서린바이오
(038070.KQ)

Senior Analyst
하태기

투자의견: 매수(유지)

목표주가: 15,000원 /현재주가: 9,600원 (상승여력: 56.3%)

PM Grade :	Increase	Trading Up	Short-term Reduce

연결 외형성장 높고, 수익성 개선도 뚜렷

바이오산업과 동반 성장하는 바이오인프라 전문기업

서린바이오는 의료기기(연결 매출비중 17%), 시약(61%), 소모품(11%), 제품(9%)으로 성장해 왔다. 역사가 오래된 기업이지만 상품비중(수입판매 유통, 매출비중 88%)이 너무 높아 영업마진이 낮은 약점이 있다. 동사는 자체 사업으로 **바이오인프라사업**(자체, 시약, 기자재, 원재료(배양배지 등), 정보 및 서비스 등 바이오 인프라)이 있고, 자회사를 통해서 **피부미용기기**(서린메디케어,지분율 51.23%), **화장품**(제노자임, 지분율 58.71%) 사업을 진행 하고 있다. **3분기 매출액은 전년동기 대비 39.5% 증가한 139억원, 영업이익이 320.4% 증가한 9억원이다. 규모가 적지만 실적개선이 뚜렷**하다.

시약(상품) 매출과 플라즈마 피부미용기기 매출 고성장에 주목

연결기준 성장사업을 보면, **첫째, 금년 3분기 시약(상품)매출이 78% 증가한 105억원이다.** 시약은 바이오시밀러 배양액과 백신제조용 시약 등이 주요 품목이다. 바이오시밀러용으로는 삼성바이오로직스, 이수앱지스, 제넥신 등으로 납품되고, 백신용으로는 SK생명과학, 녹십자 등으로 매출된다. 최근 국내 바이오시밀러와 백신생산이 증가하고 있어, 동사의 시약매출도 꾸준히 증가할 전망이다. **둘째 자회사 서린메디케어의 의료기기 매출이 고성장 중이다.** 저온 플라즈마(피부살균, 약품흡수, 피부재생 기능) 기술로 출시된 에스테틱, 메디컬, 홈케어용 제품 매출이 크게 증가하고 있다. 서린메디케어 매출이 2017년 33억원 이었고, 2018년에는 상반기 20억원대, 연간 50억원(기존 전망치 하향 조정)에 근접할 것으로 추정된다. 특히 2019년 상반기에 프라즈마샤워(개인용)가 홈쇼핑(하반기) 및 온라인채널에 진출할 계획이어서, 추가적인 매출성장이 가능할 전망이다. **셋째, 자체 제품으로 살균수 제조기 에코트리(ecoTree™)가 있다**. 제약 바이오기업, 대학연구소, 병의원 등 기존 고객군(유통채널)에 공급하고 있으며, 향후 새로운 채널 확대와 **수출**, 그리고 B2C 영업 잠재력도 있다. 다만 소비자 인식변화에 시간이 필요한 것으로 평가, 점진적으로 매출성장이 이루어질 전망이다. 넷째, 화장품(동충하초 발효원액 이용 화장품 등)은 매출규모가 미미하고 성장에는 시간이 많이 필요할 것으로 전망된다.

참고로 연결기준 제품매출비중이 2017년 6.6%에서 2018년 9%, 2020년에는 15%에 근접할 전망이다. 마진 높은 제품매출 확대로 매출원가율이 2017년 70%로 개선되었고, 향후 70% 내외에서 안정될 것이다. **2018년 4분기에도 3분기와 비슷한 추세의 영업실적 개선이 가능할 전망이다**. **2018년 연결 영업실적은 매출액이 18.3% 증가한 504억원, 영업이익이 121.2% 증가한 26억원으로 추정**된다. 2019년부터는 제품 매출 증가로 영업이익 증가속도가 빨라질 가능성이 있다.

