

바이오/헬스케어

승자의 조건, 진단사업에 주목하자

Positive(신규)

Analyst

김나연

02)768-7977, irene.kim@wooriwm.com

이수지 (RA)

02)768-7479, susie.lee@wooriwm.com

국내 헬스케어 시장 이제 세계시장으로 나아갈 때

- 많은 제약회사들이 합성신약 개발과 제네릭 의약품 개발에 집중할 때 Roche, J&J, GE, Siemens는 의료장비 사업으로 다각화를 진행. 해당 사업 부의 놀라운 성장으로 영업이익률 20%이상 달성 중
- 2010년 우리가 진단 회사에 주목해야 하는 이유는 다음과 같음
 - 1) 의약품 다음으로 영업이익률이 높은 사업은 의료장비와 진단시장
 - 2) 헬스케어 시장 2008~2013년 연평균성장률 13.2%, 체외진단 중 유전자를 이용한 진단 시장은 2009~2013년 연평균 15.0% 성장 전망
 - 3) 미국 의료법 개혁안의 주요 취지 중 하나는 노인성 만성질환의 발병률을 감소시키기 위한 지원 강화로 의료장비 및 진단 사업 활성화될 전망

대기업이 주도하게 될 새로운 시장으로 잠재 성장성에 주목

- 삼성, SK케미칼 등 대기업들은 헬스케어, 바이오 사업으로 다각화를 추진하고 있으며 이로 인한 국내 헬스케어 시장의 빠른 성장을 전망
- 대기업이 제2의 성장사업으로 헬스케어를 선정하는 이유는 다음과 같다.
 - 1) 세계 경제의 성장 및 소득 증대에 따라 의료비 지출이 지속적으로 증가 (2010년, 미국 GDP대비 18.0%, 독일 10.6%, 한국 5.5% 예상)
 - 2) 전 세계적으로 노인 인구비중이 빠르게 증가하면서 의료기기에 대한 수요 증가. 65세 이상 노인의 80%는 만성 질환자로 인구 증가는 곧 의료기기 수요증가로 이어짐
 - 3) 기술의 발전은 기존 시장규모 증가뿐 아니라 새로운 시장을 창출하기 때문

Top Picks: 삼성테크윈, 에스디

- 헬스케어 사업으로 다각화를 추진하고 있는 삼성테크윈, 래피드 진단키트 부문에서의 강자 에스디를 Top picks로 추천. 또한 개인맞춤 예방 및 처방이라는 새로운 패러다임 변화에 경쟁력을 보유한 마크로젠 역시 빠른 성장이 기대됨

바이오/헬스케어 업종 투자의견/투자지표

(단위: 원, %, 배)

| | 코드 | 투자의견 | 목표주가 (12M) | 현재가 (1/4) | 영업이익률 | | PER | | PBR | | ROE | |
|-------|-----------|-----------|-------------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | | | 2009E | 2010F | 2009E | 2010F | 2009E | 2010F | 2009E | 2010F |
| 삼성테크윈 | 012450.KS | Buy(유지) | 120,000(유지) | 91,000 | 8.1 | 7.9 | 26.6 | 17.4 | 4.5 | 3.6 | 17.3 | 22.6 |
| 에스디 | 066930.KQ | Buy(신규) | 38,000(신규) | 32,300 | 45.3 | 42.2 | 8.3 | 6.9 | 3.3 | 2.3 | 47.9 | 39.1 |
| 마크로젠 | 038290.KQ | Not Rated | Not Rated | 12,900 | 5.0 | 7.1 | 21.5 | 16.1 | - | - | - | - |
| 바이오니아 | 064550.KQ | Not Rated | Not Rated | 5,900 | 25.0 | 25.8 | 10.8 | 9.2 | - | - | - | - |
| 인포피아 | 036220.KQ | Not Rated | Not Rated | 14,700 | 25.6 | 26.9 | 12.3 | 9.0 | - | - | - | - |

자료: 우리투자증권 리서치센터 전망

- 당사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 '삼성테크윈'을 기초자산으로 하는 ELW의 발행회사 및 LP(유동성공급자)임을 알려드립니다.
- 동 자료상에 언급된 '마크로젠, 바이오니아, 인포피아'는 당사의 공식 Coverage기업이 아닙니다. 따라서 당사의 공식 투자의견, 목표주가는 제시하지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

목 차

| | |
|---|----|
| I. Investment Summary | 3 |
| II. Valuation | 5 |
| III. 헬스케어 산업 타 산업대비 고성장 전망 | 10 |
| 1. 헬스케어 시장 성장률 연평균(CAGR 2008-2013년) 13.2%로 전망 | |
| 2. 의료장비 산업 중 성장성이 매우 높은 체외진단 사업의 성장성이 부각되고 있다 | |
| 3. 삼성, SK케미칼 등 신성장 사업으로 바이오, 헬스케어 선정, 진출속도 가속화 전망 | |
| IV. 국내외 진단시장의 구조 변화 | 16 |
| 1. 진단산업은 미국, 유럽 등의 선진시장 중심으로 성장 | |
| 2. 국내 진단산업의 현실 | |
| 3. 판매를 위한 FDA 승인 절차는 510k 획득을 시작으로 | |
| [기업분석] | |
| 삼성테크윈 (012450.KS, Buy, TP 120,000원) | 22 |
| 에스디 (066930.KQ, Buy, TP 38,000원) | 28 |
| 마크로젠 (038290.KQ, Not Rated) | 33 |
| 바이오니아 (064550.KQ, Not Rated) | 35 |
| 인포피아 (036220.KQ, Not Rated) | 36 |

I. Investment Summary

2010년에는 헬스케어 중심의 바이오산업에 대한 재조명이 이루어질 것이다. 합성의약품을 주로 개발하고 있는 제약 회사들은 새로운 신약개발에 대한 가능성이 감소하면서 미래 지속 성장이라는 커다란 과제에 봉착했다. 더욱이 신약으로 개발에 성공하더라도 미국 FDA 승인이 크게 감소하고 있어 합성의약품보다는 바이오의약품에 집중하기 시작했다.

그러나 우리가 놓치고 있는 사실이 하나 있다. 우리는 제약산업이 헬스케어 산업의 전부인 듯 생각할 때가 있다. 물론 의약품 산업이 높은 영업이익률을 보여왔던 것이 사실이다. 그러나 시장은 새로운 신약개발 부재와 경쟁관계 심화로 구조적 변화를 겪고 있다.

영업이익률이 높은 진단사업 미국의 의료개혁안으로 더욱 활성화 될 전망

의약품 다음으로 영업이익률이 높은 사업은 의료장비이다. 많은 제약회사들이 합성신약 개발과 제네릭 의약품 개발에 집중할 때 Roche, J&J, GE, Siemens, Abbott 등의 기업들은 의료장비 사업으로 다각화를 추진했으며, 현재 해당사업부의 영업이익률은 20% 이상이다.

전 세계 의료장비 및 진단 시장은 미국 오바마 정부의 정책의지와도 그 성장을 같이할 것이다. 의료부문에 있어 정부개입 필요성을 강조하고 있는 미국의 의료부문 정책 중 하나는 제네릭 사용 장려, 노인층의 만성 질환 발병률을 감소시키기 위한 의료장비 및 진단 사업 활성화이다. 미국 역사상 의료개혁은 지속적인 정치 이슈로 부각되어 왔다. 사보험 발달로 인한 의료보험 미수혜자는 인구의 16%(4,660만명)에 달하는 등 미국의료 시장의 고질적인 문제점이었다. 이는 미국시장이 공적 의료보험이 수행해야 하는 역할을 민간의료보험이 대신하고 있었기 때문이다.

바이오의약품 파이프라인 또는 특허로 보호받을 만한 의료장비 등을 확보한 회사들에 집중

국내 많은 바이오텍이라 불리는 회사들 중 기술력과 영업력을 동시에 가지고 있는 회사는 몇 되지 않는다. 기대되는 신약 파이프라인이 있다고 해도 라이선싱 아웃 없이 독자적으로 끝까지 개발하기에는 대규모 자금이 필요하기 때문에 현실적으로 불가능하다. 따라서 우리는 국내 바이오텍 회사들 중에서 경쟁력 있는 바이오의약품 파이프라인 또는 특허로 보호받을 만한 의료장비 등을 확보한 회사들에 주목해야 한다.

Top Picks: 삼성테크윈 에스디

향후 바이오산업은 어떻게 변화할 것인가? 결론적으로, 헬스케어 관련 바이오 회사들에 대해 집중해야 한다. 헬스케어 산업이라는 커다란 틀 안에서 예방 → 진단 → 치료 → 관리의 value chain이 존재한다. 가치사슬 단계별로 매칭 가능한 회사들 중에 매출액과 이익성장을 보이는 회사들이 향후 더 나오게 될 것이다. 문제는 회사가 성장을 위해서는 바이오 산물에 대한 판매가 동시에 해결되어야 한다. 바이오 회사들이 신약이든 바이오의약품이든 개발을 하게 되면 누가 팔아주게 될 지가 초미의 관심이 될 것이고 판매를 위한 파트너를 누구로 하느냐에 따라 매출액 성장속도 및 M/S는 달라질 것이다. 이러한 관점에서 삼성테크윈과 에스디를 Top picks로 추천하며, 개인맞춤 예방 및 처방이라는 새로운 패러다임 변화에 경쟁력을 보유한 마크로젠 역시 빠른 성장이 기대되기 때문에 긍정적 시각을 유지한다.

**삼성테크윈 헬스케어
희사로 거듭나고 있다**

삼성테크윈은 방위산업이라는 안정적 사업을 보유하고 있으며 최근 감시장비사업 확보로 성장성이 부각되었다. 성과급 지급과 CCTV사업부 매입 당시 기대한 가격이 그 이상 반영되어 4분기 실적은 시장기대치에 부합하지 못한 것으로 추정된다. 그러나 삼성테크윈은 로봇사업과 바이오, 헬스케어라는 새로운 성장 사업을 준비하고 있었으며 2010년 이 부분에서 실질적 매출액이 발생하게 된다. 동사에 대한 투자포인트는 첫째, 삼성그룹 바이오, 헬스케어 사업의 최대 수혜 예상, 둘째, Security 사업을 위해 삼성전자의 감시장비사업 인수 확정, 셋째, 안정적 수익원인 파워 시스템 및 방산 사업부문을 보유하고 있기 때문이다.

**에스디 래피드 진단법의
의 강자로 서다**

에스디는 바이러스 진단 전문 기업이다. 주력 사업은 혈액을 이용한 래피드(Rapid Test) 진단이다. 면역학적 방법에 기초하여 각종 질환의 마커가 되는 항체나 항원을 진단하는 제품으로 전염성 질환인 에이즈, 말라리아 및 간염 등의 제품을 판매하고 있다. 진단의 원료인 항원 및 항체를 독자 생산하기 때문에 기술력과 가격 경쟁력을 동시에 지니고 있는 것이 강점이다. 동사에 대한 투자포인트는 첫째, 래피드 진단키트의 국내 최대 강자, 둘째, 인버니스의 특허 만료에 따른 선진시장 진출 가시화 전망, 셋째, 바이오칩, 분자진단 시장으로의 진출을 위한 R&D에서의 성과가 기대된다는 점이다.

**마크로젠 Consumer
Genomics 시대 선두
주자**

마크로젠은 2000년 상장한 유전자 진단 업체이다. 2007년 휴먼 지놈 프로젝트 완성으로 정보의학의 새로운 패러다임을 형성하였으며, 향후 유전체 의학을 바탕으로 개인맞춤의학 분야의 선두주자로 자리하게 될 것이다. 2000년 학문 초기에만 해도 1인당 지놈 분석이 30억달러 이상이 소요되었는데 유전자 시퀀싱 기기들의 성능이 향상되면서 2010년에는 약 1,000달러까지 비용이 하락할 전망이다. 비용하락은 곧 개인맞춤의학의 발달을 가져올 것으로 현재 개인맞춤형의료(Personalized Medicine)시장은 약 2,320억 달러 규모에서 연평균 11% 이상 성장할 전망이다. 동사에 대한 투자포인트는 첫째, Consumer Genomics시대의 선두주자, 둘째, 국내 거의 유일하게 맞춤의학의 다운스트림 담당, 셋째, 동사는 글로벌 시퀀싱 기기 회사에 투자함으로써 전 세계적으로 개인맞춤 예방 및 처방이라는 새로운 패러다임 변화에 경쟁력을 보유하고 있다는 것이다.

바이오/헬스케어 업종 투자의견/투자지표

(단위: 원, %, 배)

| | 코드 | 투자의견 | 목표주가 (12M) | 현재가 (1/4) | 영업이익률 | | PER | | PBR | | ROE | |
|-------|-----------|-----------|---------------|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | | | 2009E | 2010F | 2009E | 2010F | 2009E | 2010F | 2009E | 2010F |
| 삼성테크윈 | 012450.KS | Buy(유지) | 120,000(유지) | 91,000 | 8.1 | 7.9 | 26.6 | 17.4 | 4.5 | 3.6 | 17.3 | 22.6 |
| 에스디 | 066930.KQ | Buy(신규) | 38,000(신규) | 32,300 | 45.3 | 42.2 | 8.3 | 6.9 | 3.3 | 2.3 | 47.9 | 39.1 |
| 마크로젠 | 038290.KQ | Not Rated | Not Rated | 12,900 | 5.0 | 7.1 | 21.5 | 16.1 | - | - | - | - |
| 바이오니아 | 064550.KQ | Not Rated | Not Rated | 5,900 | 25.0 | 25.8 | 10.8 | 9.2 | - | - | - | - |
| 인포피아 | 036220.KQ | Not Rated | Not Rated | 14,700 | 25.6 | 26.9 | 12.3 | 9.0 | - | - | - | - |

자료: 우리투자증권 리서치센터 전망

II. Valuation

당사는 에스디에 대한 커버리지를 개시하며, 투자의견 Buy와 목표주가 38,000원을 신규 제시한다. 기존 커버리지 종목인 삼성테크윈은 헬스케어 관점에서 분석영역을 확대할 계획이다.

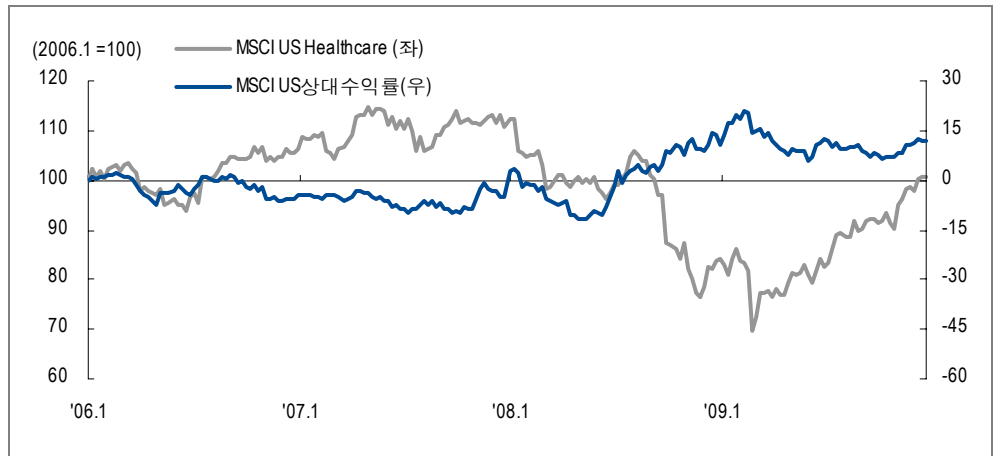
Mindray의 경우 섹터 평균보다 높은 45%의 프리미엄 받고 있음

목표주가는 RIM(Residual Income Model, 잔여이익모델)에 의해 산출되었다. 국내 시장에는 아직 헬스케어 업종이라는 것이 존재하지 않는다. 미국의 헬스케어 업종 전체와 비교하기에는 사업의 성장단계도 틀리기 때문에 적절하지 않다고 판단한다. 따라서 삼성테크윈의 사업모델과 가장 유사한 Mindray의 예를 들어 설명하고자 한다. 금융위기 이후 healthcare 섹터는 MSCI US시장대비 16% 디스카운트를 받고 있으며, Mindray의 경우 섹터대비 높은 45%의 프리미엄을 받고 있다. 이는 Mindray의 매출액 및 영업이익의 높은 성장으로 인하여 섹터평균보다 큰 폭의 프리미엄을 받고 있음을 의미한다.

삼성테크윈은 안정성과 수익성 그리고 성장성을 두루 갖추었다. 현재 동사의 주가는 2010년 기준 PER 17배로 KOSPI 평균 PER이 10배임을 감안하면 저평가 수준은 아니다. 그러나 1) 향후 3년 EPS 평균증가율이 37.1%로 경쟁업체 대비 높고, 2) 감시장비 사업부 인수로 로봇 사업과의 시너지 기대, 3) 로봇과 헬스케어 사업진출이라는 성장성 확보라는 측면에서 프리미엄 적용은 합당하다고 판단한다.

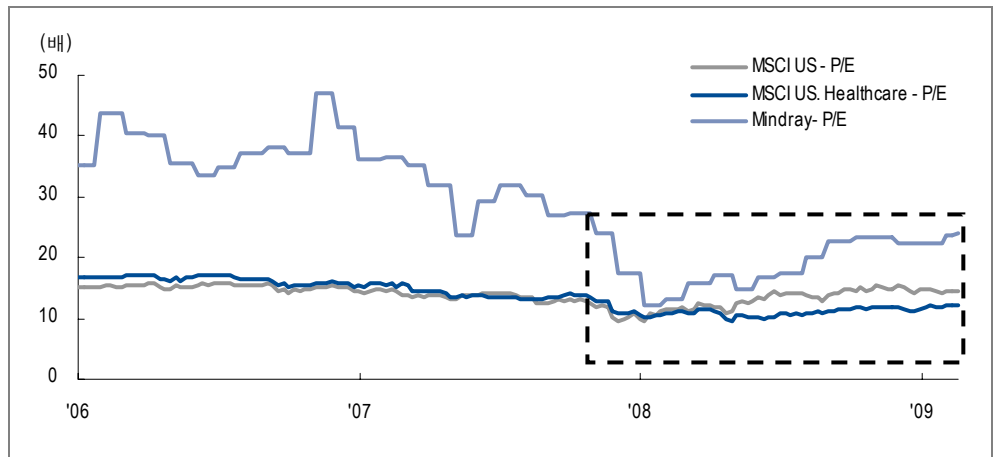
에스디는 수익성이 돋보이는 회사이다. 혈액을 활용한 래피드 진단키트로 일찍부터 해외 진출로 시장을 확대해 나가고 있다. 105개국 200개 대리점을 통해 판매 중이며 2010년 선진 시장으로의 진출이 진행 중에 있다. 현재 동사의 주가는 2010년 기준 EPS 4,713원을 감안하면 PER 6.9배 수준으로 상승여력이 충분하다고 판단한다.

