

서린바이오
(038070.KQ)

Senior Analyst
하태기

투자의견: 매수(유지)

목표주가: 14,000원(하향) / 현재주가: 9,630원 (상승여력: 45.4%)

PM Grade : Increase Trading Up Short-term Reduce

정부의 바이오투자 확대로 바이오인프라 수요 증가

바이오인프라 전문기업이며 자회사 가치도 상승 중

동사는 바이오인프라 전문기업으로 자리잡고 있다. 2018년 연결기준 사업포트폴리오는 기기 16.4%, 시약 58.1%, 소모품 14.4%, 그리고 제품 8.0% 이다. 연결기준 상품비중이 높지만 자체 제품출시로 제품비중이 점진적으로 확대되고 있다. 자 회사를 통해서 **피부미용기기**(서린메디케어, 지분율 51.23%), **화장품**(제노자임, 지분율 58.71%) 사업도 진행 중이다.

정부 바이오투자 확대로 바이오인프라 기업의 고성장환경이 조성될 전망

최근 정부의 바이오산업 육성의지가 확고하다. 금년 5월에 정부는 바이오헬스분야 연구개발(R&D) 투자자금으로 2017년 연간 2조 6천억원에서 2025년부터 4조원 이상으로 늘리겠다고 발표했다. 따라서 제약바이오기업의 연구용기기, 시약, 소모품에 대한 수요가 지속적으로 증가할 것이다. 서린바이오사이언스의 주력사업이 바로 바이오기기와 시약, 그리고 소모품이다. 사업내용을 보면 첫째, 기기는 대부분 연구용장비 등이며, 기타 바이오기기도 일부 포함되어 있다. 둘째, 바이오 의약품 시약 등은 바이오시밀러 배양액(삼성바이오로직스, 이수앱지스, 제넥신향 등)과 백신제조용(SK생명과학, 녹십자향 등) 시약 등이 주요 품목이다. 국내 바이오시밀러와 백신생산이 증가하고 있어, 동사의 시약매출도 꾸준히 증가할 전망이다. 셋째, 소모품은 실험용 소모품을 포함해서 소모성 품목이다. 동사는 바이오인프라 부문에서 2017년 12.0%, 2018년에 13.6% 성장했다. 향후에도 이러한 성장세가 지속될 전망이다. 그외 자체 제품으로 살균수 제조기 에코트리(ecoTreeTM)의 매출은 예상보다는 성장속도가 늘리지만, 새로운 채널 확대와 수출을 추진으로 향후 증가할 수 있을 것이다.

아직 R&D부문에서 R&D비용 지출규모가 크지 않지만 첫째, 난치성 분자진단 기술로 치매조기진단키트와 임신중독진단 키트를 개발 중이며, 둘 다 2022년 출시 목표이다. 둘째, 친환경 미생물 미세면지필터를 장기과제로 개발 중이다.

연결기준에서 자회사는 **서린메디케어의 기기 매출이 성장 중이다.** 저온 플라즈마(피부살균, 약품흡수, 피부재생 기능) 기술로 출시된 에스테틱, 메디컬, 홈케어용 제품 매출이 증가하고 있다. 서린메디케어 매출이 2017년 33억원 이었고, 2018년에 39억원이다. 2019년 매출액은 다양한 마케팅전략으로 20% 이상 성장은 가능할 전망이다.

2019년 1분기 연결기준 매출액은 전년동기대비 12.1% 증가한 125억원, 영업이익이 17.4% 증가한 6억원이다. 절대적 매출 규모가 크지 않지만 성장추세는 뚜렷하다. 2019년 연결 영업실적은 매출액이 11.3% 증가한 555억원, 영업이익이 21.4% 증가한 21억원으로 추정된다.

장기관점에서 보면 여전히 주가는 저평가권이다

정부의 바이오헬스 R&D투자 확대로 동사의 성장 잠재력이 높아지고 있다. 치매조기진단키트 등 연구개발부문 진전, 서린메디케어의 지분가치 상승, 등을 감안하면 **동사의 주가는 저평가권인 것으로 판단**된다. 다만 목표주가는 최근 제약/바이오기업 평균적 Multiple 하락을 반영, 14,000원으로 소폭 하향 조정했다.