장기관점에서 매수 가능한 기업이다

자체 시약(상품) 매출증가, 살균수 제조기 에코트리, 의료기기, 화장품 등에서 성장 잠재력이 높아지고 있다. 특히 저온 플라즈마 제품의 매출이 성장하면서 2019년 하반기에는 서린메디케어의 IPO 준비과정을 거쳐, 2020년 IPO 가능성이 있다. 장기적인 관점에서 매수 가능한 기업으로 평가된다.

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2016	44.9	2.2	5.1	4.2	613	119.5	3.0	23.4	28.1	2.0	8.7
2017	42.6	1.2	2.8	2.3	305	-50.2	2.4	38.3	31.5	1.6	4.1
2018E	50.4	2.6	3.5	2.9	396	29.7	4.1	23.9	13.9	1.2	5.2
2019E	57.4	3.8	4.4	3.8	507	27.9	5.1	18.7	11.0	1.1	6.3
2020E	62.4	4.7	5.3	4.5	604	19.2	6.0	15.7	8.6	1.1	7.1

자료 : 서린바이오, 골든브릿지투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

자회사 서린메디케어, 피부미용기기 플라즈마 제품 매출성장 전망

자회사 서린메디케어(지분 51%)에서 플라즈마 피부미용기기를 출시하여 매출성장이 예상된다. 서린메디케어는 고주파 등의 피부미용기기를 보유하고 있는데, 최근 플라즈마 기술기반으로 차별화된 제품을 출시하여 에스테틱과 메디컬 제품군에서 2017년 33억원의 매출이 발생했다. 2018년에는 50억원에 근접할 전망이다. 매출성장에 따라 2019년 상반기에 개인용 홈케어 제품인 **플라즈마샤워의 홈쇼핑 출시를 추진 중이다. 2019년 하반기에는 코스닥 상장을 준비해서, 2020년 상장 목표이**다.

자체 제품, 살균수(HOCL) 제조기 에코트리(ecoTree™) 출시→ 점진적 매출성장 기대

실험실과 병원내 의료장비 살균을 위한 살균수 제조기 에코트리를 개발/판매 중이다. 에코트리는 3% 염산과 수도물을 전기분해하여 살균수 차아염소산수(HOCL)을 생산하는 기기이다. HOCL은 녹농균, 대장균 등 광범한 균들에 대한 살균효과가 크다. 특히 HOCL은 인체내 존재하는 물질로 국내에서 식품첨가물로 승인되어 있고, 미국에서도 일반적으로 독성이 없는 물질로 분류되어 있다. 살균수 제조기 에코트리 관련 국내 시장은 약 3천억원 내외이다. 우선 **기존의 유통채널인 대학교, 제약사, 바이오기업 연구소와 병원에 에코트리를 납품하고 있다. 다만 인식전환에 대한 시간이 필요해 보여 점진적으로 매출성장이 이루어질** 것으로 추정된다. 2019년에는 사양이 큰 기기를 추가로 출시하고, 수출도 추진하며, 유통채널도 넓힐 예정이다.

[표 1] 차아염소산수(HOCL) 제조기 에코트리(ecoTree™)

자료 : 골든브릿지증권

[표 2] 플라즈마 기반 제품군

자료 : 서린바이오 IR자료

[표 3] 서린바이오 분기별, 부문별 매출 추이(연결기준) (단위: 억원)