헬스케어 업종의 미국시장 대비 상대수익률 추이



자료: Datastream, 우리투자증권 리서치센터

Mindray의 경우 섹터 평균보다 높은 45%의 프리미엄 받고 있음



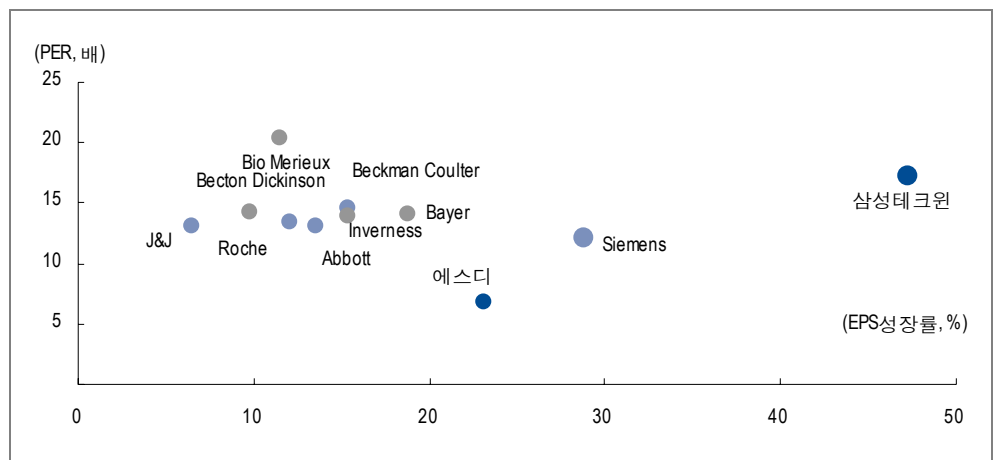
자료: Datastream, 우리투자증권 리서치센터

국내 헬스케어 업체들의 투자지표

| 업체명 | | 삼성테크윈 | 에스디 | 마크로젠 | 바이오니아 | 인포피아 | 나노엔텍 |
|-----------|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 주력사업 | | 전기전자 | 의약품 | 의약품 | 의약품 | 의약품 | 의약품 |
| 투자의견 | | Buy | Buy | Not Rated | Not Rated | Not Rated | Not Rated |
| 종목코드 | | 012450.KS | 066930.KQ | 038290.KQ | 064550.KQ | 036220.KQ | 039860.KQ |
| 현재가 | (1월 4일, 원) | 91,000 | 32,300 | 12,900 | 5,900 | 14,700 | 5,240 |
| 시가총액 | (십억원) | 4,384.8 | 258.4 | 64.6 | 67.0 | 109.3 | 92.5 |
| beta | (2년 weekly) | 0.93 | 0.91 | 0.99 | 1.18 | 1.39 | 1.15 |
| 매출액 | 2008 | 2,339.6 | 40.3 | 16.5 | 14.9 | 37.2 | 6.4 |
| (십억원) | 2009E | 2,652.0 | 64.3 | - | - | - | - |
| | 2010F | 3,237.0 | 82.4 | - | - | - | - |
| 영업이익 | 2008 | 146.9 | 14.2 | -1.1 | -0.3 | 11.2 | -1.6 |
| (십억원) | 2009E | 214.1 | 29.1 | - | - | - | - |
| | 2010F | 254.6 | 34.8 | - | - | - | - |
| EPS | 2008 | 956 | 1,091 | 35 | -314 | 747 | -311 |
| (원) | 2009E | 3,553 | 3,828 | - | - | - | - |
| | 2010F | 5,232 | 4,713 | - | - | - | - |
| EPS 증가율 | 2008 | -63.8 | 3.5 | 흑전 | 적지 | -41.2 | 적지 |
| (% y-y) | 2009E | 271.6 | 250.8 | - | - | - | - |
| | 2010F | 47.3 | 23.1 | - | - | - | - |
| OP Margin | 2008 | 6.3 | 35.2 | -6.5 | -2.3 | 30.2 | -24.9 |
| (%) | 2009E | 8.1 | 45.3 | - | - | - | - |
| | 2010F | 7.9 | 42.2 | - | - | - | - |
| NP Margin | 2008 | 3.1 | 21.6 | 1.1 | -23.9 | 14.9 | -85.0 |
| (%) | 2009E | 7.1 | 47.7 | - | - | - | - |
| | 2010F | 8.6 | 45.7 | - | - | - | - |
| ROE | 2008 | 7.0 | 18.3 | 0.5 | -10.1 | 12.0 | -24.9 |
| (%) | 2009E | 17.3 | 47.9 | - | - | - | - |
| | 2010F | 22.6 | 39.1 | - | - | - | - |
| PER | 2008 | 35.8 | 8.3 | 268.2 | NA | 15.1 | NA |
| (배) | 2009E | 26.6 | 8.3 | - | - | - | - |
| | 2010F | 17.4 | 6.9 | - | - | - | - |
| PBR | 2008 | 2.5 | 1.5 | 1.5 | 0.8 | 1.9 | 2.0 |
| (배) | 2009E | 4.5 | 3.3 | - | - | - | - |
| | 2010F | 3.6 | 2.3 | - | - | - | - |

자료: 각 사 사업보고서, 우리투자증권 리서치센터 전망

국내외 헬스케어 업체 투자지표(1): 2010년 PER 과 EPS 성장률



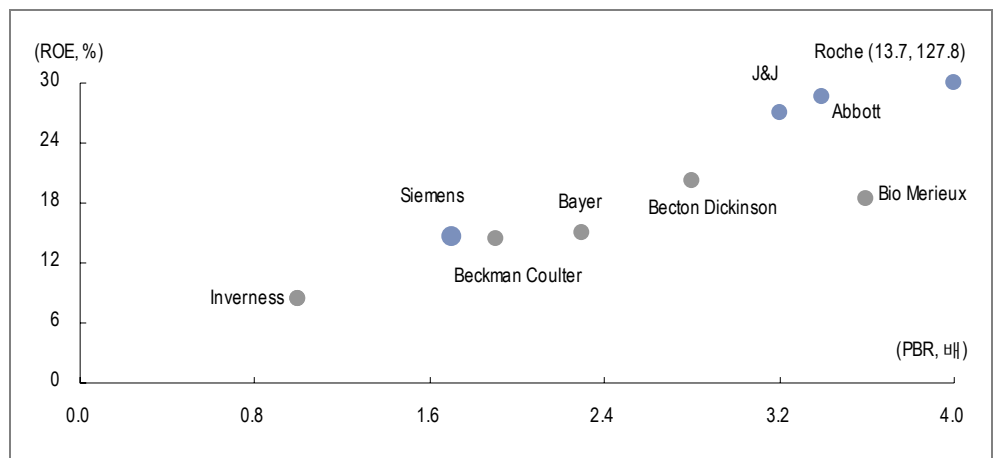
자료: Bloomberg, 우리투자증권 리서치센터 전망

해외 헬스케어 업체들의 투자지표

| 업체명 | | Roche | Siemens | Abbott | J&J | Beckman Coulter | Bio Merieux | Bayer | Becton Dickinson | Inverness |
|-----------|-------------|-----------|-----------|----------|-----------|-----------------|-------------|----------|------------------|-----------|
| 국적 | | 스위스 | 독일 | 미국 | 미국 | 미국 | 프랑스 | 독일 | 미국 | 미국 |
| 티커 | (Bloomberg) | RO SW | SIE GY | ABT US | JNJ US | BEC US | BIM FP | BAYN GY | BDX US | IMA US |
| 현재가 | (1월 4일, 달러) | 174.5 | 91.8 | 54.0 | 64.4 | 65.4 | 116.7 | 80.0 | 78.9 | 41.5 |
| 시가총액 | (백만달러) | 146,987.9 | 83,880.8 | 83,508.4 | 177,713.6 | 4,537.0 | 4,604.9 | 66,126.1 | 18,699.2 | 3,454.2 |
| beta | (2년 weekly) | 0.85 | 1.09 | 0.62 | 0.68 | 0.76 | 0.68 | 0.81 | 0.65 | 1.02 |
| 총매출 | 2008 | 39,494.6 | 103,865.1 | 29,622.8 | 64,469.5 | 3,097.8 | 1,428.2 | 41,336.6 | 7,160.9 | 1,660.3 |
| | 2009E | 47,928.6 | 104,827.6 | 30,524.5 | 61,096.1 | 3,237.5 | 1,762.9 | 45,030.3 | 7,593.5 | 1,983.8 |
| | 2010F | 48,709.1 | 108,691.2 | 33,083.5 | 64,040.3 | 3,766.4 | 1,894.2 | 46,995.5 | 8,053.3 | 2,210.3 |
| 영업이익 | 2008 | 12,529.2 | 7,768.4 | 6,361.1 | 16,467.9 | 341.7 | 226.2 | 5,334.2 | 1,650.4 | 329.8 |
| | 2009E | 13,774.3 | 7,586.0 | 7,205.0 | 16,767.9 | 406.3 | 298.5 | 5,298.6 | 1,709.1 | 464.2 |
| | 2010F | 15,934.4 | 9,515.1 | 7,978.1 | 17,888.2 | 515.9 | 328.0 | 6,555.7 | 1,845.8 | 539.0 |
| EPS | 2008 | 10.0 | 3.6 | 3.3 | 4.5 | 3.6 | 3.9 | 4.9 | 5.1 | 2.0 |
| | 2009E | 11.6 | 5.9 | 3.7 | 4.6 | 3.9 | 5.2 | 4.8 | 5.1 | 2.6 |
| | 2010F | 13.0 | 7.6 | 4.2 | 4.9 | 4.5 | 5.8 | 5.7 | 5.6 | 3.0 |
| EPS 증가율 | 2008 | -8.2 | -58.7 | 35.0 | 25.9 | -8.9 | 32.7 | -62.0 | 11.1 | - |
| | 2009E | 16.0 | 63.9 | 12.1 | 2.2 | 8.3 | 33.3 | -2.0 | 0.0 | 30.0 |
| | 2010F | 12.1 | 28.8 | 13.5 | 6.5 | 15.4 | 11.5 | 18.8 | 9.8 | 15.4 |
| OP Margin | 2008 | 31.7 | 7.5 | 21.5 | 25.5 | 11.0 | 15.8 | 12.9 | 23.0 | 19.9 |
| | 2009E | 28.7 | 7.2 | 23.6 | 27.4 | 12.5 | 16.9 | 11.8 | 22.5 | 23.4 |
| | 2010F | 32.7 | 8.8 | 24.1 | 27.9 | 13.7 | 17.3 | 13.9 | 22.9 | 24.4 |
| NP Margin | 2008 | 21.7 | 3.0 | 17.5 | 19.9 | 7.1 | 10.9 | 7.7 | 17.2 | 9.6 |
| | 2009E | 20.2 | 4.6 | 18.9 | 20.9 | 8.0 | 11.6 | 7.1 | 16.2 | 12.2 |
| | 2010F | 23.1 | 6.0 | 19.4 | 21.3 | 8.5 | 12.0 | 8.6 | 16.6 | 12.8 |
| ROE | 2008 | 20.8 | 8.6 | 26.1 | 28.1 | 14.6 | 18.5 | 14.3 | 24.4 | 0.1 |
| | 2009E | 36.8 | 11.8 | 30.3 | 27.3 | 14.6 | 19.2 | 13.0 | 22.2 | 7.1 |
| | 2010F | 127.8 | 14.7 | 28.6 | 27.0 | 14.5 | 18.5 | 15.0 | 20.6 | 8.4 |
| PER | 2008 | 17.5 | 24.5 | 16.2 | 14.2 | 18.3 | 29.7 | 16.4 | 14.1 | 21.2 |
| | 2009E | 15.0 | 15.6 | 14.5 | 14.1 | 17.0 | 22.5 | 16.6 | 15.5 | 16.0 |
| | 2010F | 13.4 | 12.1 | 13.0 | 13.1 | 14.5 | 20.3 | 14.1 | 14.2 | 13.9 |
| PBR | 2008 | 3.5 | 2.1 | 4.0 | 3.9 | 2.6 | 5.3 | 2.9 | 3.2 | 1.2 |
| | 2009E | 32.1 | 1.9 | 4.0 | 3.7 | 2.2 | 4.1 | 2.5 | 3.2 | 1.0 |
| | 2010F | 13.7 | 1.7 | 3.4 | 3.2 | 1.9 | 3.6 | 2.3 | 2.8 | 1.0 |

자료: Bloomberg, 우리투자증권 리서치센터

국외 헬스케어 업체 투자지표(2): 2010년 PBR과 ROE



자료: Bloomberg, 우리투자증권 리서치센터 전망

Peer Analysis – 국내 헬스케어 업체들의 Share Performance

| 회사명 | 삼성테크윈 | 에스디 | 마크로젠 | 바이오니아 | 인포피아 | 나노엔텍 | |
|---------------|----------|--------|--------|-------|--------|-------|-------|
| 현재가(1월 4일, 원) | 91,000 | 32,300 | 12,900 | 5,900 | 14,700 | 5,240 | |
| 시가총액 (십억원) | 4,384.8 | 258.4 | 64.6 | 67.0 | 109.3 | 92.5 | |
| 상대수익률 (%) | 1 Week | -3.2 | 1.1 | 11.2 | 4.9 | 1.0 | 6.2 |
| | 1 Month | -13.2 | 7.2 | 14.9 | 27.2 | 8.2 | 29.2 |
| | 3 Months | -6.6 | 11.9 | -0.3 | 25.0 | 14.7 | 0.7 |
| | 6 Months | 10.2 | 17.5 | -43.8 | 23.1 | -34.2 | -23.8 |
| | 1 Year | 86.9 | 141.0 | 12.1 | 166.8 | -14.9 | 63.2 |
| | YTD | -2.2 | 0.6 | 16.5 | 5.0 | 0.6 | 7.5 |
| 절대수익률 (%) | 1 Week | 2.9 | 2.7 | 4.0 | 5.4 | 5.0 | -3.7 |
| | 1 Month | -7.9 | 11.8 | 9.8 | 27.0 | 15.7 | 26.7 |
| | 3 Months | -11.5 | 26.9 | -3.7 | 21.3 | 24.1 | -0.9 |
| | 6 Months | -18.4 | 40.1 | -38.6 | 40.6 | -19.5 | -14.5 |
| | 1 Year | 12.6 | 250.3 | 50.2 | 268.8 | 26.8 | 132.9 |
| | YTD | 0.2 | 1.3 | 7.5 | 1.2 | 3.9 | 1.7 |

자료: Bloomberg, 우리투자증권 리서치센터

Global Peer Analysis – 해외 헬스케어 업체들의 Share Performance

| 회사명 | Roche | Siemens | Abbott | J&J | Beckman Coulter | Bio Merieux | Bayer | Becton Dickinson | Inverness | |
|---------------|-----------|----------|----------|-----------|-----------------|-------------|----------|------------------|-----------|-------|
| 주가 (1월 4일 달러) | 174.5 | 91.8 | 54.0 | 64.4 | 65.4 | 116.7 | 80.0 | 78.9 | 41.5 | |
| 시가총액 (백만달러) | 146,987.9 | 83,880.8 | 83,508.4 | 177,713.6 | 4,537.0 | 4,604.9 | 66,126.1 | 18,699.2 | 3,454.2 | |
| 상대수익률 (%) | 1 Week | 1.5 | 1.9 | 0.1 | -0.5 | 1.1 | 0.0 | 1.0 | -1.2 | -2.4 |
| | 1 Month | 5.3 | -0.8 | -1.1 | -1.9 | -1.7 | -2.4 | 1.0 | -1.7 | -1.9 |
| | 3 Months | 0.7 | -1.5 | -0.6 | -0.7 | -8.0 | 2.2 | 10.9 | 7.3 | -1.9 |
| | 6 Months | -3.7 | 7.6 | -6.9 | -8.6 | -4.0 | 2.3 | 17.4 | -9.9 | -1.2 |
| | 1 Year | -6.1 | -1.7 | -15.3 | -11.8 | 24.4 | 12.8 | 8.5 | -6.9 | 63.1 |
| | YTD | 0.7 | 0.4 | -0.7 | -1.2 | 1.3 | 0.3 | -0.7 | -1.9 | 0.2 |
| 절대수익률 (%) | 1 Week | 2.2 | 2.6 | 0.6 | 0.0 | 1.5 | 1.7 | 1.8 | -0.8 | -2.0 |
| | 1 Month | 7.4 | 3.1 | 1.3 | 0.5 | 0.7 | 1.9 | 5.0 | 1.2 | 0.5 |
| | 3 Months | 8.7 | 8.8 | 10.2 | 9.1 | 1.3 | 12.1 | 24.0 | 17.3 | 9.1 |
| | 6 Months | 19.6 | 38.2 | 19.7 | 17.4 | 21.9 | 31.7 | 50.8 | 14.9 | 24.8 |
| | 1 Year | 13.1 | 22.0 | 5.1 | 10.2 | 52.2 | 34.1 | 36.7 | 14.7 | 105.0 |
| | YTD | 2.0 | 2.0 | 0.9 | 0.4 | 2.9 | 2.2 | 0.8 | -0.3 | 1.8 |

자료: Bloomberg, 우리투자증권 리서치센터

Global Peer Analysis – Market Valuation

(단위: 배, %)

| | | KOSPI | Dow Jones | Sanghai | Taiwan | FTSE | CAC |
|------------|------|-------|-----------|---------|--------|-------|-------|
| PER | 2008 | 10.0 | 13.9 | 17.6 | 22.5 | 24.7 | 9.0 |
| | 2009 | 10.35 | 16.46 | 19.26 | 24.83 | 15.24 | 12.38 |
| | 2010 | 9.12 | 11.80 | 16.07 | 17.16 | 12.21 | 10.30 |
| PSR | 2010 | 0.69 | 1.17 | 1.65 | - | 1.02 | 0.79 |
| PBR | 2010 | 1.14 | 2.27 | 2.47 | 2.15 | 1.78 | 1.27 |
| PCR | 2010 | 5.90 | 7.83 | 6.02 | 2.44 | 6.45 | 5.59 |
| EV/EBITDA | 2010 | 7.08 | 7.37 | 6.38 | - | 10.29 | 16.62 |
| Div. Yield | 2010 | 1.73 | 2.95 | 2.00 | 7.58 | 4.05 | 4.37 |

자료: Bloomberg, 우리투자증권 리서치센터

III. 헬스케어 산업 타 산업 대비 고성장 전망

타 산업대비 우월한 수익률 과시

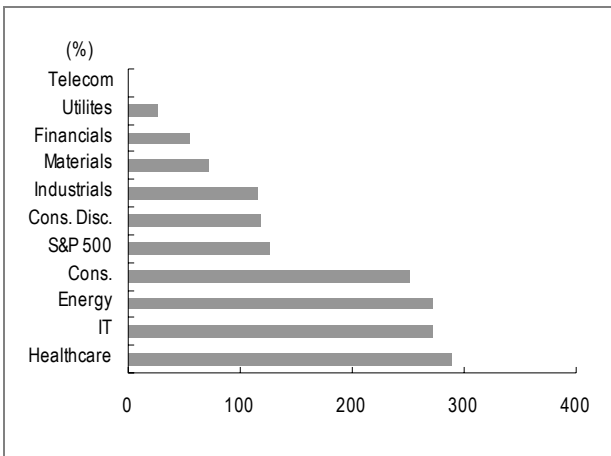
1990년대 이후 S&P500 각 섹터별 누적수익률을 비교해보면 헬스케어 290%, IT 272%, 에너지 271%, S&P 500 126% 등 타 업종대비 높은 수익률을 보였다. 제약산업이 성장을 주도하였지만 인구 고령화에 따른 만성질환 증가와 노령인구 의료 지출비 증가로 각 국가의 건강보험 재정이 압박 받고 있다. 이에 치료보다는 예방과 진단에 집중할 수밖에 없다.

사실 제약산업 다음으로 수익성이 높은 산업이 의료장비 산업이다. 정통 제약사들이 새로운 신약 개발에 투자하고 있을 때 빠른 기업들은 의료장비 사업으로 영역을 확장해 나아갔다. 향후 헬스케어 산업의 성장은 지속될 것으로 전망한다. 헬스케어 산업이 지속적으로 성장할 수밖에 없는 성장 동인은 첫째, 인구 고령화에 따른 만성질환 증가, 둘째, 1인당 의료비 지출 증가 등이다. 이중 최근 성장성이 높은 진단산업에 주목하자.