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2017	42.6	1.2	2.8	2.3	290	-50.2	2.2	38.3	33.7	1.6	4.1
2018	49.9	1.8	3.4	2.9	362	24.9	3.4	28.6	19.8	1.4	5.0
2019E	55.5	2.1	10.6	9.0	999	175.9	3.8	9.8	15.4	1.2	12.8
2020E	61.0	2.4	3.0	2.5	279	-72.1	4.0	35.2	15.0	1.2	3.3
2021E	67.6	2.8	3.3	2.8	309	10.7	4.4	31.8	13.2	1.1	3.6

자료 : 서린바이오, 상상인증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준, 2019년 2분기 일회성 투자지분 매각이익 70억원대 내외 발생

자회사 서린메디케어, 피부미용기기 플라즈마 제품 매출 성장여부에 주목

자회사 서린메디케어(지분 51%)에서 플라즈마 피부미용기기를 출시, 매출성장이 예상된다. 고주파 등의 피부미용기기를 보유하고 있는데, 최근 플라즈마 기술기반으로 차별화된 제품을 출시하여 에스테틱과 메디컬 제품군에서 2017년 33억원의 매출이 발생했다. 2018년에 39억원으로 당초 예상보다는 외형성장이 낮았다. 2019년에 다양한 마케팅 전략으로 의미 있는 매출성장을 이끌어 낼 수 있을 지 주목된다.

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

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.

R&D로 분자진단키트(치매, 임신중독)와 친환경 미생물 미세먼지필터 개발 중

2018년 R&D비용 지출규모가 18억원이지만 가시성 있는 신제품 개발 프로젝트를 진행 중이다. 첫째, 난치성 분자진단 기술인 혈액 microRNA를 이용해서 **치매조기진단키트(2016~2021)와 임신중독진단키트(2016~2021)를 개발 중**이며, 둘 다 2022년 출시 목표이다. 둘째, **친환경 미생물 미세먼지필터를 장기과제로 개발 중**이다.

[표 1] 차아염소산수(HOCL) 제조기 에코트리(ecoTree™)



자료 : 서린바이오

[표 2] 플라즈마 기반 제품군

에스테틱 제품군	메디컬 제품군	홈케어 제품군
MultiShape 	플라즈마 기술 활용 PlaSon 	PLASMA BT
Obcure 	ProFacial 	ACNO
	Intima RF 	PLASMA Shower
	MK-5000 	R-Fine
		Dr. 품

자료 : 서린바이오 IR자료

[표 3] 서린바이오 분기별, 부문별 매출 추이(연결기준)

(단위: 억원)

구분	매출유형	2018				2019				2019E			
		2016	2017	1Q	2Q	3Q	4Q	2018	1QE	2QE	3QE	4QE	2019E
상품매출	기기	66	80	23	22	9	28	82	28	26	12	31	97
		0.0%	21.2%	27.8%	15.8%	-40.0%	0.0%	2.5%	21.7%	20.0%	30.0%	10.0%	18.2%
	시약	282	261	66	66	105	53	290	62	67	113	58	301
		0.0%	-7.4%	-20.5%	-4.3%	78.0%	6.0%	11.1%	-6.1%	2.0%	8.0%	10.0%	3.8%
	소모품	64	50	13	16	9	34	72	22	21	13	37	93
	0.0%	-21.9%	62.5%	10.0%	10.0%	100.0%	44.0%	69.2%	30.0%	40.0%	10.0%	28.9%	
합계		412	391	102	104	123	115	444	112	115	138	127	491
		0.0%	-5.1%	-6.4%	6.1%	38.2%	21.1%	13.6%	9.8%	10.1%	12.0%	10.0%	10.5%
제품매출		25	28	8	11	12	9	40	8	12	13	10	44
		0.0%	12.0%	60.0%	22.2%	71.4%	28.6%	42.9%	0.0%	10.0%	10.0%	15.0%	9.1%
용역매출		11	3.5	0	1	0	1	3	2	1	0	1	4
		0.0%	-68.2%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	15.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	15.0%
임대/ 기타매출		2	4	1	3	4	4	12	1	4	4	4	14
		0.0%	75.0%	151.8%	491.0%	433.6%	112.1%	236.2%	-20.6%	35.4%	15.0%	15.0%	16.3%
합계		676	426	112	119	139	129	499	125	132	155	143	555
		58.6%	-37.0%	-2.6%	11.2%	39.5%	23.2%	17.0%	12.1%	10.7%	11.9%	10.4%	11.3%