구분	매출유형	2016	2017 1Q	2017 2Q	2017 3Q	2017 4Q	2017	2018 1Q	2018 2Q	2018 3Q	2018 4QE	2018E
상품매출	기기	66	18	19	15	28	80	23	22	9	29	83
		0.0%	28.6%	280.0%	15.4%	-17.6%	21.2%	27.8%	15.8%	-40.0%	5.0%	4.3%
	시약	282	83	69	59	50	261	66	66	105	70	307
		0.0%	38.3%	-26.6%	-10.6%	-19.4%	-7.4%	-20.5%	-4.3%	78.0%	40.0%	17.6%
	소모품	64	8	10	15	17	50	13	16	9	18	56
		0.0%	-60.0%	-23.1%	-11.8%	21.4%	-21.9%	62.5%	10.0%	10.0%	6.0%	12.0%
	합계	412	109	98	89	95	391	102	104	123	117	446
		0.0%	16.0%	-12.5%	-7.3%	-13.6%	-5.1%	-6.4%	6.1%	38.2%	23.6%	14.2%
제품매출		**25**	**5**	**9**	**7**	**7**	**28**	**8**	**11**	**12**	**13**	**44**
		0.0%	900.0%	-21.7%	0.0%	16.7%	12.0%	60.0%	22.2%	71.4%	85.7%	57.1%
용역매출		11	0.6	0.4	1.2	1.3	3.5	0	1	0	1	3
		0.0%	-60.0%	100.0%	0.0%	-84.0%	-68.2%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	15.0%
임대/ 기타매출		2	0.5	0.5	0.7	1.8	4	1	3	4	3	11
		0.0%	-28.6%	0.0%	133.3%	260.0%	75.0%	151.8%	491.0%	471.4%	66.7%	220.4%
합계		679	115	107	100	105	426	112	119	139	135	504
		51.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-37.2%	-2.6%	11.2%	39.5%	28.5%	18.3%

자료: 서린바이오, 골든브릿지투자증권

[표 4] 서린바이오 분기별 요약 영업실적(연결기준)

12월결산	2017				2018E			
(억원)	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QE
매출액	115	107	100	105	112	117	139	135
영업이익	8	7	2	- 5	3	5	9	7
세전이익	11	9	5	4	5	7	13	8
순이익	9	7	3	3	5	6	9	7
YoY(%)								
매출액	18.7	-14.1	-4.8	-14.8	-2.6	8.9	39.9	28.5
영업이익	324.3	17.8	102.3	적전	-67.2	-31.8	320.3	흑전
세전이익	224.1	-69.6	23.6	-74.9	-53.6	-22.6	174.7	132.9
순이익	213.0	-71.3	28.2	-72.6	-48.8	-14.0	174.1	111.2

자료: 서린바이오, 골든브릿지투자증권,

[표 5] 서린바이오 주가 밸류에이션 (단위: 억원)

Forward 추정순이익		28	개별기준 순이익 추정
적정 PER(안정적 사업성결 감안)		19	실적 성장, PER 하향 조정
사업가치		532	
에코트리 및 치매진단키트 개발 등 프리미엄부여	10%	53	살균수 제조기기 및 분자진단 성장 잠재력 평가
개별기준 사업가치 합계		**585**	
자회사 가치			
서린메디케어 추정 순이익		17	2019년 추정치(적정 이익률 가정)
PER		40	플라즈마 미용기기 성장 잠재력 평가
사업가치		680	
보유지분고려가치	**51%**	**347**	
제노자임, 기타 등		**100**	화장품 사업 잠재력 평가
기업가치 합계		**1,032**	
발행주식수㈜		6,900,516	
자사주㈜		9,463	
유통주식수㈜		6,891,053	
적정주가(원)		**14,976**	

자료: 서린바이오, 골든브릿지투자증권,

재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	36.0	31.9	33.6	52.6	61.9
현금 및 현금성자산	4.8	3.4	3.3	19.4	28.8
매출채권 및 기타채권	9.5	7.2	7.9	10.1	10.1
재고자산	9.7	13.3	14.8	15.2	14.7
기타유동자산	12.0	8.0	7.6	7.9	8.3
비유동자산	30.5	39.1	38.6	38.6	38.8
관계기업투자등	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6
유형자산	20.0	27.2	26.7	27.0	27.3
무형자산	3.7	4.0	4.0	3.4	2.9
자산총계	**66.5**	**71.0**	**72.2**	**91.2**	**100.6**
유동부채	10.9	12.9	13.1	24.1	24.9
매입채무 및 기타재무	4.6	5.5	6.0	6.9	7.5
단기금융부채	1.9	4.1	2.7	12.7	12.7
기타유동부채	4.5	3.4	4.3	4.5	4.7
비유동부채	5.8	5.3	3.7	8.9	14.1
장기금융부채	2.3	1.7	0.0	5.0	10.0
기타비유동부채	3.5	3.6	3.7	3.9	4.1
부채총계	16.8	18.2	16.8	33.0	38.9
지배주주지분	48.6	51.5	54.0	56.8	60.2
자본금	3.0	3.2	3.5	3.5	3.5
자본잉여금	15.3	16.7	17.1	17.1	17.1
이익잉여금	30.7	32.0	33.6	36.4	39.8
비지배주주지분(연결)	1.1	1.3	1.4	1.4	1.4
자본총계	**49.7**	**52.8**	**55.4**	**58.2**	**61.7**