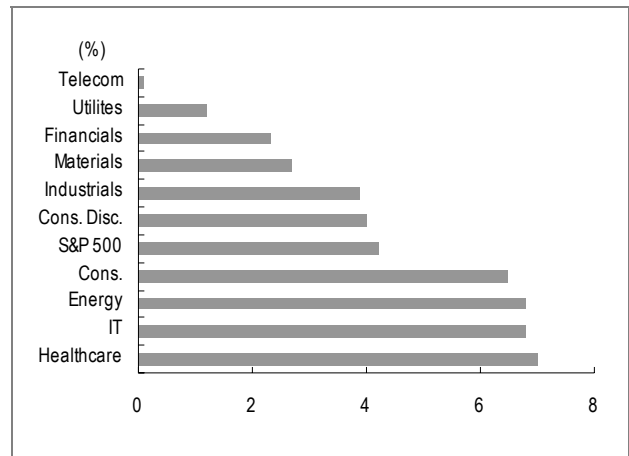
진단에 집중할 수밖에 없는 이유는 다음과 같다.

- 1) 헬스케어 시장 성장률 연평균(CAGR 2008~2013년) 13.2%로 전망
- 2) 의료장비 산업 성장성이 매우 높은 체외진단 사업의 성장성 부각
- 3) 삼성, SK케미칼 등 신성장 사업으로 바이오, 헬스케어를 선정, 진출 속도를 가속화 할 것으로 전망하기 때문이다.

헬스케어 산업의 누적순이익률과 연평균 타산업보다 우월



자료: Sectoral, 우리투자증권 리서치센터
주: 12/31/89 ~ 3/31/09 기준임



자료: Sectoral, 우리투자증권 리서치센터
주: 12/31/89 ~ 3/31/09 기준임

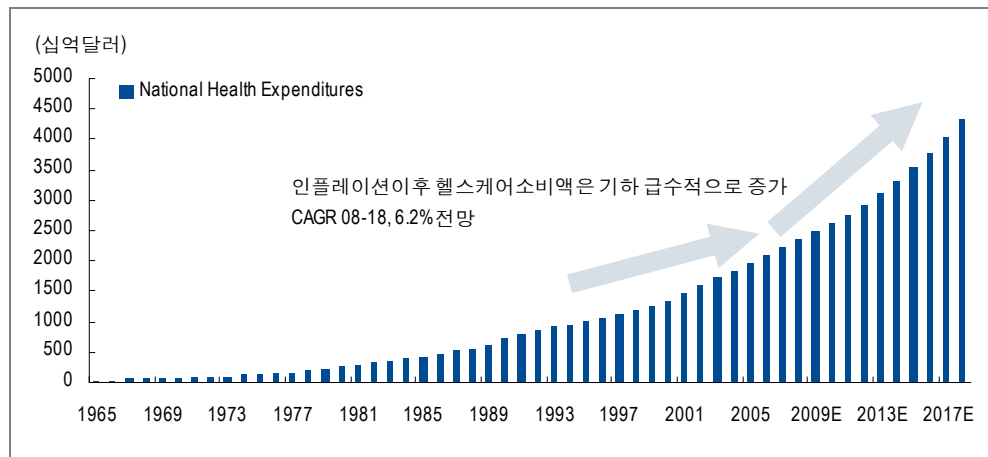
1. 헬스케어 시장 성장을 연평균(CAGR 2008~2013년) 13.2%로 전망

헬스케어 시장 성장을 연평균 13.2%전망

전 세계 헬스케어 시장은 2000년 3,065억 달러(368조원)에서 연평균 13.2%의 성장세를 유지하면서 2009년 9,282억 달러(1,114조원)시장으로 급속하게 성장한 것으로 추정된다. 전 세계 헬스케어 시장은 노령인구 증가에 따른 의료서비스에 대한 수요증가로 지속하여 성장하고 있으며, 제약시장 5%대의 성장 전망대비 헬스케어 시장에 대한 성장 잠재성이 커지고 있다.

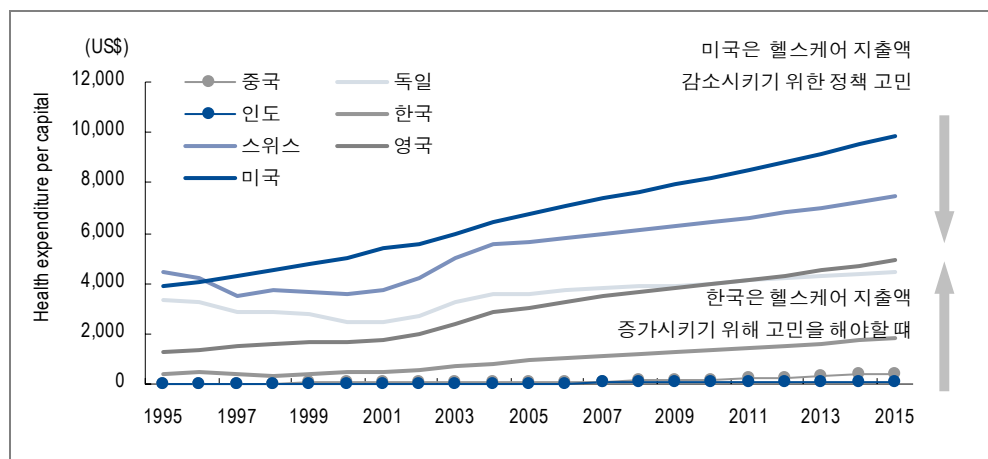
헬스케어 산업이라 함은 의약, 의료장비, 의료서비스, 소모품 등이 포함되며 국내 헬스케어 산업은 시가총액 대비 1.6%에 불과하다. 미국의 헬스케어 산업은 시가총액 대비 20%, 일본은 13%에 달하는데 이는 의료서비스 산업이 포함되기 때문이다. 국내는 아직 의료서비스 산업이라는 것이 생소하나 생명보험사 상장과 더불어 산업이 확대될 것이다. 2009년 동양생명 상장을 시작으로 2010년에는 삼성생명, 대한생명의 상장이 예정되어 있어 상장과 함께 국내 헬스케어 산업의 시가총액 또한 전체 대비 증가할 것으로 예상된다.

미국 Healthcare 지출액 증가



자료: 우리투자증권 리서치센터

헬스케어 관련 지출액은 지속적으로 증가할 전망



자료: Datamonitor, 우리투자증권 리서치센터

2. 의료장비 산업 중 성장성이 매우 높은 체외진단 사업의 성장성 부각되고 있다

**의약품 다음의 높은영
업이익률을 보이는 산
업은 의료장비**

의약산업 다음으로 영입이익률이 높은 영역은 의료장비이다. 의료장비산업은 높은 R&D역량, 대규모 자본 등이 요구되기 때문에 몇몇의 글로벌 기업들이 독과점하고 있는 시장으로 주요 시장 또한 미국, 유럽 등 선진시장을 위주로 형성되어 있다.

**유전자를 활용한 진단
법은 정확성과 민감도
가 좋아 빠르게 성장할
전망**

최근 맞춤의학시장이 성장하면서 체외진단 중 유전자 진단을 활용한 진단사업의 시장 성장이 예상된다. 특히 유전자 진단 장비(PCR)의 필요성이 부각되기 시작하면서 유전자 진단시약과 진단키트의 시장이 빠르게 성장하고 있으며 중증질환 진단을 위한 글로벌 회사들의 R&D개발 속도도 빨라지고 있다.

진단 방법은 크게 3가지가 있다. 소변, 혈액, PCR산물과 같은 유전자를 활용한 진단방법이다. 소변이나 혈액을 활용한 진단은 진단결과에 대한 민감도 및 정확도가 유전자로 진단하는 방법보다 낮다. 특히 Rapid진단키트의 경우 PCR에 비해서 민감도(sensitivity)가 매우 낮아서 이를 위한 PCR과의 조합 키트 개발이 시급하다.

향후 바이오칩과 DNA칩의 기술발전에 따른 양산의 문제를 해결하게 되면 시장은 더욱 빠르게 성장할 것으로 전망한다. 바이오칩의 경우 단백질 증폭의 어려움으로 민감도가 떨어진다는 것이 문제이다. 진단키트의 핵심은 무엇보다 민감도(sensitivity) 및 정확도, 가격, 재현성(reproducibility), 자동화, 짧은 반응시간 등이다.

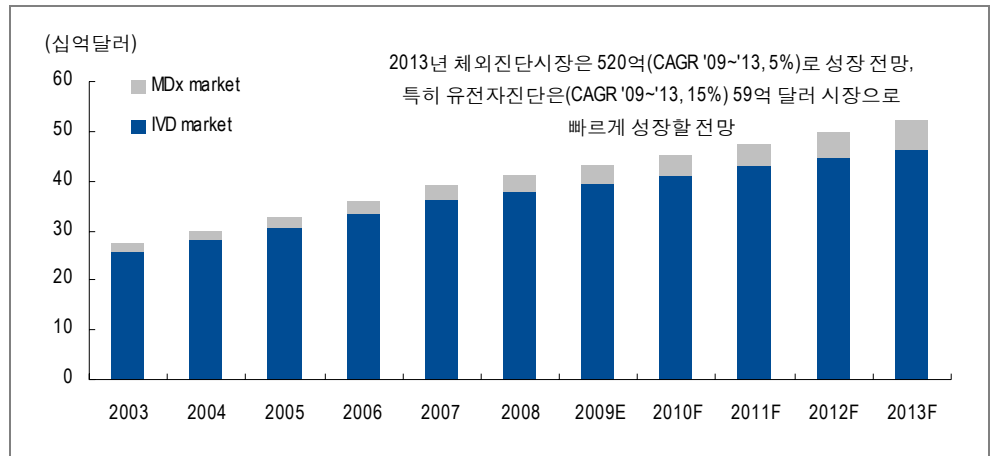
의료기기시장은 크게 7 개로 분류 가능, 이중 국내 회사가 경쟁력을 가지고 있는 부분은 체외진단, 영상진단, 치과용 기기 등

| | 특화 치료 및 수술 기기 (PI&D) | 범용 치료 및 수술 기기 (SI&S) | 전자의료 기기 (EMI) | 방사선 및 영상진단기기 (R&I) | 체외 진단 기기 (IVD) | 기타 의료기기 (Others) | 치과용 기기 (Dental) |
|-------------|---|---|---|---|--|---|---|
| 정의 | ▪ 진료과별 특화된 수술/치료를 위해 제작된 의료기기 | ▪ 모든 진료과에서 범용적으로 사용되는 수술기구/소모품 | ▪ 치료/수술을 목적으로 사용되는 전자 의료기기 | ▪ 질병 및 질환 상태 진단을 위해 사용되는 영상 장비 및 기기 | ▪ 체액이나 세포 등을 인체에서 분리/분석하여 질병/질환 상태 진단 | ▪ 환자의 일상 생활에서 신체 기능 보조 및 간단한 검사 기기 | ▪ 치과 치료에 사용되는 기기 및 소모품 |
| 주요제품 | ▪ 스텐트, 카테터 ▪ 인공무릎/관절 ▪ 인공수정체 | ▪ 봉대, 봉합사 ▪ 메스, 바늘, ▪ 주사기, 장갑 | ▪ 혈액투석기 ▪ 인공 신장기 ▪ 환자관찰 시스템 | ▪ X-Ray, CT, MRI, ▪ 초음파 | ▪ 혈당측정기 ▪ 면역분석기 ▪ 핵산증폭검사기 | ▪ 휠체어,침대 ▪ 보청기 ▪ 무호흡 감시 장치 | ▪ 치과 의자 ▪ 전기핸드피스 ▪ 인공치아 |
| |  |  |  |  |  |  |  |
| |  |  |  |  |  |  |  |

자료: 우리투자증권 리서치센터

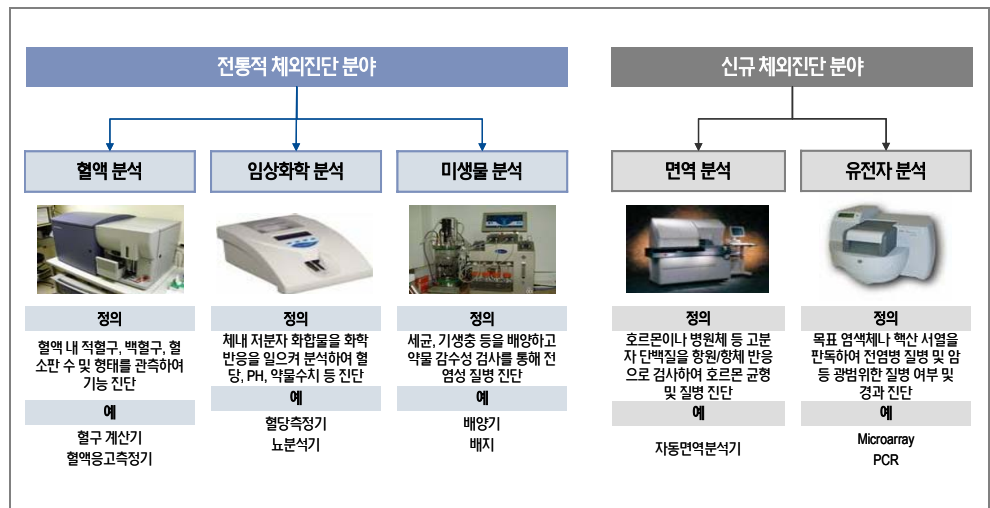
주: 2008년 의료장비 시장은 약 2,800억 달러

체외진단 시장 규모는 2008년 약 400억달러 시장에서 연평균 7%로 성장할 전망



자료: Datamonitor, 우리투자증권 리서치센터

유전자를 활용한 진단시장은 CAGR '09~'13 15%로 빠르게 성장할 전망



자료: 우리투자증권 리서치센터

진단칩의 발전 단계와 특성

| 진단칩 유형 | 특성 | 기술동향 |
|---------------|------|--|
| DNA chip | 특성 | 질병진단에 활용. DNA를 고정하고 세포 내 RNA검출 |
| | 기술동향 | 혈액으로부터 질병과 관련 있는 유전자의 RNA존재 여부를 검출 현재까지 DNA칩의 주된 시장은 유전자 발현 연구용 또는 시약개발 연구용으로 사용 |
| Protein chip | 특성 | 질병유무 확인 및 신약 스크리닝에 활용 |
| | 기술동향 | 단백질을 고정하고 이들과 특이적으로 상호 반응하는 단백질 또는 생체 고분자 검출 소량의 시료를 활용하여 검출할 수 있다는 장점이 있으나 단백질 증폭의 어려움이 있어 상용화에 한계 있음 |
| Lab on a chip | 특성 | 플라스틱안에 회로를 구성하여 여러 가지 화학반응을 일으키고 검출까지 하여 여러 용도로 사용 |
| | 기술동향 | 진단용뿐 아니라 환경 모니터링, 식품 검사용 등으로 광범위하게 사용될 수 있음 응용분야에 있어서 DNA칩보다는 다양하나 사출에 어려움이 있음 그러나 기술이 완료되는 경우 DNA칩 시장을 능가할 것으로 전망 |

자료: 우리투자증권 리서치센터

3. 삼성, SK케미칼 등 신성장 사업으로 바이오, 헬스케어 선정, 진출속도 가속화 전망

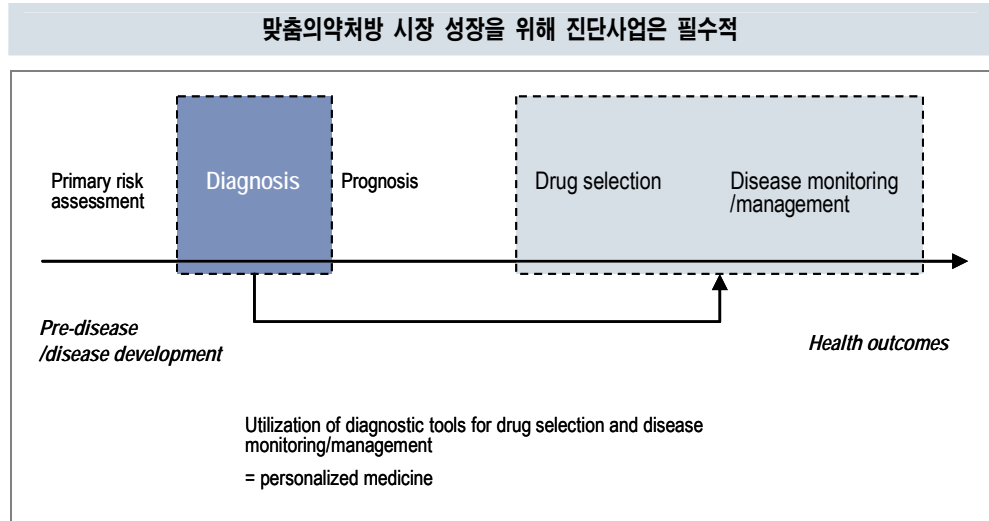
삼성, SK케미칼 등 대기업들 헬스케어 산업 진출 예정

삼성, SK케미칼 등 대기업들은 헬스케어, 바이오로 사업다각화를 추진하고 있으며 이로 인한 국내 헬스케어 시장의 빠른 성장을 전망한다.

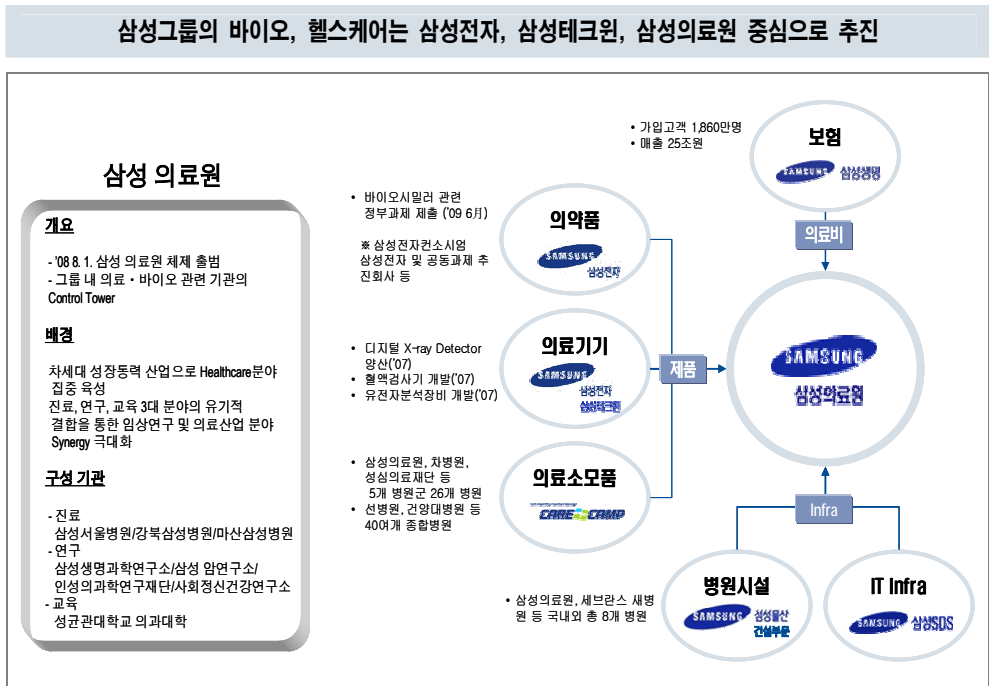
삼성은 이미 2007년 10월 의로기기를 포함한 바이오, 헬스케어 6대 신성장 엔진과 미래 준비 사업으로 분류하고 중장기적 투자를 진행해왔다. 이 중 난치암 정복이라는 목적으로 개인맞춤형의료시장에 진출할 것으로 예상된다. 개인맞춤형의료(Personalized Medicine)시장은 약 2,320억 달러규모에서 연평균 11%이상 성장할 전망이다. 삼성그룹의 헬스케어 R&D는 삼성병원이 담당하게 되며, 난치암 과제에 대해서는 삼성암연구소가 추진할 예정이다. 암 연구소는 이미 유방암 진단 테스트(OncotypeDX) 상용화에 성공한 백순명 박사를 초대 소장으로 영입하면서 본격적으로 난치암 정복을 위한 바이오 표적항암신약 개발을 진행하고 있다.