자료: 서린바이오, 상상인증권

[표 4] 서린바이오 분기별 요약 영업실적(연결기준)

12월결산 (억원)	2018				2019E			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QE
매출액	112	119	139	129	125	132	155	143
영업이익	3	7	9	- 1	3	6	8	5
세전이익	5	9	13	7	6	83	11	6
순이익	5	8	9	7	5	71	9	5
YoY(%)								
매출액	-2.6	11.2	39.5	23.2	12.1	10.7	11.9	10.4
영업이익	-67.2	5.9	320.4	적지	17.4	-23.7	-14.3	흑전
세전이익	-53.6	1.1	174.7	108.2	23.8	800.8	-16.0	-15.8
순이익	-48.8	16.8	174.1	102.0	16.7	786.1	-4.8	-21.4

자료: 서린바이오, 상상인증권, 2019년 2분기 투자지분 세전매각이익 70억원대 발생 추정

[표 5] 서린바이오 추가 밸류에이션

(단위: 억원)

2019년 추정 지배주주이익	21	개별기준 순이익 추정	
적정 PER(안정적 사업성결 감안)	20	실적성장, 사업의 안정성	
사업가치	428		
에코트리 및 치매진단키트 개발 등 프리미엄부여	20%	86	살균수 제조기기 및 분자진단 성장 잠재력 평가
개별기준 사업가치 합계	514		
자회사 가치			
서린메디케어 추정 순이익	15	2020년 추정치(적정 이익률 가정)	
PER	27	플라즈마 미용기기 성장 잠재력 평가	
사업가치	405		
보유지분고려가치	51%	207	
제노자임, 기타 등		100	
기업가치 합계		821	
보유현금	190	2019년말 추정치	
최종기업가치		1,011	
발행주식수(주)	7,300,516		
자사주(주)	12,834		
유통주식수(주)	7,287,682		
적정주가(원)		13,868	

자료: 서린바이오, 상상인증권

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	31.9	32.8	36.9	53.9	61.0
현금 및 현금성자산	3.4	3.8	7.7	20.6	27.4
매출채권 및 기타채권	7.0	6.7	8.2	10.4	10.6
재고자산	13.3	15.1	14.1	15.6	15.4
기타유동자산	8.3	7.1	6.9	7.2	7.5
비유동자산	39.1	38.8	38.6	38.9	39.4
관계기업투자등	0.5	0.1	0.1	0.1	0.1
유형자산	27.2	26.6	26.5	26.7	27.0
무형자산	4.0	4.0	3.8	3.7	3.5
자산총계	71.0	71.6	75.5	92.8	100.4
유동부채	12.9	12.8	9.7	20.5	21.4
매입채무 및 기타채무	5.5	6.4	6.8	7.5	8.4
단기금융부채	4.1	1.7	1.0	11.0	11.0
기타유동부채	3.4	4.7	1.9	2.0	2.1
비유동부채	5.3	3.6	3.9	9.1	14.2
장기금융부채	1.7	0.0	0.0	5.0	10.0
기타비유동부채	3.6	3.6	3.9	4.1	4.2
부채총계	18.2	16.3	13.6	29.6	35.6
자배주주지분	51.5	53.7	60.3	61.6	63.1
자본금	3.2	3.5	3.7	3.7	3.7
자본잉여금	16.7	17.1	17.1	17.1	17.1
이익잉여금	32.0	33.3	39.7	41.0	42.5
비지배주주지분(연결)	1.3	1.6	1.7	1.7	1.7
자본총계	52.8	55.3	61.9	63.2	64.8