손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	**44.9**	**42.6**	**50.4**	**57.4**	**62.4**
매출원가	32.2	29.8	35.6	39.9	42.7
매출총이익	**12.7**	**12.8**	**14.9**	**17.5**	**19.7**
판매비와 관리비	10.5	11.7	12.3	13.8	14.9
영업이익	**2.2**	**1.2**	**2.6**	**3.8**	**4.7**
(EBITDA)	3.0	2.4	4.1	5.1	6.0
금융손익	**0.3**	**0.4**	**0.1**	**-0.1**	**-0.2**
이자비용	0.0	0.1	0.1	0.2	0.4
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1
기타영업외손익	2.6	1.2	0.8	0.6	0.6
세전계속사업이익	**5.1**	**2.8**	**3.5**	**4.4**	**5.3**
계속사업법인세비용	1.0	0.6	0.6	0.7	0.8
계속사업이익	4.2	2.3	2.9	3.8	4.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**4.2**	**2.3**	**2.9**	**3.8**	**4.5**
지배주주	4.1	2.1	2.7	3.5	4.2
총포괄이익	**4.2**	**2.3**	**3.2**	**3.8**	**4.5**
매출총이익률 (%)	28.3	30.0	29.5	30.5	31.5
영업이익률 (%)	4.8	2.7	5.1	6.6	7.6
EBITDA마진률 (%)	6.6	5.6	8.2	8.8	9.6
당기순이익률 (%)	9.3	5.3	5.8	6.5	7.2
ROA (%)	6.1	3.0	3.8	4.3	4.3
ROE (%)	8.7	4.1	5.2	6.3	7.1
ROIC (%)	5.2	2.2	4.5	6.7	8.4

현금흐름표

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	**2.8**	**1.3**	**4.2**	**3.2**	**6.7**
당기순이익(손실)	4.2	2.3	2.9	3.8	4.5
비현금수익비용가감	0.2	2.1	2.4	1.1	1.0
유형자산감가상각비	0.6	0.8	1.0	0.9	0.9
무형자산상각비	0.1	0.4	0.6	0.4	0.3
기타현금수익비용	-2.5	-0.2	0.8	-0.2	-0.3
영업활동 자산부채변동	-1.4	-1.9	-1.1	-1.6	1.2
매출채권 감소(증가)	1.1	1.7	-0.7	-2.2	0.0
재고자산 감소(증가)	-3.3	-3.5	-1.4	-0.4	0.4
매입채무 증가(감소)	-0.2	0.9	0.4	0.8	0.6
기타자산, 부채변동	0.9	-1.0	0.6	0.2	0.2
투자활동 현금	**3.8**	**-5.0**	**-1.1**	**-1.5**	**-1.6**
유형자산처분(취득)	-2.4	-8.0	-0.6	-1.1	-1.2
무형자산 감소(증가)	-1.6	-0.8	-0.5	0.2	0.2
투자자산 감소(증가)	7.8	4.3	0.1	-0.2	-0.2
기타투자활동	0.0	-0.5	-0.2	-0.3	-0.3
재무활동 현금	**-5.4**	**2.4**	**-3.2**	**14.3**	**4.3**
차입금의 증가(감소)	-4.6	1.6	-3.0	15.0	5.0
자본의 증가(감소)	-0.7	0.8	-0.4	-0.7	-0.7
배당금의 지급	0.7	0.8	0.9	0.7	0.7
기타재무활동	-0.1	0.0	0.2	0.0	0.0
현금의 증가	**1.1**	**-1.4**	**-0.1**	**16.1**	**9.4**
기초현금	3.7	4.8	3.4	3.3	19.4
기말현금	4.8	3.4	3.3	19.4	28.8