SK케미칼은 2007년 제약사업부가 영업이익에 대한 기여도가 높아지면서 주목 받기 시작했다. 그러나 2008년 제약사업부의 주요 제품들이 의료보험에서 제외되면서 매출액은 하락하기 시작하였으며 신약으로 출시한 엠빅스마저 고전을 면치 못했다. 이러한 매출 하락을 신약 프로젝트의 라이선싱 아웃으로 극복해 나가면서 다시 한번 시장의 관심을 받았다. 최근 SK 건설지분(40%)과 수원공장 부지 정리로 발생한 현금으로 부채정리도 가능할 것이다. 그러나 건설 지분 정리로 일시적 현금 흐름은 좋아졌으나 이는 자산가치 손실로 연결될 수 있다.

사업부 슬림화를 추진하고 있는 SK케미칼의 그린케미칼 사업부는 바이오디젤 등 신규 사업으로, 제약사업부는 백신과 헬스케어 사업 다각화를 통해 제2의 성장을 추진할 것으로 예상된다. 다만 삼성그룹의 바이오, 헬스케어 사업 구체화 여부에 따라서 전략적 접근에 차이가 있을 것이다. SK케미칼은 2008년 유비케어 인수로 헬스케어 사업에 대한 의지를 표명했다.



자료: Datamonitor, 우리투자증권 리서치센터



자료: 우리투자증권 리서치센터

IV. 국내외 진단시장의 변화

1. 진단산업은 미국, 유럽 등의 선진시장 중심으로 성장

1.1. 글로벌 헬스케어 회사들의 성장 동력은 진단사업

**IVD 시장중 유전자를
이용한 진단(MDx) 시장
2009~2013년 CAGR
15% 성장 전망**

2008년 전 세계 체외진단시장(In Vitro Diagnostic, IVD) 시장은 400억 달러로 연평균 9.5% 이상의 성장률을 보여주었다. 이 중 유전자를 활용한 진단법(Molecular diagnostic, MDx)은 2001년 10억 달러에서 2008년 30억 달러까지 성장하였으며 관련 학문의 발전과 함께 급속도로 성장할 것이다. 2013년까지 유전자 진단을 포함한 체외진단시장은 530억 달러에 달할 전망이다.

체외진단시장의 주요 회사는 Siemens, Roche Diagnostics, Abbott Diagnostics로 3사가 시장의 2/3를 점유하고 있다. 이 중 Roche는 유전자를 이용한 진단시장에서의 시장점유율 20% 이상의 1위 기업이다. 유전자를 이용한 진단시장은 아직은 작지만 연평균성장률 15% 이상으로 빠르게 성장할 것이다. 2007년 Roche는 체외진단사업에서 78억 달러를 벌었으며 이중 유전자 진단으로 약 9억 8,400만 달러의 매출을 달성하였다.

**체외진단사업의 성장은
M&A로 가속화**

체외진단이든 유전자 진단이든 주요 회사인 Siemens, Roche Diagnostics, Abbott Diagnostics 등의 성장은 M&A였다. Siemens는 Bayer Diagnostics를 53억 달러, Dade Behring을 60억 달러, Diagnostic Product Corporation을 20억 달러에 사들였다. 공격적인 인수합병을 통해 M/S 35%의 거대한 체외진단 회사로 거듭났다. 그에 비해 Abbott는 M&A와 전략적 협력 관계를 활용하였다. 2001년 Vysis를 3억 5,500만 달러에 인수하면서 유방암, 대장암 진단을 타겟으로 하는 유전자 진단 사업을 시작하였다. M&A를 통해 확보한 기술과 품목으로 진단사업부의 성장이 빨라지기 시작했으며 진단사업부의 영업이익률이 평균 20% 이상 가능해졌다.

삼성테크윈은 Mindray의 놀라운 성장을 거울 삼아

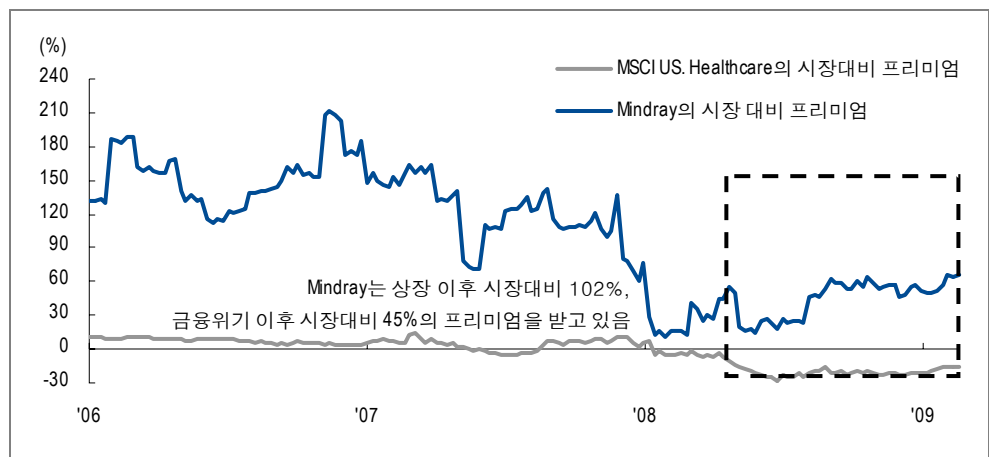
1.2. 삼성테크윈의 헬스케어 사업의 방향성: Mindray 성장에 주목하자

Mindray는 중국 최대 의료장비 생산 및 판매 회사로 미국 나스닥에 상장하였다. 상장 후 지속적으로 MSCI미국 시장대비 프리미엄을 받아오다가 2008년 10월 금융위기와 함께 프리미엄이 축소되었다. 그러나 최근 다시 프리미엄 폭이 커지면서 주가도 시장대비 아웃퍼폼하고 있다.

동사는 중국에 공장을 두고 환자 모니터링 기기, 체외진단기와 진단키트, 영상기기 등을 주요 제품으로 판매하는 회사이다. 1,500명 이상의 R&D인력을 보유하고 있으며 전 세계 6개의 R&D센터를 두고 있다. 경쟁사 대비 가격 경쟁력으로 빠르게 성장할 수 있었으며 2008년 10가지의 새로운 제품을 선보이면서 급성장 하였다.

2008년 매출액은 5억 4,800만 달러로 전년대비 87% 성장하였다(2007년 매출액 2억 9,400만 달러). 영업이익률 또한 20% 이상을 유지하고 있다.

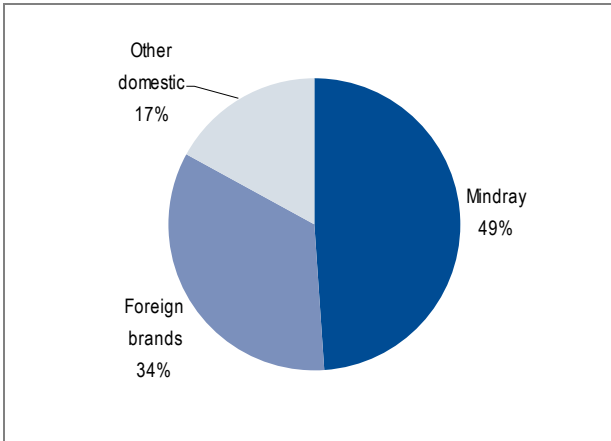
Mindray는 금융위기 이후 시장대비 45%의 프리미엄을 받고 있음



자료: 우리투자증권 리서치센터

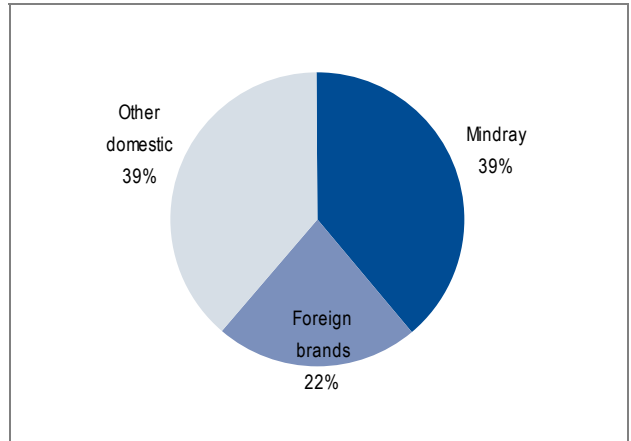
주: 2008년 3월, Datascope PMB(patient monitoring business)사업 인수

Patient Monitoring Devices



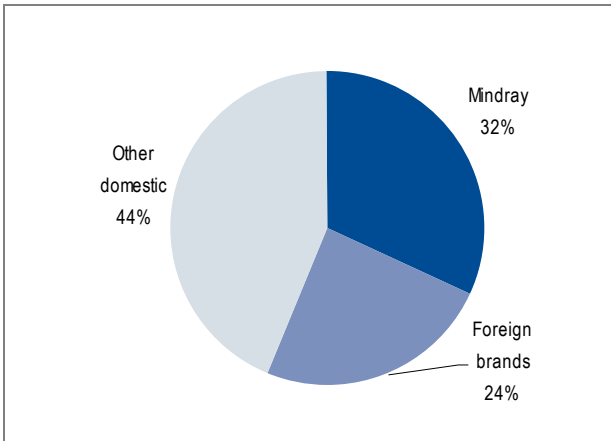
자료: Mindray, 우리투자증권 리서치센터

Hematology Analyzers & Reagents



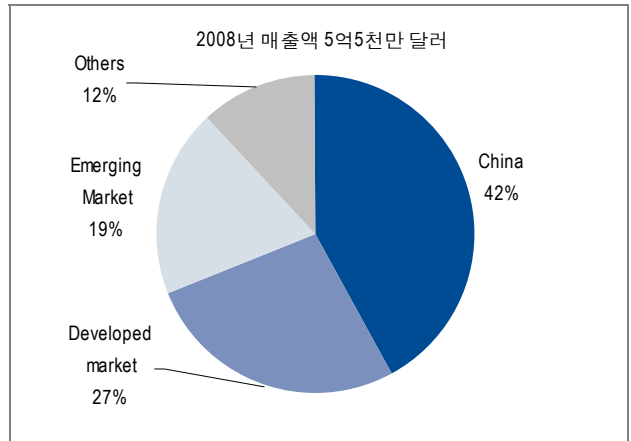
자료: Mindray, 우리투자증권 리서치센터

Ultrasound System



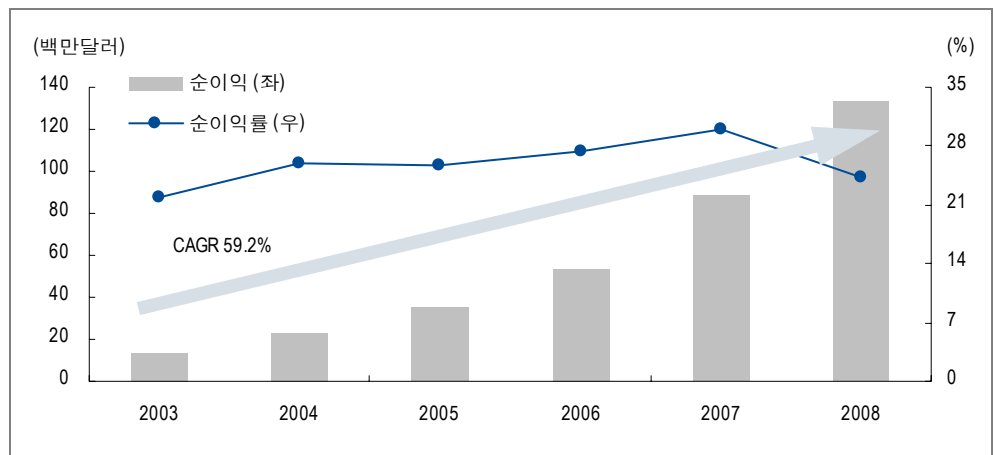
자료: Mindray, 우리투자증권 리서치센터

선진시장에서의 빠른 성장, 2007년 15% → 2008년 27%



자료: Mindray, 우리투자증권 리서치센터

Mindray 매출액, 순이익의 변화 추이



자료: Mindray, 우리투자증권 리서치센터

2. 국내 진단산업의 현실

국내 진단시장 성장성에 기대

국내에는 몇몇 진단회사가 제품을 생산, 판매하고 있지만 글로벌 시장 기준으로 보면 아직 작은 시장에 불과하다. 그러나 생명보험사 상장으로 병원의 영리법인화가 추진되기 시작한다면 진단시장의 성장은 빠르게 진행될 것이다.

삼성테크윈은 삼성그룹의 헬스케어, 바이오 사업 중 의료장비 및 진단사업을 담당하게 된다. 삼성그룹의 R&D 결과 중 유전자 진단사업에 대해서는 삼성테크윈이 본격적으로 사업화할 것으로 예상된다. 2010년 혈액분석장비를 시작으로 유전자 진단장비(PCR)와 진단시약, 진단키트(HBV, HCV, AIDS)가 출시 예정에 있으며, R&D파이프라인으로 유방암, 대장암 등의 암진단 키트를 개발 중에 있다.

진단은 소변, 혈액, 유전자 등 어느 것을 활용하느냐에 따라서 방법 및 질병 진단 분야가 달라진다. 기술적 난이도 측면에서는 소변보다는 유전자를 활용하는 것이 높으며 유전자를 활용하여 진단하는 방법은 PCR/RT-PCR, Sequencing, MS Spectrometry, Microarray 등으로 분류된다.

진단법에 따른 종목분류

| 방법 | 소변 | 혈액 | 유전자 |
|----|-----|---------------------|---|
| 종목 | 에스디 | 에스디 인포피아 나노엔텍 | PCR/RT-PCR(삼성테크윈, 바이오니아) Sequencing(마크로젠) MS Spectrometry(진메트릭스) Microarray |

자료: 우리투자증권 리서치센터

3. 판매를 위한 FDA 승인 절차는 510k 획득을 시작으로

의료기기는 수술용 칼에서부터 ‘CT·MRI’에 이르기까지 종류가 매우 다양하고 또한 인체에 미치는 잠재적 위험성도 제품에 따라 다르기 마련이다. 따라서 의료기기는 인체에 미치는 잠재적 위험성에 따라 등급을 나눠 정해진 등급별로 차등화된 관리를 하는 것이 체계적·합리적인 제도로 인식하게 됐으며 이는 미국에서 최초로 도입, 적용하고 있다.

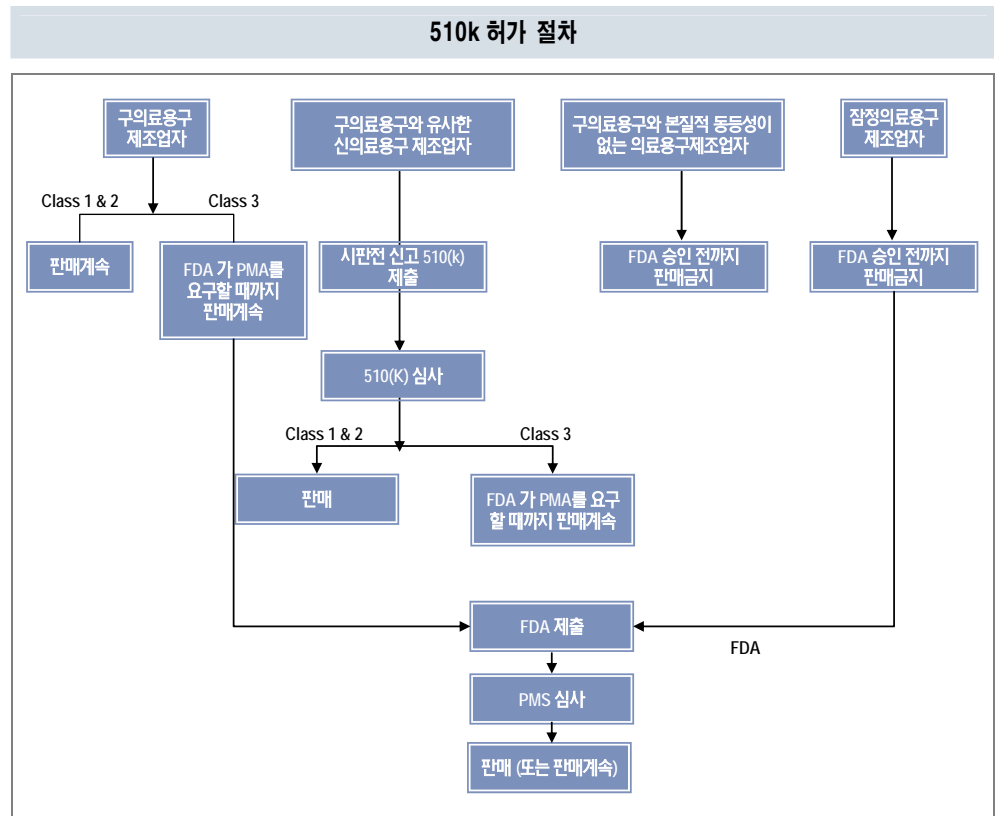
미국은 1976년에 의료기기를 3개 등급으로 분류, 등급별로 차등화된 인·허가 관리제도를 마련했으며 또한 의료기기의 품질관리기준으로 GMP(Good Manufacturing Practice) 제도를 최초로 도입했다. 미국이 세계 최초로 현대적인 의미의 의료기기 관리제도를 도입, 시행하게 된 것은 의료기기의 사용에 따른 자국민의 보건위생을 확보하기 위해서이다. 이는 전 세계 의료기기 시장의 약 50%를 차지하는 미국의 시장규모를 고려할 때 당연한 결과이기도 하다.

미국 수출을 위해서 510k 획득은 기본

미국에 의료기기를 수출하기 위해서는 우선 FDA로부터 제품 승인을 받아야 한다. 제품 승인은 의료기기의 등급에 따라 다르지만 크게 두 가지 종류로 나뉜다. 1·2등급 의료기기의 경우, FDA에 시판전신고(510k)를 해야 하며, 대부분의 3등급 의료기기는 FDA로부터 시판전 승인(PMA)을 받아야 한다. 시판전 승인을 받아야 하는 3등급 의료기기는 소위 말해 신개발 의료기기인 경우에 한해 적용되며, 현재 우리나라에서 제조하는 대부분의 의료기기는 510k 대상으로 보아야 할 것이다.

그런데 여기서 유의할 점은 FDA는 510k 자료를 검토할 때 일부 생명유지용 의료기기를 제외하고는 임상시험에 관한 자료를 요구하지 않으며, 대부분 미국 내에서 시판중인 의료기기와 사용목적, 제품의 기술적 특성이 본질적으로 동일한지 여부에 초점을 두고 있다. 그리고 FDA는 모든 의료기기 제조업체로 하여금 일부 품목을 제외하고는 GMP규정을 준수할 것을 요구하고 있다.