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	1.3	4.2	6.7	0.9	4.9
당기순이익(손실)	2.3	2.9	9.0	2.5	2.8
비현금수익비용가감	2.1	2.6	-1.5	1.3	1.3
유형자산감가상각비	0.8	1.1	1.1	1.1	1.1
무형자산상각비	0.3	0.6	0.6	0.6	0.6
기타현금수익비용	-0.2	-0.1	-3.1	-0.3	-0.4
영업활동 자산부채변동	-1.9	-1.2	-0.9	-3.0	0.9
매출채권 감소(증가)	1.7	-0.6	-1.9	-2.2	-0.2
재고자산 감소(증가)	-3.5	-1.9	1.0	-1.6	0.2
매입채무 증가(감소)	0.9	0.6	0.3	0.8	0.8
기타자산, 부채변동	-1.0	0.7	-0.4	0.1	0.1
투자활동 현금	-5.0	0.4	-2.0	-2.3	-2.4
유형자산처분(취득)	-8.0	-0.4	-0.9	-1.2	-1.4
무형자산 감소(증가)	-0.8	-0.5	-0.4	-0.4	-0.4
투자자산 감소(증가)	4.3	1.4	-0.4	-0.3	-0.3
기타투자활동	-0.5	-0.1	-0.2	-0.3	-0.3
재무활동 현금	2.4	-4.2	-0.7	14.3	4.3
차입금의 증가(감소)	1.6	-4.1	-0.7	15.0	5.0
자본의 증가(감소)	0.8	-0.1	-0.9	-0.7	-0.7
배당금의 지급	0.8	0.6	0.9	0.7	0.7
기타재무활동	0.0	0.0	0.9	0.0	0.0
현금의 증가	-1.4	0.4	3.9	12.9	6.8
기초현금	4.8	3.4	3.8	7.7	20.6
기말현금	3.4	3.8	7.7	20.6	27.4

자료: 서린바이오, 상상인증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	42.6	49.9	55.5	61.0	67.6
매출원가	29.8	35.4	40.1	44.1	48.7
매출총이익	12.8	14.4	15.4	16.9	18.9
판매비와 관리비	11.7	12.7	13.2	14.6	16.1
영업이익	1.2	1.8	2.1	2.4	2.8
(EBITDA)	2.2	3.4	3.8	4.0	4.4
금융손익	0.4	0.2	0.1	-0.1	-0.2
이자비용	0.1	0.1	0.0	0.2	0.3
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	1.2	1.5	8.4	0.6	0.6
세전계속사업이익	2.8	3.4	10.6	3.0	3.3
계속사업법인세비용	0.6	0.6	1.6	0.4	0.5
계속사업이익	2.3	2.9	9.0	2.5	2.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	2.3	2.9	9.0	2.5	2.8
지배주주	2.1	2.6	7.3	2.0	2.3
총포괄이익	2.3	3.2	9.0	2.5	2.8
매출총이익률 (%)	30.0	29.0	27.7	27.8	28.0
영업이익률 (%)	2.7	3.5	3.8	3.9	4.1
EBITDA마진률 (%)	5.2	6.8	6.8	6.6	6.5
당기순이익률 (%)	5.3	5.8	16.3	4.1	4.1
ROA (%)	3.0	3.7	9.9	2.4	2.3
ROE (%)	4.1	5.0	12.8	3.3	3.6
ROIC (%)	2.2	3.1	3.8	4.0	4.6

주요 투자지표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
투자지표 (x)					
P/E	38.3	28.6	9.8	35.2	31.8
P/B	1.6	1.4	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA	33.7	19.8	15.4	15.0	13.2
P/CF	16.0	13.0	9.5	18.7	17.7
배당수익률 (%)	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0
성장성 (%)					
매출액	-5.1	17.0	11.3	9.9	10.8
영업이익	-46.8	51.6	21.4	12.3	17.1
세전이익	-44.9	21.7	208.8	-72.1	10.7
당기순이익	-45.4	27.1	213.0	-72.1	10.7
EPS	-50.2	24.9	175.9	-72.1	10.7
안정성 (%)					
부채비율	34.5	29.6	21.9	46.7	55.0
유동비율	247.0	256.8	382.4	263.0	284.9
순차입금/자기자본	-9.6	-14.6	-21.3	-17.9	-20.7
영업이익/금융비용	13.8	25.8	122.2	12.7	9.6
총차입금 (십억원)	5.8	1.7	1.0	16.0	21.0
순차입금 (십억원)	-5.0	-8.1	-13.2	-11.3	-13.4
주당지표(원)					
EPS	290	362	999	279	309
BPS	7,136	7,358	8,257	8,436	8,645
CFPS	615	755	1,037	525	555
DPS	100	100	100	100	100