자료: 서린바이오, 골든브릿지투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

주요 투자지표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
투자지표 (x)					
P/E	23.4	38.3	23.9	18.7	15.7
P/B	2.0	1.6	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA	28.1	31.5	13.9	11.0	8.6
P/CF	14.4	14.6	12.3	13.5	11.9
배당수익률 (%)	0.9	0.9	1.1	1.1	1.1
성장성 (%)					
매출액	7.8	-5.1	18.3	13.9	8.6
영업이익	23.7	-46.8	121.2	47.1	25.2
세전이익	134.4	-44.9	24.8	25.4	19.2
당기순이익	136.1	-45.4	28.5	29.0	19.2
EPS	119.5	-50.2	29.7	27.9	19.2
안정성(%)					
부채비율	33.8	34.5	30.3	56.6	63.1
유동비율	329.3	247.0	257.4	218.4	248.6
순차입금/자기자본	-24.7	-9.6	-14.2	-15.8	-22.6
영업이익/금융비용	61.4	13.8	36.8	15.7	13.3
총차입금 (십억원)	4.2	5.8	2.7	17.7	22.7
순차입금 (십억원)	-12.3	-5.0	-7.9	-9.2	-13.9
주당지표(원)					
EPS	613	305	396	507	604
BPS	7,310	7,517	7,820	8,226	8,730
CFPS	655	648	768	700	791
DPS	130	100	100	100	100

Stock Data

KOSDAX(11/19)	702.1pt
시가총액	662억원
발행주식수	6,901천주
액면가	500원
52주 최고가 / 최저가	16,750/8,730원
90일 일평균거래대금	8억원
외국인 지분율	2.3%
배당수익률(18.12E)	1.1%
BPS(18.12E)	7,820원

주가수익률

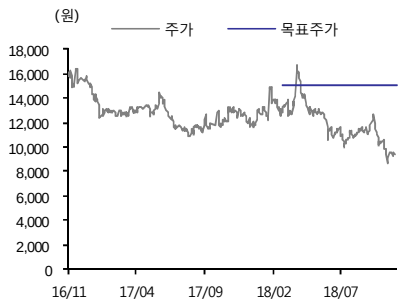
(%)	1W	1M	6M	1Y
절대수익률	-1.3	-9.1	-24.4	-22.3
상대수익률	-1.8	-3.5	-5.6	-10.8

주주구성

황을문 (외 5인)	28.9%

Stock Price

서린바이오 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	목표가격 대상 시 시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2018. 03. 09	매수(신규)	15,000원	1년	-13.0	11.7
2018. 07. 12	매수(유지)	15,000원	1년	-28.4	-15.3
2018. 11. 20	매수(유지)	15,000원	1년		

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자:하태기)

연락처: 02-3779-3513 / Email: tgha8872@gmail.com

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight(비중확대)			
		Neutral (중립)			
		Underweight (비중축소)			
Company (기업)	투자등급 4 단계	Buy (매수)	+15% 이상	49.5%	투자의견 비율은 의견 공표 종목들의 맨 마지막 공표 의견을 기준으로 한 투자등급별 비중(최근 1 년간 누적 기준, 분기별 갱신)
		Hold (보유)	-15% ~+15%	1.6%	
		Sell (매도)	-15% 이하 기대	0.0%	
		Not Rated(투자의견 없음)	등급보류	48.9%	
		합계		100.0%	