의료기기산업은 생명공학과 정보통신기술의 발달과 더불어 21세기에 가장 성장 가능성이 높은 고부가가치 유망산업으로 각광받고 있다. 이를 발전시키기 위해선 기업에서의 지속적인 제품 개발도 필요하지만 무엇보다 국제 수준에 맞는 제품의 품질이 확보돼야 한다.



자료: 우리투자증권 리서치센터

삼성테크윈

(012450.KS)

헬스케어 최대 수혜주로 성장 기대

Buy (유지)

목표주가 120,000원(유지)

Analyst

김나연

02)768-7977, irene.kim@wooriwm.com

박영주

02)768-7585, young.park@wooriwm.com

| 업종 | 제약/바이오 |
|------------------------------|------------------|
| 현재가 ('10/01/04) | 91,000원 |
| KOSPI | 1,696.14 |
| KOSDAQ | 528.09 |
| 시가총액(보통주) | 4,834.8십억원 |
| 발행주식수(보통주) | 53.1백만주 |
| 액면가 | 5,000원 |
| 120일 평균거래량 | 689,820주 |
| 120일 평균주가 | 86,893원 |
| 52주 최고가('09/09/25) | 104,500원 |
| 최저가('09/01/28) | 30,250원 |
| 배당수익률(2008) | 0.44% |
| 유동주식비율 | |
| 외국인지분율 | 16.7% |
| 주요주주 | |
| 삼성전자 | 25.5% |
| 미래에셋자산운용투자자문 | 11.0% |
| 주가상승률(%) 3개월 6개월 12개월 | |
| 절대수익률 | -11.5 -18.4 12.6 |
| 상대수익률 | -24.6 -43.6 -0.5 |

투자 의견 Buy, 목표주가 120,000원 유지

- 목표주가는 RIM(Residual Income Method, 잔여이익모델)으로 산출되었으며, 가정으로 market risk premium 6.0%, risk free rate 4.0, beta 1.0 및 COE 10.1%를 적용. 이는 현 주가(1월4일)대비 31.9% 상승여력 보유
- 동사의 현 주가는 2010년 기준 PER 17배로 KOSPI 평균 PER이 10배이며 저평가 수준은 아니나, 1)향후 3년 EPS 평균증가율이 37.1%로 경쟁사 대비 높고 2)감시장비 사업부 인수로 로봇사업과의 시너지 기대 3)로봇과 헬스케어 사업진출로 성장성 확보라는 면에서 프리미엄 적용은 합당

2009년 실적 추정: 시장 컨센서스 하회하나 점프 업 가능성 증가

- 2009년 매출액 2조6,520억원(+ 13.3% y-y), 영업이익 2,140억원(+ 45.6% y-y) 추정. 특히 4분기 매출액 7,150억원(흑전 y-y), 영업이익 360억원(-26.0% y-y)으로 시장 컨센서스 크게 하회할 전망. 이는
 - 1) 임직원에게 지급되는 보너스 금액 증가(추가 300억원)
 - 2) 폰카메라 모듈 부문 고화소 제품 출하량 감소와 판가 하락
 - 3) 감시장비 사업인수(양수금액 1,857억원)에 따른 빠른 수익성 개선에 대한 기대감이 너무 높음 점에서 기인
- 2010년 매출액 3조 2,370억원(+ 22.1% y-y), 영업이익 2,550억원(+ 18.9% y-y) 전망

진단사업을 시작으로 헬스케어 사업 진출

- 삼성, SK케미칼 등 대기업들은 헬스케어, 바이오 사업으로 다각화를 추진하고 있으며 이로 인한 국내 헬스케어 시장의 빠른 성장 전망
- 동사는 삼성그룹의 헬스케어, 바이오 사업 중 의료장비 및 진단사업 담당 삼성그룹의 R&D결과 중 유전자 진단에 대해 본격적인 사업화 전망
 - 1) 2010년 혈액분석장비를 시작으로 유전자 진단장비(PCR)와 진단시약, 진단키트(HBV, HCV, AIDS) 출시 예정
 - 2) 전 세계 체외진단시장은 2013년 약 520억 달러 규모로 성장 전망. 이 중 유전자 진단사업의 기장 기초가 되는 PCR장비와 진단키트는 질병 진단, 식품검사, 품종검사 등의 다양한 분야에 응용 가능

| 결산기 | 매출액 | 증감률 | 영업이익 | 세전순이익 | 순이익 | EPS | 증감률 | PER | PBR | EV/EBITDA | ROE | 부채비율 | 순차입금 |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|-----|-----------|------|-------|-------|
| -12월 | (십억원) | (%) | (십억원) | (십억원) | (십억원) | (원) | (%) | (배) | (배) | (배) | (%) | (%) | (십억원) |
| 2007 | 3,243 | 13.1 | 170 | 232 | 203 | 2,638 | 28.7 | 19.2 | 3.9 | 12.8 | 21.7 | 85.1 | -74 |
| 2008 | 2,340 | -27.9 | 147 | 166 | 74 | 956 | -63.8 | 35.8 | 2.5 | 9.5 | 7.0 | 121.0 | -50 |
| 2009E | 2,652 | 13.4 | 214 | 274 | 189 | 3,414 | 257.1 | 26.6 | 4.5 | 15.8 | 17.3 | 124.8 | -96 |
| 2010F | 3,237 | 22.1 | 255 | 316 | 278 | 5,232 | 53.2 | 17.4 | 3.6 | 13.2 | 22.6 | 119.0 | -362 |
| 2011F | 4,095 | 26.5 | 404 | 481 | 424 | 7,974 | 52.4 | 11.4 | 2.8 | 8.5 | 27.4 | 110.0 | -677 |

자료: 우리투자증권 리서치센터 전망

- 당사는 자료 작성일 현재 '삼성테크윈'의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 '삼성테크윈'을 기초자산으로 하는 ELW의 발행회사 및 LP(유동성공급자)임을 알려드립니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

삼성테크윈 잔여이익모델(RIM)

(단위: 십억원, 원)

| | 2009E | 2010F | 2011F | 2012F | 2013F | 2014F | 2015F | 2016F | 2017F | 2018F | 2019F | 2020F |
|--------------------------------|---------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Net profit | 189 | 278 | 424 | 522 | 648 | 727 | 810 | 912 | 1,026 | 1,154 | 1,298 | 1,460 |
| Shareholders' equity | 1,100 | 1,356 | 1,740 | 2,209 | 2,778 | 3,399 | 4,046 | 4,755 | 5,533 | 6,384 | 7,316 | 8,336 |
| Forecast ROE (FROE) | 17.3% | 22.6% | 27.4% | 26.4% | 26.0% | 23.5% | 21.8% | 20.7% | 19.9% | 19.4% | 18.9% | 18.7% |
| Spread (FROE-COE) | 7.2% | 12.6% | 17.3% | 16.4% | 15.9% | 13.5% | 11.7% | 10.7% | 9.9% | 9.3% | 8.9% | 8.6% |
| Residual income | 79 | 154 | 268 | 323 | 397 | 416 | 436 | 469 | 508 | 554 | 609 | 673 |
| Cost of equity (COE) | 10.1% | | | | | | | | | | | |
| Beta | 1.0 | | | | | | | | | | | |
| Market risk premium (Rm-Rf) | 6.0% | | | | | | | | | | | |
| Risk-free rate (Rf) | 4.0% | | | | | | | | | | | |
| Beginning shareholder's equity | 1,081.3 | | | | | | | | | | | |
| PV of forecast period RI | 2,637.2 | | | | | | | | | | | |
| PV of continuing value | 1,907.1 | | | | | | | | | | | |
| Equity value (C+P) | 5,625.6 | | | | | | | | | | | |
| No of shares (common, mn) | 53.1 | | | | | | | | | | | |
| | | 12m TP | | | | | | | | | | |
| Fair price (C) | | 116,535 | | | | | | | | | | |
| Current price (C) | | 91,000 | | | | | | | | | | |
| Upside (-downside) | | 28.1% | | | | | | | | | | |
| Implied P/B (x) | | 4.6 | | | | | | | | | | |
| Implied P/E (x) | | 22.3 | | | | | | | | | | |

주: RIM(Residual Income Model, 잔여이익모델)은 현금흐름할인모형의 하나로 주주 입장에서 투자원금인 자기자본과 자기자본비용을 초과하는 이익(잔여이익)의 현재가치를 합한 금액을 적정주주가치(자기자본가치)로 보는 Valuation 모델이다. 산식으로 표현하면 다음과 같다.

자기자본가치 = 자기자본 + 미래 잔여이익의 현재가치 합

* 잔여이익(RI)_t = 당기순이익_t - 자기자본_{t-1} * 자기자본비용(Cost of Equity)_t = 자기자본_{t-1} * (ROE_t - COE_t)

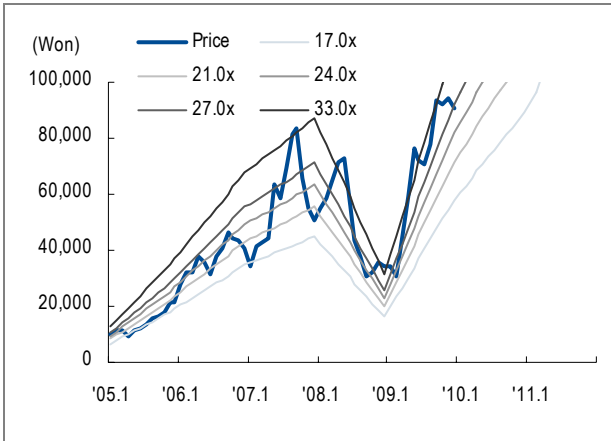
RIM은 이론적으로 배당할인모형(DDM), 잉여현금흐름할인모형(DCF)과 같은 결과를 도출하면서도 측정지표상의 주관성을 최소화시킨 객관적인 Valuation 모델이라고 할 수 있어 당사 Valuation 기본모델로 사용하고 있다.

Market Risk Premium 적용 기준 (Guidance)

| 구분 | Mega Cap. | Large Cap. | Middle Cap. | Small Cap. |
|--------------|----------------------------------|-----------------------------|-----------------------------|----------------------------|
| 기준 | M-cap 10 조원 이상 + 신용등급 'AAA'이상 | M-cap 1 조~10 조원 + 'A0'이상 | M-cap 2 천억~1 조원+'BBB+'이상 | M-cap 2 천억원 미만+'BBB-'이상 |
| Risk Premium | 5.2% | 6.0% | 7.0% | 8.0% |

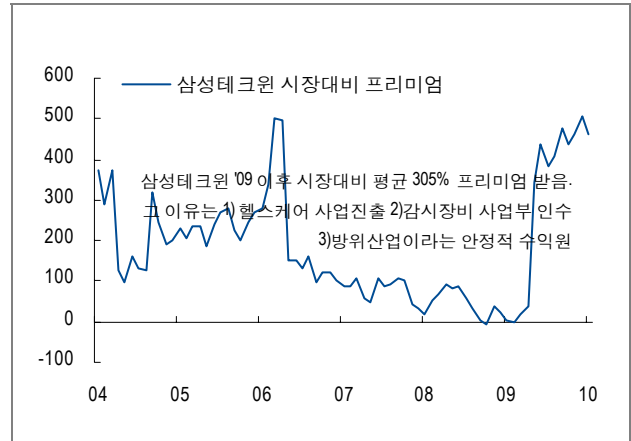
* Risk Free Rate = 4.0%(공통)

삼성테크윈 PER Band



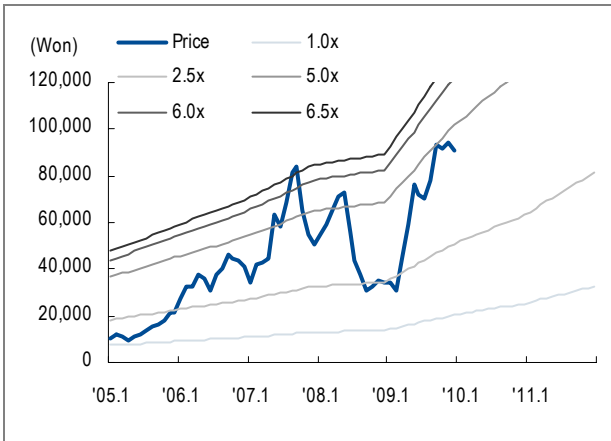
자료: Dataguide Pro, 우리투자증권 리서치센터

삼성테크윈 PER의 KOSPI 대비 Premium



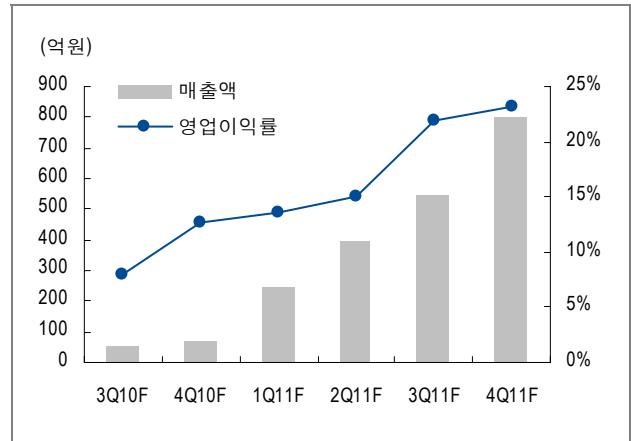
자료: Datastream, 우리투자증권 리서치센터

삼성테크윈 PBR Band



자료: Dataguide Pro, 우리투자증권 리서치센터

진단사업 실적 예상



자료: 우리투자증권 리서치센터

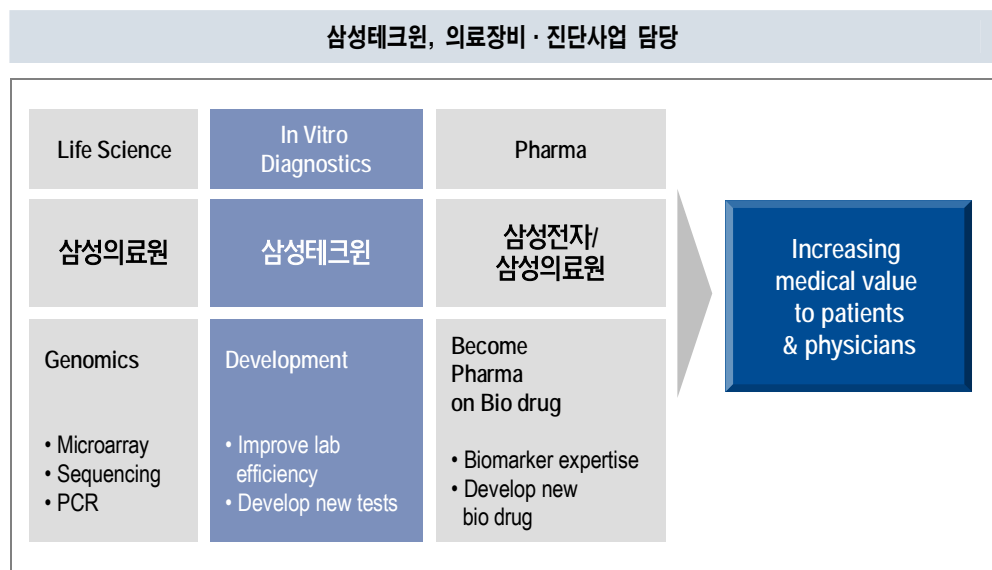
진단사업을 시작으로 헬스케어 사업 진출

삼성그룹 바이오, 헬스케어 사업 진출의 최대 수혜주

삼성테크윈은 삼성그룹의 바이오, 헬스케어 사업 진출에 따른 최대 수혜주이다.

삼성테크윈 헬스케어 사업부의 미래 성장에 대한 비교는 1991년 중국에서 시작한 Mindray 라는 기업과 비교해 볼 수 있다. 환자모니터링 기기, 체외진단기기와 진단키트, 영상기기 등을 주요 제품으로 판매하는 중국 최대의 의료장비 생산 및 판매사로 미국 나스닥에 상장한 후 지금까지 시장대비 높은 프리미엄을 받아오고 있다. 5,500명이 넘는 직원과 1,500명 이상의 R&D인력을 보유하고 있으며 전 세계적으로 6개의 R&D센터를 두고 있다.

헬스케어 사업중 진단과 의료장비를 바탕으로 제 2의 성장을 준비하고 있는 삼성테크윈에 대한 프리미엄 적용은 합당하다고 판단한다. 현 주가 수준은 2010년 기준 PER 17배이다. 대부분의 매출액 구성이 방위산업과 기계산업으로 밸류에이션 부담이 있어 주가에 부담을 주는 것으로 보인다. 그러나 동사는 현재의 안정성에 머물지 않고 로봇과 헬스케어 산업으로의 성장성을 꾀하고 있다. 삼성그룹 전체의 성장동력으로 정해진 헬스케어 산업 가치사슬 한 부분을 책임지고 나아간다는 점에서 그룹사와의 시너지 창출이 가능할 것으로 전망한다. 더불어 진단사업이라는 높은 수익성이 기대되는 사업을 시작으로 국내뿐 아니라 해외로 시장을 창출할 수 있는 능력을 보유하고 있다는 점에서 성장 잠재력은 가장 높다고 판단한다.



자료: 우리투자증권 리서치센터

투자포인트: 투자의견 Buy, 목표주가 120,000원 유지

헬스케어 사업의 최대 수혜주 예상

첫째, 삼성그룹 바이오, 헬스케어 사업의 최대 수혜가 예상된다.

삼성테크윈은 2010년 진단사업을 시작으로 헬스케어 사업을 시작한다. 방위산업이라는 안정적인 수익사업을 바탕으로 2010년 이후 매년 3,000억원 이상의 현금이 유입될 것으로 추정된다. 유입되는 현금은 헬스케어 사업, 감시로봇 사업, FPSO(Floating Production Storage Offloading)등 신 성장을 위한 신규사업에 대부분이 투자될 것으로 새로운 사업을 기반으로 한 도약이 가능할 것으로 전망된다.

Security 사업 확대

둘째, Security 사업을 위해 삼성전자의 감시장비 사업 인수를 확정하였다.

동사는 2009년 10월 '광학 및 카메라 전문역량과 양수부문의 디지털기술 역량 통합으로 시큐리티사업 조기일류화'를 위해 삼성전자의 감시장비 사업을 인수한다고 밝혔다. 사실 신규사업인 경계감시로봇의 활용도에 대해 국경선 및 감시 초소에 주로 보급될 것이라 예상한다. 광학기술과 정밀제어 기술을 보유하고 있는 삼성테크윈은 2008년 11월에 완료한 지식경제부 과제를 통해 사업화를 구체화 시키고 있으며 인식, 판단, 제어 기능이 모두 가능한 감시로봇시스템으로 완성하였다. 통합기능을 보유한 시스템이 아직 없기 때문에 해외수주도 가능할 것으로 보이며 이러한 기술들은 향후 U-City(ubiquitous city)로의 적용도 가능하기 때문에 추가 매출도 가능할 전망이다.

안정적 수익원 확보

셋째, 안정적 수익원인 파워 시스템 및 방산 사업부문을 보유하고 있다.