Stock Data

KOSDAX(06/12)	724.3pt
시가총액	703억원
발행주식수	7,301천주
액면가	500원
52주 최고가 / 최저가	12,056/8,287원
90일 일평균거래대금	4억원
외국인 지분율	3.0%
배당수익률(19.12E)	1.0%
BPS(19.12E)	7,552원

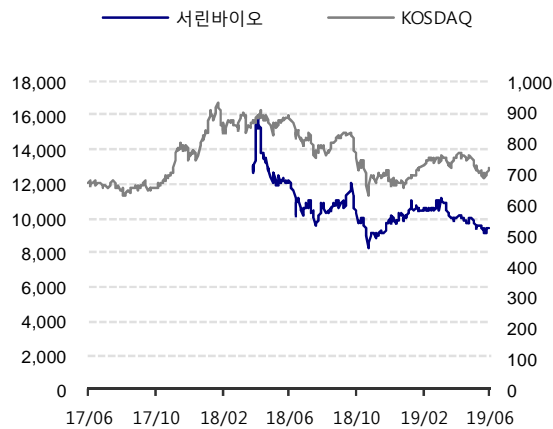
주가수익률

(%)	1W	1M	6M	1Y
절대수익률	5.5	0.4	0.8	-18.3
상대수익률	1.0	-0.4	-9.4	-1.5

주주구성

황을문 (외 5인)	28.4%
------------	-------

Stock Price



서린바이오 목표주가 추이		투자 의견 변동내역																																			
		<table border="1"> <thead> <tr> <th rowspan="2">일시</th> <th rowspan="2">투자의견</th> <th rowspan="2">목표가격</th> <th rowspan="2">목표가격 대상 시 시점</th> <th colspan="2">과리율</th> </tr> <tr> <th>평균주가대비</th> <th>최고(최저)주가대비</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2018. 03. 09</td> <td>매수(신규)</td> <td>15,000원</td> <td>1년</td> <td>-13.0</td> <td>11.7</td> </tr> <tr> <td>2018. 07. 12</td> <td>매수(유지)</td> <td>15,000원</td> <td>1년</td> <td>-28.4</td> <td>-15.3</td> </tr> <tr> <td>2018. 11. 20</td> <td>매수(유지)</td> <td>15,000원</td> <td>1년</td> <td>-29.3</td> <td>-21.7</td> </tr> <tr> <td>2019. 06. 13</td> <td>매수(유지)</td> <td>14,000원(하향)</td> <td>1년</td> <td></td> <td></td> </tr> </tbody> </table>	일시	투자의견	목표가격	목표가격 대상 시 시점	과리율		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	-29.3	-21.7	2019. 06. 13	매수(유지)	14,000원(하향)	1년					
일시	투자의견	목표가격					목표가격 대상 시 시점	과리율																													
			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	-29.3	-21.7																																
2019. 06. 13	매수(유지)	14,000원(하향)	1년																																		

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자가태기)
 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 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비	Overweight(비중확대)			
	업종 비중 기준	Neutral (중립)			
	투자등급 3 단계	Underweight (비중축소)			
Company (기업)	투자등급 4 단계	Buy (매수)	+15% 이상	53.2%	
		Hold (보유)	-15% ~ +15%	0.6%	투자의견 비율은 의견 공표 종목들의 맨
		Sell (매도)	-15% 이하 기대	0.0%	마지막 공표 의견을 기준으로 한
		Not Rated(투자의견 없음)	등급보류	46.2%	투자등급별 비중(최근 1년간 누적 기준,
		합계		100.0%	분기별 갱신)