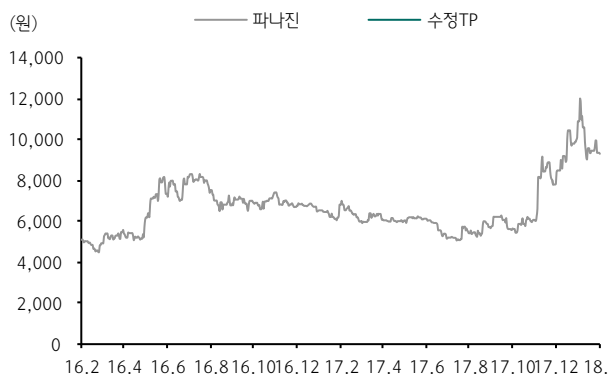
날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.2.27	BUY	43,000		

아이센스



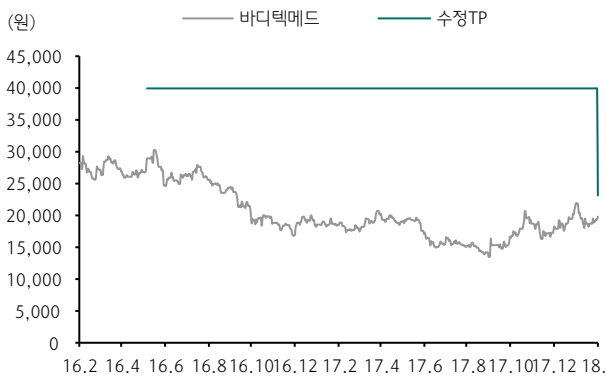
날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.2.27	BUY	34,000		

파나진



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.2.27	Not Rated			-

바디텍메드



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.2.27	BUY	23,000		
17.6.1	1년 경과		-57.23%	-45.38%
16.5.31	BUY	40,096	-46.34%	-24.43%

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	90.4%	9.0%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2018년 2월 25일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(선민정, 이정기, 이동건)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2018년 2월 27일 현재 해당회사의 지분을 1% 이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 바디텍메드는 회사와 상당한 이해관계가 있다고 인정되는 법인(자사주 신탁/위탁, 유동성공급자 등에 해당됩니다).
- 본 자료를 작성한 애널리스트(선민정, 이정기, 이동건)는 2018년 2월 27일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.