동 사업부는 경기에 민감하지 않으면서 꾸준한 매출액 증가와 안정적인 수익성이 보장되고 있다. 안정적인 수익원으로서 그 가치를 높이 평가해야 한다.

| INCOME STATEMENT | | | | | VALUATION INDEX | | | | |
|------------------|----------|----------|----------|----------|----------------------------|----------|----------|----------|----------|
| (십억원) | 2009/12E | 2010/12F | 2011/12F | 2012/12F | | 2009/12E | 2010/12F | 2011/12F | 2012/12F |
| 매출액 | 2,652.0 | 3,237.0 | 4,095.0 | 4,832.1 | EV/ EBITDA (X) | 15.8 | 13.2 | 8.5 | 6.5 |
| 증가율 (%) | 13.4 | 22.1 | 26.5 | 18.0 | EV/ EBIT (X) | 22.1 | 17.6 | 10.3 | 7.8 |
| 매출원가 | 2,260.7 | 2,766.7 | 3,418.8 | 4,012.7 | PER (X) | 26.6 | 17.4 | 11.4 | 9.3 |
| 매출총이익 | 391.3 | 470.3 | 676.2 | 819.4 | 조정PER (X) | 35.7 | 19.7 | 12.4 | 10.0 |
| Gross 마진 (%) | 14.8 | 14.5 | 16.5 | 17.0 | PCR (X) | 23.9 | 13.9 | 9.6 | 8.0 |
| 판매비와 일반관리비 | 177.2 | 215.7 | 272.4 | 321.4 | PBR (X) | 4.5 | 3.6 | 2.8 | 2.2 |
| EBITDA | 300.1 | 338.3 | 488.9 | 598.7 | PSR (X) | 1.9 | 1.5 | 1.2 | 1.0 |
| EBITDA 마진 (%) | 11.3 | 10.5 | 11.9 | 12.4 | PEG (X) | 0.63 | 0.5 | 0.6 | na |
| 감가상각비 & 무형자산상각비 | 86.0 | 83.7 | 85.1 | 100.7 | PER/ 주당EBIT 증가율 (X) | 0.8 | 0.5 | 0.6 | na |
| 영업이익 | 214.1 | 254.6 | 403.8 | 498.0 | PER/ 주당EBITDA 증가율 (X) | 1.0 | 0.6 | 0.6 | na |
| OP 마진 (%) | 8.1 | 7.9 | 9.9 | 10.3 | Enterprise Value | 4,728.1 | 4,472.4 | 4,157.7 | 3,872.6 |
| 영업외수익 | 161.1 | 88.7 | 104.7 | 121.2 | 주당EPS CAGR (3년, FD) (%) | 42.2 | 32.6 | 19.7 | na |
| 영업외비용 | 101.6 | 27.4 | 27.2 | 25.9 | 주당EBIT CAGR (3년, FD) (%) | 34.3 | 33.3 | 18.9 | na |
| 순이자수익/(비용) | 5.5 | 9.3 | 19.6 | 30.2 | 주당EBITDA CAGR (3년, FD) (%) | 27.6 | 28.7 | 18.6 | na |
| 세전계속사업이익 | 273.6 | 315.9 | 481.4 | 593.2 | 주당EBIT (FD) (W) | 3,873 | 4,792 | 7,601 | 9,373 |
| Pretax 마진 (%) | 10.3 | 9.8 | 11.8 | 12.3 | 주당EBITDA (FD) (W) | 5,428 | 6,367 | 9,202 | 11,269 |
| 법인세비용 | 84.8 | 37.9 | 57.8 | 71.2 | EPS (FD) (W) | 3,414 | 5,232 | 7,974 | 9,825 |
| 계속사업이익 | 188.8 | 278.0 | 423.6 | 522.0 | 조정EPS (FD) (W) | 2,541 | 4,619 | 7,311 | 9,080 |
| 순이익 | 188.8 | 278.0 | 423.6 | 522.0 | CFPS (W) | 3,801 | 6,547 | 9,461 | 11,378 |
| Net 마진 (%) | 7.1 | 8.6 | 10.3 | 10.8 | BPS (W) | 20,355 | 25,234 | 32,518 | 41,394 |
| 조정순이익 | 140.5 | 245.4 | 388.4 | 482.4 | 주당매출액 (W) | 47,967 | 60,926 | 77,075 | 90,949 |

| CASH FLOW STATEMENT | | | | | RIM & EVA | | | | |
|-----------------------|----------|----------|----------|----------|----------------------------------|----------|----------|----------|----------|
| (십억원) | 2009/12E | 2010/12F | 2011/12F | 2012/12F | | 2009/12E | 2010/12F | 2011/12F | 2012/12F |
| 영업활동 현금흐름 | 162.3 | 264.0 | 374.2 | 458.4 | RIM | | | | |
| 당기순이익 | 188.8 | 278.0 | 423.6 | 522.0 | Spread (FROE-COE) (%) | 7.2 | 12.6 | 17.3 | 16.4 |
| 감가상각비 & 무형자산상각비 | 86.0 | 83.7 | 85.1 | 100.7 | Residual Income | 79.0 | 154.5 | 267.9 | 323.4 |
| + 지분법손실 (- 이익) | -70.0 | -37.0 | -40.0 | -45.0 | 12M RIM-based Target Price(W) | 116,067 | | | |
| + 외화환산손실(-이익) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 경제적 부가가치 (EVA) | | | | |
| + 고정자산매각손실 (-이익) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 투하자본 | 712.1 | 739.4 | 853.0 | 1,072.8 |
| Gross Cash Flow | 210.1 | 347.8 | 502.7 | 604.5 | 세후영업이익 | 147.7 | 224.0 | 355.4 | 438.2 |
| - 운전자본의 증가 (+ 감소) | -47.8 | -83.8 | -128.5 | -146.2 | 투하자본이익률 (%) | 20.6 | 30.9 | 44.6 | 45.5 |
| 투자활동 현금흐름 | -50.4 | -98.3 | -135.8 | -213.8 | 투하자본이익률 - WACC (%) | 13.6 | 23.0 | 36.6 | 37.4 |
| + 유형자산감소 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | EVA | 96.9 | 170.1 | 311.9 | 401.7 |
| - 유형자산증가(CAPEX) | -60.0 | -73.2 | -92.6 | -180.0 | Discounted Cash Flow | | | | |
| + 투자유가증권 매각 (- 취득) | 20.0 | 20.0 | 20.0 | 20.0 | EBIT | 214.1 | 254.6 | 403.8 | 498.0 |
| Free Cash Flow | 102.3 | 190.8 | 281.5 | 278.4 | + 감가상각비 | 86.0 | 83.7 | 85.1 | 100.7 |
| Net Cash Flow | 112.0 | 165.7 | 238.4 | 244.5 | - CAPEX | 60.0 | 73.2 | 92.6 | 180.0 |
| 재무활동 현금흐름 | -91.3 | 117.5 | 105.9 | 64.1 | Free cash flow for DCF valuation | 160.5 | 217.6 | 272.3 | 244.8 |
| 자기자본 증감 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 가중평균 자본비용 (WACC) (%) | | | | |
| 부채 증감 | -91.3 | 117.5 | 105.9 | 64.1 | 부채비용 (COD) | 3.8 | 5.1 | 5.4 | 5.3 |
| 현금 & 단기금융상품 증가 (- 감소) | 20.6 | 283.2 | 344.3 | 308.6 | 자기자본비용 (COE) | 10.1 | 10.7 | 10.8 | 10.9 |
| 기말 순부채 (순현금) | -96.1 | -362.4 | -677.1 | -962.3 | WACC | 6.9 | 7.9 | 8.1 | 8.1 |

| BALANCE SHEET | | | | | PROFITABILITY & STABILITY | | | | |
|---------------|----------|----------|----------|----------|---------------------------|----------|----------|----------|----------|
| (십억원) | 2009/12E | 2010/12F | 2011/12F | 2012/12F | | 2009/12E | 2010/12F | 2011/12F | 2012/12F |
| 현금 및 단기금융상품 | 336.3 | 619.5 | 963.8 | 1,271.9 | 자기자본이익률 (ROE) (%) | 17.3 | 22.6 | 27.4 | 26.4 |
| 매출채권 | 267.1 | 326.0 | 412.4 | 486.7 | 총자산이익률 (ROA) (%) | 7.8 | 10.2 | 12.8 | 13.1 |
| 유동자산 | 1,272.8 | 1,758.0 | 2,404.0 | 2,971.3 | 투하자본이익률 (ROIC) (%) | 20.6 | 30.9 | 44.6 | 45.5 |
| 유형자산 | 594.1 | 587.4 | 598.0 | 679.7 | EBITDA/ 자기자본 (%) | 27.3 | 25.0 | 28.1 | 27.1 |
| 투자자산 | 421.6 | 421.7 | 421.8 | 421.9 | EBITDA/ 총자산 (%) | 12.1 | 11.4 | 13.4 | 13.8 |
| 고정자산 | 1,200.9 | 1,211.3 | 1,249.5 | 1,355.1 | 배당수익률 (%) | 0.6 | 0.8 | 1.1 | 1.6 |
| 자산총계 | 2,473.7 | 2,969.3 | 3,653.6 | 4,326.4 | 총현금배당금(십억원) | 26.4 | 39.6 | 52.8 | 79.3 |
| 단기성부채 | 240.2 | 257.1 | 286.7 | 309.6 | 보통주 주당현금배당금(중간+기말) | 500 | 750 | 1,000 | 1,500 |
| 매입채무 | 331.1 | 404.2 | 511.3 | 567.5 | 순부채(현금)/ 자기자본 (%) | -8.7 | -26.7 | -38.9 | -43.6 |
| 유동부채 | 1,227.9 | 1,429.9 | 1,685.8 | 1,853.7 | 총부채/ 자기자본 (%) | 124.8 | 119.0 | 110.0 | 95.9 |
| 장기성부채 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 순이자비용/ 매출액 (%) | -0.2 | -0.3 | -0.5 | -0.6 |
| 장기성충당금 | 121.3 | 144.5 | 178.4 | 205.2 | EBIT/ 순이자비용 (X) | -39.2 | -27.4 | -20.6 | -16.5 |
| 고정부채 | 145.6 | 183.7 | 228.1 | 263.8 | 유동비율 (%) | 103.7 | 122.9 | 142.6 | 160.3 |
| 부채총계 | 1,373.4 | 1,613.6 | 1,913.9 | 2,117.5 | 당좌비율 (%) | 65.8 | 83.6 | 100.4 | 115.0 |
| 자본금 | 265.7 | 265.7 | 265.7 | 265.7 | 총발행주식수 (mn) | 53 | 53 | 53 | 53 |
| 자본잉여금 | 215.4 | 215.4 | 215.4 | 215.4 | 액면가 (W) | 5,000 | 5,000 | 5,000 | 5,000 |
| 이익잉여금 | 623.8 | 875.4 | 1,259.4 | 1,728.5 | 주가 (W) | 90,800 | 91,000 | 91,000 | 91,000 |
| 자본총계 | 1,100.3 | 1,355.7 | 1,739.7 | 2,208.9 | 시가총액 (십억원) | 4,824 | 4,835 | 4,835 | 4,835 |

에스디
(066930.KQ)

래피드 진단으로 선진시장 진출 기대

Buy (신규)

목표주가 38,000원 (신규)

Analyst

김나연

02)768-7977, irene.kim@wooriwm.com

이수지 (RA)

02)768-7646, susie.lee@wooriwm.com

| 업종 | 제약/바이오 |
|---------------------------------|----------|
| 현재가 ('10/01/04) | 32,300원 |
| KOSPI | 1,696.14 |
| KOSDAQ | 528.09 |
| 시가총액(보통주) | 258.4십억원 |
| 발행주식수(보통주) | 8.0백만주 |
| 액면가 | 500원 |
| 120일 평균거래량 | 391,149주 |
| 120일 평균주가 | 29,537원 |
| 52주 최고가('09/08/21) | 38,250원 |
| 최저가('09/01/05) | 9,290원 |
| 배당수익률(2008) | 0.62% |
| 유동주식비율 | |
| 외국인지분율 | 2.0% |
| 주요주주 | |
| 조영식 | 29.4% |
| Asian Small Companies Portfolio | 4.5% |

| 주가상승률(%) | 3개월 | 6개월 | 12개월 |
|----------|------|------|-------|
| 절대수익률 | 26.9 | 40.1 | 250.3 |
| 상대수익률 | 21.8 | 34.9 | 194.9 |

투자 의견 Buy, 목표주가 38,000원 신규 제시

- 목표주가는 RIM(Residual Income Method, 잔여이익모델)으로 산출되었으며, 가정으로 market risk premium 8.0%, risk free rate 4.0, beta 1.0 및 COE 12.0% 적용. 이는 현주가(1월4일)대비 17.6% 상승여력을 보유
- 2010년 EPS 4,713원을 감안하면 PER 6.9배 수준으로 상승여력 충분하다고 판단

2009년 실적 추정: 영업이익 105% y-y 예상

- 2009년 매출액 643억원(+ 59.3% y-y), 영업이익 291억원(+ 105.2% y-y)으로 수익성이 큰 폭으로 개선된 것으로 추정
- 회사 예상치(매출액 600억원, 영업이익 210억원)를 크게 상회하는 이유는
 - 1) 신규 제품인 말라리아, 탕기열 진단키트의 수출 증가
 - 2) 국내 신종플루 진단키트의 매출 급증 때문으로 래피드 진단키트 매출 급증에 따른 수익성 개선 폭이 예상치를 크게 상회
- 2010년은 주요제품인 AIDS 진단키트의 선진시장 진출 계획과 인도의 래피드 진단시장의 높은 성장률에 힘입어 매출액 824억원(+ 28.3% y-y), 영업이익 348억원(+ 19.3% y-y)에 달할 전망

래피드 진단에서 바이오 의약품 수출 증가에 기대

- 에스디는 바이러스 진단전문 기업으로, 전 세계 105개국에서 판매중이며 WHO 납품계약체결로 글로벌 입지 상승
- 래피드 진단이라는 신속 진단키트 사업부문 국내 최대 강자 위치를 고수하고 있으며 생산의 핵심인 항원, 항체 직접 생산이 가능하기 때문에 제품 다각화를 통해 해외로의 시장 확대 기대
- Bio Sensor, Bio Chip, 분자진단이라는 새로운 사업으로의 다각화를 꾀하고 있어 잠재성장 가능성 보유

| 결산기 | 매출액 | 증감률 | 영업이익 | 세전순이익 | 순이익 | EPS | 증감률 | PER | PBR | EV/EBITDA | ROE | 부채비율 | 순차입금 |
|-------|-------|------|-------|-------|-------|-------|-------|------|-----|-----------|------|------|--------|
| -12월 | (십억원) | (%) | (십억원) | (십억원) | (십억원) | (원) | (%) | (배) | (배) | (배) | (%) | (%) | (십억원) |
| 2007 | 27.6 | 51.4 | 8.2 | 8.6 | 8.4 | 1,054 | 78.2 | 15.7 | 3.0 | 12.1 | 20.4 | 10.2 | -13.3 |
| 2008 | 40.3 | 46.3 | 14.2 | 8.6 | 8.7 | 1,091 | 3.5 | 8.3 | 1.5 | 3.7 | 18.3 | 25.5 | -11.2 |
| 2009E | 64.3 | 59.3 | 29.1 | 30.3 | 30.6 | 3,828 | 250.8 | 8.3 | 3.3 | 7.0 | 47.9 | 24.9 | -32.6 |
| 2010F | 82.4 | 28.3 | 34.8 | 37.7 | 37.7 | 4,713 | 23.1 | 6.9 | 2.3 | 5.3 | 39.1 | 21.7 | -62.6 |
| 2011F | 89.4 | 8.5 | 37.7 | 42.1 | 42.6 | 5,319 | 12.9 | 6.1 | 1.7 | 3.9 | 31.5 | 17.3 | -101.0 |

자료: 우리투자증권 리서치센터 전망

- 당사는 자료 작성일 현재 에스디의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

에스디 잔여이익모델(RIM)

(단위: 십억원, 원)

| | 2009E | 2010F | 2011F | 2012F | 2013F | 2014F | 2015F | 2016F | 2017F | 2018F | 2019F | 2020F |
|--------------------------------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Net profit | 31 | 38 | 43 | 49 | 56 | 65 | 71 | 79 | 88 | 97 | 107 | 119 |
| Shareholders' equity | 78 | 115 | 156 | 203 | 258 | 321 | 390 | 464 | 544 | 631 | 725 | 827 |
| Forecast ROE (FROE) | 47.9% | 39.1% | 31.5% | 27.5% | 24.5% | 22.3% | 20.1% | 18.5% | 17.4% | 16.5% | 15.8% | 15.3% |
| Spread (FROE-COE) | 35.9% | 27.1% | 19.5% | 15.5% | 12.5% | 10.3% | 8.1% | 6.5% | 5.4% | 4.5% | 3.8% | 3.3% |
| Residual income | 23 | 26 | 26 | 28 | 29 | 30 | 29 | 28 | 27 | 27 | 26 | 26 |
| Cost of equity (COE) | 12.0% | | | | | | | | | | | |
| Beta | 1.0 | | | | | | | | | | | |
| Market risk premium (Rm-Rf) | 8.0% | | | | | | | | | | | |
| Risk-free rate (Rf) | 4.0% | | | | | | | | | | | |
| Beginning shareholder's equity | 49.4 | | | | | | | | | | | |
| PV of forecast period RI | 186.0 | | | | | | | | | | | |
| PV of continuing value | 35.2 | | | | | | | | | | | |
| Equity value (C+P) | 270.7 | | | | | | | | | | | |
| No of shares (common, mn) | 8.0 | | | | | | | | | | | |
| | | 12m TP | | | | | | | | | | |
| Fair price (C) | | 37,896 | | | | | | | | | | |
| Current price (C) | | 32,300 | | | | | | | | | | |
| Upside (-downside) | | 17.3% | | | | | | | | | | |
| Implied P/B (x) | | 2.7 | | | | | | | | | | |
| Implied P/E (x) | | 8.0 | | | | | | | | | | |

주: RIM(Residual Income Model, 잔여이익모델)은 현금흐름할인모형의 하나로 주주 입장에서 투자원금인 자기자본과 자기자본비용을 초과하는 이익(잔여이익)의 현재가치를 합한 금액을 적정주가(자기자본가치)로 보는 Valuation 모델이다. 산식으로 표현하면 다음과 같다.

자기자본가치 = 자기자본 + 미래 잔여이익의 현재가치 합

* 잔여이익(RI)_t = 당기순이익_t - 자기자본_{t-1} * 자기자본비용(Cost of Equity)_t = 자기자본_{t-1} * (ROE_t - COE_t)

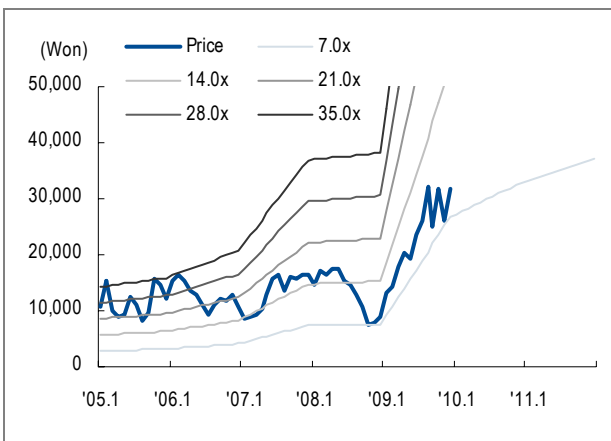
RIM은 이론적으로 배당할인모형(DDM), 잉여현금흐름할인모형(DCF)과 같은 결과를 도출하면서도 측정지표상의 주관성을 최소화시킨 객관적인 Valuation 모델이라고 할 수 있어 당사 Valuation 기본모델로 사용하고 있다.

Market Risk Premium 적용 기준 (Guidance)

| 구분 | Mega Cap. | Large Cap. | Middle Cap. | Small Cap. |
|--------------|----------------------------------|-----------------------------|-----------------------------|----------------------------|
| 기준 | M-cap 10 조원 이상 + 신용등급 'AAA'이상 | M-cap 1 조~10 조원 + 'A0'이상 | M-cap 2 천억~1 조원+'BBB+'이상 | M-cap 2 천억원 미만+'BBB-'이상 |
| Risk Premium | 5.2% | 6.0% | 7.0% | 8.0% |

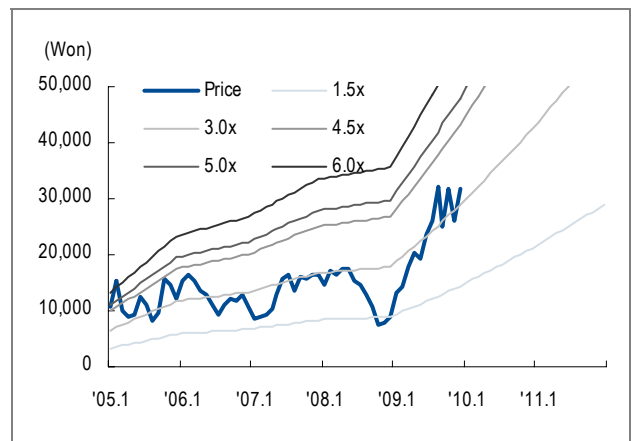
* Risk Free Rate = 4.0%(공통)

에스디 PER Band



자료: Dataguide Pro, 우리투자증권 리서치센터

에스디 PBR Band



자료: Dataguide Pro, 우리투자증권 리서치센터

래피드 진단으로 선진시장 진출

혈액을 활용한 래피드 진단키트를 주력으로 선진 시장 진출 예정

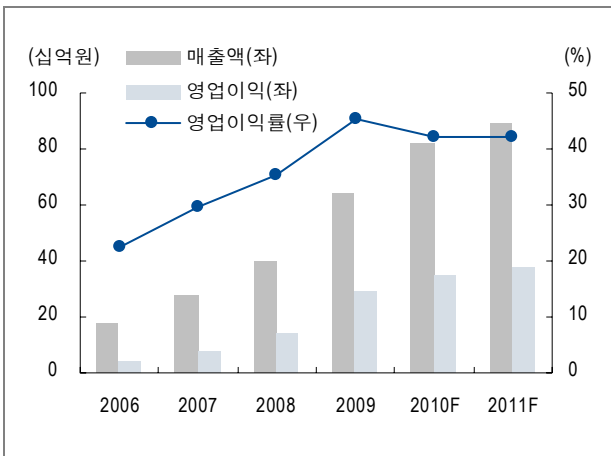
에스디는 바이러스 진단 전문 기업이다. 주력 사업은 혈액을 이용한 래피드(Rapid Test) 진단이다. 면역학적 방법에 기초하여 각종 질환의 마커가 되는 항체와 항원을 진단하는 제품으로 전염성 질환인 에이즈, 말라리아 및 간염 등에 제품을 판매하고 있다. 진단의 원료인 항원 및 항체를 독자 생산하기 때문에 기술력과 가격 경쟁력을 동시에 지니고 있는 것이 강점이다. 동사는 2005~2008년 연평균 매출 성장률 49%, 영업이익 성장률 72%를 기록하였다.

동사의 제품별 매출 비중은 2008년 매출 기준으로 래피드 76.5%, Urine(소변화학분석) 3.9%, ELISA 2.2%, Bio Sensor는 4.6%를 기록하였다. 신규사업인 바이오센서 부문의 매출이 본격화되면 래피드 부문 중심의 매출 구조가 래피드, 바이오센서로 양분될 전망으로 수익선 다변화가 가능할 전망이다. 이를 통해 향후 진정한 POCT(Point of Care Testing) 진단전문 업체로의 성장이 시작될 것으로 예상된다.

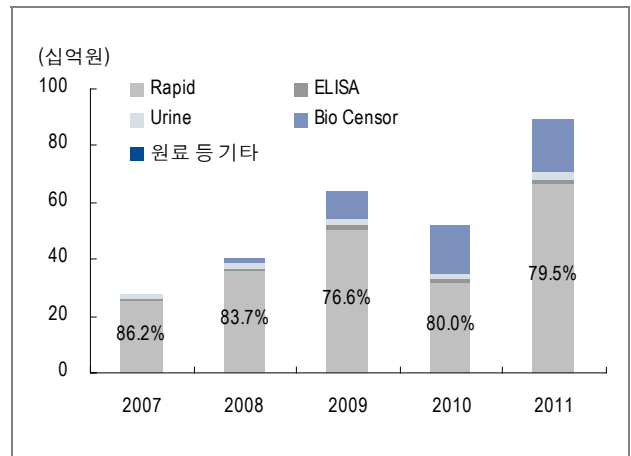
높은 영업이익 개선과 영업이익률

2009년 래피드 부문 매출은 전년대비 79.4% 증가한 510억원으로 추정된다. ELISA, Urine을 포함한 총 매출액과 영업이익은 각각 642억원(+59.3% y-y), 291억원(+105.2% y-y)으로 큰 폭의 수익성 개선된 것으로 추정된다. 2009년 실적이 회사 예상치인 매출액 600억원, 영업이익 210억원을 크게 상회하는 이유는 1) 신규 제품인 말라리아, 뎅기열 진단키트의 수출 증가, 2) 국내 신종플루 진단키트의 매출 때문으로 래피드 진단키트 매출 급증에 따른 수익성 개선 폭이 예상치를 크게 상회하였다. 2010년은 주요제품인 AIDS 진단키트의 선진시장 진출 계획과 인도의 래피드 진단시장의 높은 성장률에 힘입어 연간 실적은 매출액 824억원(+28.3% y-y)과 영업이익이 348억원(+19.3% y-y)에 달할 전망이다.

선진시장 본격진출로 매출액, 영업이익의 높은 성장성 지속 가능



자료: 에스디, 우리투자증권 리서치센터



자료: 에스디, 우리투자증권 리서치센터

투자포인트: 투자의견 Buy, 목표주가 38,000원 신규 제시

래피드 진단키트 국내 최대 강자

첫째, 래피드 진단키트의 국내 최대 강자이다.

에스디는 바이러스 진단 전문 기업이다. 주력 사업은 혈액을 이용한 래피드(Rapid Test) 진단이다. 면역학적 방법에 기초하여 각종 질환의 마커가 되는 항체와 항원을 진단하는 제품으로 전염성 질환인 에이즈, 말라리아 및 간염 등에 제품을 판매하고 있다. 진단의 원료인 항원 및 항체를 독자 생산하기 때문에 기술력과 가격 경쟁력을 동시에 지니고 있는 것이 강점이다. 동사는 2005~2008년 연평균 매출 성장률 49%, 영업이익 성장률 72%를 기록하였다.

선진시장으로 진출 예정

둘째, 인버니스의 특허 만료에 따른 선진시장 진출이 가시화 될 전망이다.

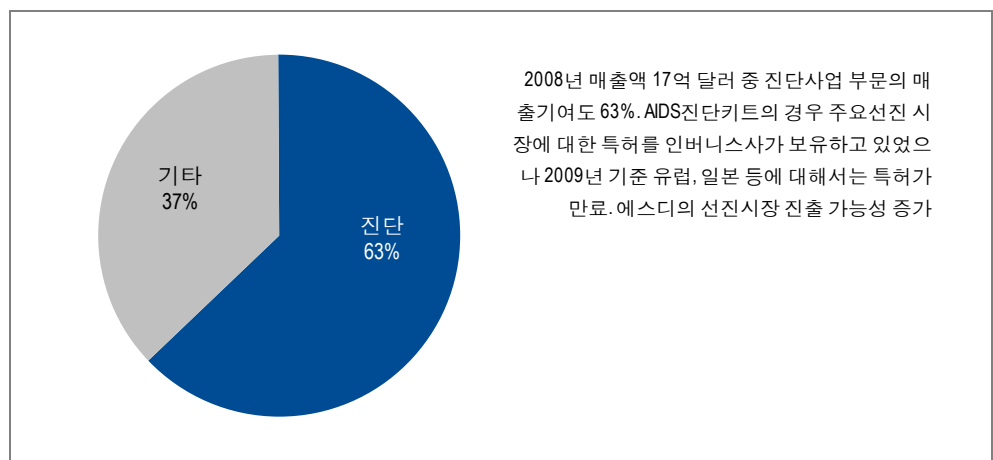
동사의 매출 비중이 제일 높은 AIDS 진단키트의 경우 Inverness 특허와의 경쟁으로 선진시장인 미국과 유럽, 일본 등에 진출하지 못했다. 그러나 2010년 Inverness의 특허가 일부 지역에서 만료됨에 따라서 에스디의 래피드 진단키트의 일본, 유럽 등 선진시장 진출이 가시화 될 것으로 전망한다.

분자진단 시장으로의 진출 계획

셋째, 바이오칩, 분자진단 시장으로의 진출을 위한 R&D에서의 성과가 기대된다.

에스디는 최근 체외진단시장 중 빠르게 성장하고 있는 바이오칩 및 분자 진단 시장으로 진출을 계획하고 있다. 기존의 래피드 진단은 증상의 유무만을 판단하는 정성적인 한계를 가졌다. 그러나 바이오칩, 유전자 진단은 정량적인 분석이 가능해 지기 때문에 질병의 진행 정도는 물론이고 사후관리도 가능해진다. 현재 에스디는 신규 사업에 대한 투자를 지속하여 5대 암을 동시에 진단하는 칩과 심혈관질환 등의 제품으로 확대할 계획이다.

인버니스의 주력사업은 진단 시약과 진단 키트



자료: Bloomberg, 우리투자증권 리서치센터
 주: 2009년 Inverness가 에스디에 대해 공개매수 청구

| INCOME STATEMENT | | | | | VALUATION INDEX | | | | |
|------------------|----------|----------|----------|----------|----------------------------|----------|----------|----------|----------|
| (십억원) | 2009/12E | 2010/12F | 2011/12F | 2012/12F | | 2009/12E | 2010/12F | 2011/12F | 2012/12F |
| 매출액 | 64.3 | 82.4 | 89.4 | 99.8 | EV/ EBITDA (X) | 7.0 | 5.3 | 3.9 | 2.5 |
| 증가율 (%) | 59.3 | 28.3 | 8.5 | 11.6 | EV/ EBIT (X) | 7.6 | 5.6 | 4.2 | 2.7 |
| 매출원가 | 21.7 | 27.3 | 29.6 | 33.0 | PER (X) | 8.3 | 6.9 | 6.1 | 5.2 |
| 매출총이익 | 42.6 | 55.2 | 59.8 | 66.8 | 조정PER (X) | 8.3 | 6.9 | 6.1 | 5.2 |
| Gross 마진 (%) | 66.3 | 66.9 | 66.9 | 66.9 | PCR (X) | 7.7 | 6.4 | 5.7 | 5.0 |
| 판매비와 일반관리비 | 13.5 | 20.4 | 22.1 | 24.6 | PBR (X) | 3.3 | 2.3 | 1.7 | 1.3 |
| EBITDA | 31.6 | 37.3 | 40.3 | 44.9 | PSR (X) | 4.0 | 3.1 | 2.9 | 2.6 |
| EBITDA 마진 (%) | 49.2 | 45.2 | 45.0 | 45.0 | PEG (X) | 0.5 | 0.5 | 0.4 | na |
| 감가상각비 & 무형자산상각비 | 2.5 | 2.5 | 2.6 | 2.7 | PER/ 주당EBIT 증가율 (X) | 0.6 | 0.7 | 0.5 | na |
| 영업이익 | 29.1 | 34.8 | 37.7 | 42.2 | PER/ 주당EBITDA 증가율 (X) | 0.7 | 0.7 | 0.6 | na |
| OP 마진 (%) | 45.3 | 42.2 | 42.2 | 42.3 | Enterprise Value | 222.6 | 195.8 | 157.4 | 113.6 |
| 영업외수익 | 1.2 | 2.6 | 4.5 | 6.7 | 주당EPS CAGR (3년, FD) (%) | 17.2 | 14.4 | 14.9 | na |
| 영업외비용 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 주당EBIT CAGR (3년, FD) (%) | 13.1 | 10.3 | 11.1 | na |
| 순이자수익/ (비용) | 1.2 | 2.6 | 4.4 | 6.7 | 주당EBITDA CAGR (3년, FD) (%) | 12.4 | 9.9 | 10.8 | na |
| 세전계속사업이익 | 30.3 | 37.3 | 42.1 | 48.8 | 주당EBIT (FD) (W) | 3,642 | 4,345 | 4,714 | 5,273 |
| Pretax 마진 (%) | 47.2 | 45.3 | 47.1 | 49.0 | 주당EBITDA (FD) (W) | 3,951 | 4,658 | 5,035 | 5,607 |
| 법인세비용 | -0.3 | -0.4 | -0.4 | -0.5 | EPS (FD) (W) | 3,828 | 4,713 | 5,319 | 6,165 |
| 계속사업이익 | 30.6 | 37.7 | 42.6 | 49.3 | 조정EPS (FD) (W) | 3,828 | 4,713 | 5,319 | 6,165 |
| 순이익 | 30.6 | 37.7 | 42.6 | 49.3 | CFPS (W) | 4,139 | 5,027 | 5,641 | 6,499 |
| Net 마진 (%) | 47.7 | 45.7 | 47.6 | 49.4 | BPS (W) | 9,601 | 14,146 | 19,294 | 25,287 |
| 조정순이익 | 30.6 | 37.7 | 42.6 | 49.3 | 주당매출액 (W) | 8,033 | 10,304 | 11,178 | 12,471 |

| CASH FLOW STATEMENT | | | | | RIM & EVA | | | | |
|-----------------------|----------|----------|----------|----------|----------------------------------|----------|----------|----------|----------|
| (십억원) | 2009/12E | 2010/12F | 2011/12F | 2012/12F | | 2009/12E | 2010/12F | 2011/12F | 2012/12F |
| 영업활동 현금흐름 | 21.8 | 31.6 | 41.8 | 47.1 | RIM | | | | |
| 당기순이익 | 30.6 | 37.7 | 42.6 | 49.3 | Spread (FROE-COE) (%) | 35.9 | 27.1 | 19.5 | 15.5 |
| 감가상각비 & 무형자산상각비 | 2.5 | 2.5 | 2.6 | 2.7 | Residual Income | 23.0 | 26.1 | 26.3 | 27.8 |
| + 지분법손실 (- 이익) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 12M RIM-based Target Price(W) | 37,848 | | | |
| + 외화환산손실(-이익) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 경제적 부가가치 (EVA) | | | | |
| + 고정자산매각손실 (-이익) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 투하자본 | 42.3 | 48.7 | 51.4 | 55.4 |
| Gross Cash Flow | 33.1 | 40.2 | 45.1 | 52.0 | 세후영업이익 | 29.4 | 35.1 | 38.1 | 42.6 |
| - 운전자본의 증가 (+ 감소) | -11.3 | -8.6 | -3.3 | -4.9 | 투하자본이익률 (%) | 76.7 | 77.2 | 76.2 | 79.8 |
| 투자활동 현금흐름 | -3.0 | -3.4 | -3.1 | -3.6 | 투하자본이익률 - WACC (%) | 68.5 | 68.8 | 67.8 | 71.4 |
| + 유형자산감소 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | EVA | 29.0 | 33.5 | 34.8 | 39.6 |
| - 유형자산증가(CAPEX) | -2.1 | -2.6 | -2.9 | -3.2 | Discounted Cash Flow | | | | |
| + 투자유가증권 매각 (- 취득) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | EBIT | 29.1 | 34.8 | 37.7 | 42.2 |
| Free Cash Flow | 19.7 | 29.0 | 39.0 | 43.9 | + 감가상각비 | 2.5 | 2.5 | 2.6 | 2.7 |
| Net Cash Flow | 18.8 | 28.2 | 38.7 | 43.5 | - CAPEX | 2.1 | 2.6 | 2.9 | 3.2 |
| 재무활동 현금흐름 | 2.5 | 1.5 | 1.5 | -1.5 | Free cash flow for DCF valuation | 22.3 | 29.2 | 35.6 | 38.8 |
| 자기자본 증감 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 가중평균 자본비용 (WACC) (%) | | | | |
| 부채 증감 | 2.5 | 1.5 | 1.5 | -1.5 | 부채비용 (COD) | 4.4 | 4.1 | 4.0 | 3.9 |
| 현금 & 단기금융상품 증가 (- 감소) | 21.2 | 29.7 | 40.1 | 42.0 | 자기자본비용 (COE) | 12.0 | 12.6 | 12.7 | 12.8 |
| 기말 순부채 (순현금) | -32.6 | -62.6 | -101.0 | -144.8 | WACC | 8.2 | 8.4 | 8.3 | 8.4 |

| BALANCE SHEET | | | | | PROFITABILITY & STABILITY | | | | |
|---------------|----------|----------|----------|----------|---------------------------|----------|----------|----------|----------|
| (십억원) | 2009/12E | 2010/12F | 2011/12F | 2012/12F | | 2009/12E | 2010/12F | 2011/12F | 2012/12F |
| 현금 및 단기금융상품 | 33.1 | 63.0 | 101.4 | 145.1 | 자기자본이익률 (ROE) (%) | 47.9 | 39.1 | 31.5 | 27.5 |
| 매출채권 | 28.3 | 36.3 | 39.4 | 44.0 | 총자산이익률 (ROA) (%) | 38.3 | 31.8 | 26.4 | 23.7 |
| 유동자산 | 71.9 | 112.7 | 155.2 | 205.2 | 투하자본이익률 (ROIC) (%) | 76.7 | 77.2 | 76.2 | 79.8 |
| 유형자산 | 18.8 | 19.1 | 19.5 | 20.2 | EBITDA/ 자기자본 (%) | 40.3 | 32.5 | 25.9 | 22.1 |
| 투자자산 | 5.2 | 5.6 | 5.8 | 6.0 | EBITDA/ 총자산 (%) | 32.3 | 26.7 | 22.1 | 19.2 |
| 고정자산 | 26.1 | 26.7 | 27.2 | 28.0 | 배당수익률 (%) | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.6 |
| 자산총계 | 97.9 | 139.4 | 182.4 | 233.2 | 총현금배당금(십억원) | 1.5 | 1.5 | 1.5 | 1.5 |
| 단기성부채 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 보통주 주당현금배당금(중간+기말) | 200 | 200 | 200 | 200 |
| 매입채무 | 5.7 | 7.3 | 7.9 | 8.8 | 순부채(현금)/ 자기자본 (%) | -41.6 | -54.6 | -64.9 | -71.2 |
| 유동부채 | 18.6 | 23.8 | 25.8 | 28.8 | 총부채/ 자기자본 (%) | 24.9 | 21.7 | 17.3 | 14.7 |
| 장기성부채 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 순이자비용/ 매출액 (%) | -1.9 | -3.1 | -5.0 | -6.7 |
| 장기성충당금 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | EBIT/ 순이자비용 (X) | -24.5 | -13.5 | -8.5 | -6.3 |
| 고정부채 | 0.9 | 1.0 | 1.0 | 1.1 | 유동비율 (%) | 385.4 | 472.5 | 600.7 | 712.5 |
| 부채총계 | 19.5 | 24.8 | 26.9 | 29.9 | 당좌비율 (%) | 343.9 | 430.9 | 559.0 | 670.8 |
| 자본금 | 4.0 | 4.0 | 4.0 | 4.0 | 총발행주식수 (mn) | 8 | 8 | 8 | 8 |
| 자본잉여금 | 18.8 | 18.8 | 18.8 | 18.8 | 액면가 (W) | 500 | 500 | 500 | 500 |
| 이익잉여금 | 58.8 | 95.0 | 136.0 | 183.8 | 주가 (W) | 31,900 | 32,300 | 32,300 | 32,300 |
| 자본총계 | 78.4 | 114.6 | 155.6 | 203.4 | 시가총액 (십억원) | 255 | 258 | 258 | 258 |

마크로젠
(038290.KQ)

Consumer Genomics 시대의 선두주자

Not Rated

Analyst

김나연

02)768-7977, irene.kim@wooriwm.com

이수지 (RA)

02)768-7479, susie.lee@wooriwm.com

| 업종 | 제약/ 바이오 |
|--------------------|----------|
| 현재가 ('10/01/04) | 12,900원 |
| KOSPI | 1,696.14 |
| KOSDAQ | 528.09 |
| 시가총액(보통주) | 64.6십억원 |
| 발행주식수(보통주) | 5.0백만주 |
| 액면가 | 500원 |
| 120일 평균거래량 | 62,848주 |
| 120일 평균주가 | 14,385원 |
| 52주 최고가('09/04/27) | 22,700원 |
| 최저가('09/01/21) | 8,560원 |
| 배당수익률(2008) | 0.0% |
| 유동주식비율 | |
| 외국인지분율 | 0.1% |
| 주요주주 | |
| 서정선 | 8.0% |
| 한미그로스에쿼티투자조합 | 4.6% |

| 주가상승률(%) | 3개월 | 6개월 | 12개월 |
|----------|------|-------|------|
| 절대수익률 | -3.7 | -38.6 | 50.2 |
| 상대수익률 | -8.8 | -43.8 | -5.3 |

유전자 진단에 필수 요소인 유전자 분석의 강자

- 인간유전체를 활용한 질병의 예방 의학의 선두 주자
- 2007년 휴먼 지놈 프로젝트 완성과로 정보의학의 새로운 패러다임 형성

2분기 실적 추정: 1분기와 비슷한 수준

- 2분기(10~12월, 6월 결산법인) 실적은 매출액 58억원(-6.4% y-y, +0.1% q-q), 영업이익 3억원(+2.4% y-y, +0.5% q-q)으로 추정
- 매출액 구성은 유전자분석(84%), 바이오칩(11%), 유전자이식마우스이며, 수출비중은 65%내외
- 시퀀싱 사업이 꾸준히 성장함에도 불구하고, 매출액 성장이 둔화된 이유는
 - 1) 원/달러 환율 하락에 따라 수량증가에도 불구하고 매출액 하락을 가져옴,
 - 2) 맞춤의학성장에 따라 해외에서의 연구용 시퀀싱 사업 경쟁심화에 기인

유전체 의학을 바탕으로 한 Consumer Genomics 시대의 선두주자

- 유전체 의학은 개인맞춤형 의료를 위한 가장 기초가 되는 학문으로 이를 바탕으로 인간 지놈 연구가 진행중임. 2000년 학문 초기에만 해도 1인당 지놈 분석에 30억달러 이상이 소요되었는데 시퀀싱 기기들의 성능이 향상되면서 2010년에는 약 1,000 달러까지 비용이 하락할 전망
- 마크로젠은 2009년 미국의 시퀀싱 기기 개발회사인 LightSpeed Genomics의 최대주주로 지분 25%(자회사보유분 포함)를 보유하고 있음
- 비용하락은 곧 개인맞춤의학의 발달을 가져올 것으로 현재 개인맞춤형의료(Personalized Medicine)시장은 약 2,320억 달러규모에서 연평균(CAGR 2008~2013년) 11% 이상 성장할 전망
- 맞춤의학의 다운스트림을 담당하고 있는 동사는 글로벌 시퀀싱 기기 회사에 투자함으로써 전 세계적으로 개인맞춤 예방 및 처방이라는 새로운 패러다임 변화에 경쟁력을 보유. 향후 주가는 맞춤의학 대중화 속도에 따라 민감하게 움직일 것으로 판단

| 결산기 | 매출액 | 증감률 | 영업이익 | 세전 순이익 | 순이익 | EPS | 증감률 | PER | PBR | EV/EBITDA | ROE | 부채비율 | 순차입금 |
|-------|-------|------|-------|--------|-------|-----|--------|-------|-----|-----------|-----|------|-------|
| -6월 | (십억원) | (%) | (십억원) | (십억원) | (십억원) | (원) | (%) | (배) | (배) | (배) | (%) | (%) | (십억원) |
| 2008 | 16.5 | 31.1 | -1.1 | 0.2 | 0.2 | 35 | 흑전 | 268.2 | 1.5 | 18.0 | 0.5 | 10.0 | -10.0 |
| 2009 | 22.5 | 36.0 | 1.6 | 3.3 | 3.3 | 653 | 1763.9 | 27.8 | 2.7 | 19.1 | 9.7 | 14.0 | -7.1 |
| 2010E | 25.9 | 15.1 | 1.3 | - | 3.0 | 600 | -8.1 | 21.5 | - | - | - | - | - |
| 2011F | 33.7 | 30.1 | 2.4 | - | 4.0 | 800 | 33.3 | 16.2 | - | - | - | - | - |

자료: 마크로젠, 우리투자증권 리서치센터 전망

- 당사는 자료 작성일 현재 '마크로젠'의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료상에 언급된 '마크로젠'은 당사의 공식 Coverage기업이 아닙니다. 따라서 당사의 공식 투자 의견, 목표주가는 제시하지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

유전체 의학을 바탕으로 Consumer Genomics 시대의 선두주자

유전자 분석의 비용하 락은 개인맞춤의학의 발달을 불러옴

마크로젠은 2000년 상장한 유전자 진단 업체로 현재 60여 개국에 진단 서비스를 수출하고 있다. 2007년 휴먼 지놈 프로젝트 완성과로 정보의학의 새로운 패러다임을 형성하였으며 유전체 의학을 바탕으로 개인맞춤의학 분야의 선두주자로 자리하게 될 것이다.

유전체 의학은 개인맞춤형 의료를 위한 가장 기초가 되는 학문으로 동사는 인간 유전정보 DB를 활용하여 개인별 맞춤의료 서비스를 제공함과 동시에 바이오 진단칩 생산 및 판매를 주요 사업으로 보유하고 있다.

2000년 학문 초기에만 해도 1인당 지놈 분석이 30억 달러 이상이 소요되었는데 유전자 시퀀싱 기기들의 성능이 향상되면서 2010년에는 약 1,000 달러까지 비용이 하락할 전망이다. 비용하락은 곧 개인맞춤의학의 발달을 가져올 것으로 현재 개인맞춤형의료(Personalized Medicine)시장은 약 2,320억 달러 규모에서 연평균(CAGR 2008~2013년) 11% 이상 성장할 전망이다.

맞춤의학의 다운스트림을 담당하고 있는 동사는 글로벌 시퀀싱 기기 회사에 투자함으로써 전 세계적으로 개인맞춤 예방 및 처방이라는 새로운 패러다임 변화에 경쟁력을 보유하고 있으며, 향후 주가는 맞춤의학 대중화 속도에 따라 민감하게 움직일 것으로 판단한다. 마크로젠은 2009년 미국의 시퀀싱 기기 개발회사인 LightSpeed Genomics 의 최대주주로 지분 25%(자회사보유분 포함)를 보유하고 있다.

바이오니아

(064550.KQ)

진단사업부의 놀라운 수익성에 주목하자

Not Rated

Analyst

김나연

02)768-7977, irene.kim@wooriwm.com

이수지 (RA)

02)768-7479, susie.lee@wooriwm.com

| 업종 | 제약/바이오 |
|--------------------|----------|
| 현재가 ('10/1/04) | 5,900원 |
| KOSPI | 1,696.14 |
| KOSDAQ | 528.09 |
| 시가총액(보통주) | 67.0십억원 |
| 발행주식수(보통주) | 11.0백만주 |
| 액면가 | 500원 |
| 120일 평균거래량 | 414,790주 |
| 120일 평균주가 | 5,021원 |
| 52주 최고가('09/08/28) | 7,910원 |
| 최저가('09/01/15) | 1,500원 |
| 배당수익률(2008) | 0.00% |
| 유동주식비율 | |
| 외국인지분율 | 0.1% |
| 주요주주 | |
| 박한오 | 25.2% |
| 이대실 | 5.2% |

| 주가상승률(%) | 3개월 | 6개월 | 12개월 |
|----------|------|------|-------|
| 절대수익률 | 21.3 | 40.6 | 268.8 |
| 상대수익률 | 16.2 | 35.4 | 213.3 |

유전자 활용 진단사업이 뜨고 있다

- 바이오니아는 연구용 진단제품과 유전자 진단 장비, 진단키트 등을 주력 사업으로 하는 유전자 진단 회사
- 2009년 신종플루 사태 이후 유전자 진단 중요성이 부각되었고, 이에 국내 보건소와 거점병원 위주로 유전자 진단장비를 보급하기 시작. 1차로 서울 시에 30대 (약 26억원)의 유전자 진단 기기판매

2009년 실적 추정: 영업이익 기준 흑자전환 성공

- 2009년 매출액 288억원(+ 93.2% y-y), 영업이익 72억원(적전, y-y)예상. 특히, 4분기에는 신종플루로 인한 진단장비 및 진단키트의 매출액 증가로 상장 이후 최대의 분기 매출액 기록한 것으로 추정
- 전년대비 매출액, 영업이익의 개선효과가 큰 이유는 다음과 같음
 - 1) 신종플루로 인한 진단키트 매출액(90억원)발생으로 수익성 큰 폭 개선
 - 2) 고부가가치 제품인 유전자 진단키트, 진단장비 매출비중 확대 및 고정비 배분효과를 통한 매출원가율 하락 때문

다양한 진단키트 제품을 중심으로 해외시장으로 확대 추진 중

- 전 세계 체외진단시장 규모는 2013년 약 520억달러로 성장 전망 (2003~2013년 CAGR, 9%). 이 중 유전자 진단사업의 가장 기초가 되는 PCR장비(유전자 정량분석장비)와 진단키트는 질병진단, 식품검사, 품종검사 등 다양한 분야에 응용 가능
- 최근 삼성테크윈을 중심으로 삼성그룹의 헬스케어 산업 진출 속도가 빨라짐에 따라 2010년 국내 헬스케어 시장의 빠른 변화 예상됨
- 동사의 성장은 빠르게 성장하고 있는 유전자 진단시약 및 진단 키트 사업이 이끌게 될 전망. 2009년 신종플루로 인한 일시적 매출액 증가를 제외하고서라도 2010년 매출액 330억원(+ 14.6% y-y), 영업이익 85억원(+ 18.1% y-y) 달성 전망
- 주가의 catalyst는 신종플루로 확대된 유전자 진단장비를 바탕으로 진단시약 및 진단키트 매출 성장, 진단사업부의 해외시장 확대에 달려 있음

| 결산기 | 총매출 | 증감률 | 영업이익 | 세전 순이익 | 순이익 | EPS | 증감률 | PER | PBR | EV/EBITDA | ROE | 부채비율 | 순차입금 |
|-------|-------|------|-------|--------|-------|------|------|------|-----|-----------|-------|------|-------|
| -12월 | (십억원) | (%) | (십억원) | (십억원) | (십억원) | (원) | (%) | (배) | (배) | (배) | (%) | (%) | (십억원) |
| 2007 | 12.5 | 7.7 | -2.3 | -6.3 | -6.3 | -559 | 적지 | NA | 1.4 | 136.0 | -16.3 | 52.1 | 7 |
| 2008 | 14.9 | 19.3 | -0.3 | -3.6 | -3.6 | -314 | 적지 | NA | 0.8 | 11.8 | -10.1 | 73.5 | 13 |
| 2009E | 28.8 | 93.3 | 7.2 | - | 6.2 | 564 | 흑전 | 10.8 | - | - | - | - | - |
| 2010F | 33.0 | 14.6 | 8.5 | - | 7.3 | 664 | 17.7 | 9.2 | - | - | - | - | - |

자료: 바이오니아, 우리투자증권 리서치센터 전망

- 당사는 자료 작성일 현재 바이오니아의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료상에 언급된 바이오니아는 당사의 공식 Coverage기업이 아닙니다. 따라서 당사의 공식 투자 의견, 목표주가는 제시하지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

인포피아
(036220.KQ)

제품력은 우수하나 마케팅력은 미비

Not Rated

Analyst

김나연

02)768-7977, irene.kim@wooriwm.com

이수지 (RA)

02)768-7479, susie.lee@wooriwm.com

| 업종 | 제약/바이오 | | |
|------------------------------|----------|-------|-------|
| 현재가 ('10/01/04) | 14,700원 | | |
| KOSPI | 1,696.14 | | |
| KOSDAQ | 528.09 | | |
| 시가총액(보통주) | 109.3십억원 | | |
| 발행주식수(보통주) | 7.4백만주 | | |
| 액면가 | 500원 | | |
| 120일 평균거래량 | 162,446주 | | |
| 120일 평균주가 | 13,219원 | | |
| 52주 최고가('09/05/19) | 22,305원 | | |
| 최저가('09/11/03) | 10,041원 | | |
| 배당수익률(2008) | 0.68% | | |
| 유동주식비율 | | | |
| 외국인지분율 | 12.1% | | |
| 주요주주 | | | |
| 배병우 | 12.9% | | |
| 세이에셋코리아자산운용 | 4.6% | | |
| 주가상승률(%) 3개월 6개월 12개월 | | | |
| 절대수익률 | 24.1 | -19.5 | 26.8 |
| 상대수익률 | 19.0 | -24.7 | -28.6 |

개인용 건강진단기의 가장 기본인 혈당 바이오센서 전문기업

- 인포피아는 당뇨병 진단을 위한 혈당 바이오센서 전문기업
- 고령화 사회에서 진단의약 중요성이 높아지고 있음에도 해외 마케팅 부족으로 시장 점유율이 크게 증가하지 못하고 있음

2009년 실적 추정: 시장 컨센서스 크게 하회

- 2009년에 매출액 410억원(+ 10.2% y-y), 영업이익 105억원(-6.3% y-y)으로 회사 예상치(매출액 550억원, 당기순이익 144억원)를 크게 하회한 것으로 추정
- 매출액 및 영업이익이 당초 예상치를 크게 하회하는 이유는 다음과 같다.
 - 1) 100억원이상 매출이 기대되었던 HbA1C의 기기 결함으로 판매 부진
 - 2) 미국의 매출채권회전을 개선을 위한 매출 지연

혈당 바이오센서 개발 경험을 바탕으로 해외 시장 개척에 힘써야

- 늘어나는 당뇨병환자(전 세계 당뇨병환자 2000년 1억 7천만 명 → 2030년 3억 7천만명, WHO)로 혈당진단 시장의 성장 예상. 생명보험사 상장으로 개인용 건강체크 기본이 되는 혈당기기와 바이오센서 시장 성장 기대
- 혈당 진단 바이오센서 1-아이템이라는 리스크 극복을 위해 품목다각화 추진 중에 있으며 과정 중에 병원용 혈당 측정장비 HbA1C의 기기 결함 발생. 그러나 콜레스테롤/간질환 측정 센서, 심장질환 진단센서 등 제품 다각화 추진으로 미래 성장성 강화
- 안정성과 성장성을 두루 갖추었다는 것은 동사에 긍정적인 요인이나 국내 시장 경쟁 심화와 선진시장으로의 판매 확대 부진은 부정적 요인이라고 판단

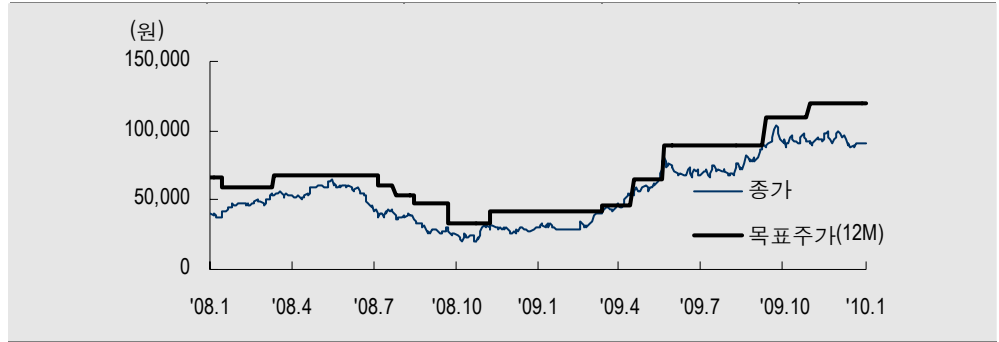
| 결산기 | 매출액 | 증감률 | 영업이익 | 세전 순이익 | 순이익 | EPS | 증감률 | PER | PBR | EV/EBITDA | ROE | 부채비율 | 순차입금 |
|-------|-------|------|-------|--------|-------|-------|-------|------|-----|-----------|------|------|-------|
| -12월 | (십억원) | (%) | (십억원) | (십억원) | (십억원) | (원) | (%) | (배) | (배) | (배) | (%) | (%) | (십억원) |
| 2007 | 31.2 | 50.5 | 8.4 | 10.8 | 8.8 | 1,271 | 36.5 | 32.3 | 6.8 | 30.1 | 30.3 | 14.0 | -11.8 |
| 2008 | 37.2 | 19.4 | 11.2 | 7.6 | 5.6 | 747 | -41.2 | 15.1 | 1.9 | 6.6 | 12.0 | 24.9 | 1.6 |
| 2009E | 41.0 | 10.2 | 10.5 | - | 8.9 | 1,271 | 70.1 | 12.3 | - | - | - | - | - |
| 2010F | 53.5 | 30.5 | 14.4 | - | 12.2 | 1,743 | 37.1 | 9.0 | - | - | - | - | - |

자료: 인포피아, 우리투자증권 리서치센터 전망

- 당사는 자료 작성일 현재 인포피아의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료상에 언급된 인포피아는 당사의 공식 Coverage기업이 아닙니다. 따라서 당사의 공식 투자 의견, 목표주가는 제시하지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견 및 목표주가 변경내역

| 종목명 | 코드 | 제시일자 | 투자의견 | 목표가 |
|-------|-----------|------------|------|------------------|
| 삼성테크윈 | 012450.KS | 2009.11.02 | Buy | 120,000 원 (12개월) |
| | | 2009.09.14 | Buy | 110,000 원 (12개월) |
| | | 2009.05.25 | Buy | 89,000 원 (12개월) |
| | | 2009.04.20 | Buy | 65,000 원 (12개월) |
| | | 2009.03.17 | Buy | 46,000 원 (12개월) |
| | | 2009.02.23 | Buy | 42,000 원 (12개월) |
| | | 2008.11.11 | Buy | 42,000 원 (12개월) |
| | | 2008.10.21 | Buy | 33,000 원 (12개월) |



| 종목명 | 코드 | 제시일자 | 투자의견 | 목표가 |
|-----|-----------|------------|------|----------------|
| 에스디 | 066930.KQ | 2010.01.05 | Buy | 38,000원 (12개월) |



종목 투자등급 (Stock Ratings)

- 대상기간: 12개월
- 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준 종목의 목표수익률이
 - Strong Buy : Buy 등급 중 High Conviction 종목
 - Buy : 15% 초과
 - Hold : 0% ~ 15%
 - Reduce : 0% 미만

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동사에 대한 조사분석자료의 작성 및 공표가 중단되는 경우, 당사 홈페이지(www.wooriwm.com)에서 이를 조회하실 수 있습니다.