



에스디(066930)

2007년10월12일

의료 제조업

Fly~! 세계를 누비는 슈퍼 국산 Fly

BUY

Valuation

Target Price: 21,093

Price: 15,100

Margin of Safety: 39.69%

MktCap.(100mn): 1,208

ROE: 11.14%

Op.Magin: 29.51%

PER: 25.25

PBR: 2.9

Dividend Yield: 0.4 %

Major Sh. Holder:

조영식 (27.94%)

Foreign Shr.: 5.67%

● 작지만 강한 우리나라 1위 에스디

국내 진단시약 시장 점유율 70%

Rapid Test 분야에서 탄탄한 기술력을 자랑

해외 매출 꾸준히 증대

국제적인 인정; CE Mark, WHO인증 획득 WHO 국제입찰에서의 성공.

● 에스디, 필력이는 날갯짓

- 양지바른 진단시약시장

해외체외진단시약시장 매년 6% 성장

주력 분야인 Rapid Test 시장 연평균 20% 성장

- 같은 값이면 다홍치마

원재료와 원천기술 확보로 가격 경쟁력에서 우위

기초원료에서 완제품까지 독자적인 생산능력 완비

저렴하게 좋은 제품을 제공하여 WHO 낙찰

● 점프, 점프, 점프 !

원천기술로 인한 우위는 앞으로 계속 될 것이다

쉽게 혈당치를 측정할 수 있는 혈당 Bio sensor 시판 예정

신 사업으로서 Protein chip 시장 성장 기대됨

폐암 진단 Protein chip 특허

● Valuation & Conclusion

기업분석 5팀

김성진 김희수 정준모

최용림 김민정

I. 에스디는 좋은 시장에 있다.

체외진단시약 전문업체 '에스디' 는 Rapid Test를 주력제품으로 한다.

국내 진단시약 선두업체 '에스디'

에스디는 국내 1위의 체외진단시약 전문업체이며, 해외시장에서의 성장 역시 기대되는 경쟁력을 보유하고 있다.

체외진단시약시장 중에서 동사는 향후 높은 성장률이 기대되는 '면역 진단시약 및 현장검사법 시장'을 목표시장으로 하고 있다. 현장검사(POCT)란 현장에서 빠르게 간단 장비나 도구로 질병을 진단할 수 있는 검사를 지칭한다. 특히 동사의 주력 제품인 RAPID TEST의 경우 임신테스터와 같이 채액 한 방울로 20~30분만에 질병의 감염여부를 알려주는 제품으로 AIDS/HIV, 말라리아, B, C형 간염을 중심으로 100여종의 제품을 보유하고 있다. 또한 차세대 진단기술로서 혈액으로 다양한 질병을 진단하는 Protein Chip을 개발 중에 있어 암의 진단에서 두각을 보일 것이다.

여전히 전염병은 주요한 국가재난의 하나이다

여전히 위협적인 전염성 질병

최근 SARS나 조류독감이 이슈가 되었지만 여전히 전염성 질병으로는 AIDS, 말라리아, 간염이 세계적으로 심각하게 창궐해 있다. 전염병은 그 전염성과 치명성에 의해 한 국가의 경제까지 영향을 미칠 정도로 주요한 국가재난의 하나이다. 따라서 빠르게 전염을 막는 것이 중요하며 이를 위해서는 빠른 진단이 필수적이다.

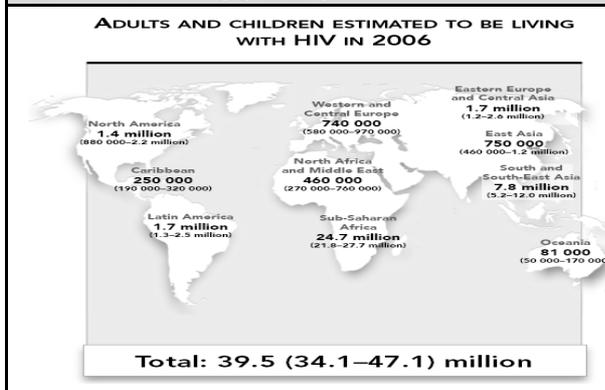
AIDS 환자는 계속 증가할 것이다.

AIDS (HIV): WHO가 선정한 세계 3대 질병의 하나이며, 세계적으로 감염자 4천만 명, 한 해 동안의 사망자가 3백만 명이나 되었다고 한다. (2006년 기준, WHO 보고서) 또한 작년 한 해 동안 10% 정도 환자가 증가했으며 근본적인 대책 없이는 앞으로도 계속 증가할 것으로 WHO에서 전망하고 있다.

말라리아는 세계에서 가장 무서운 질병.

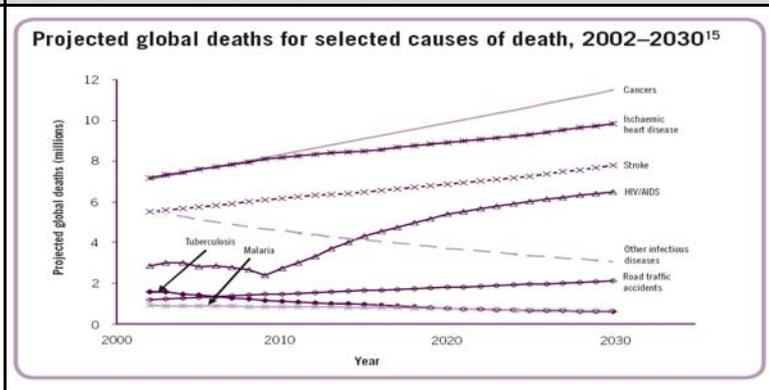
말라리아: 역시 WHO가 선정한 세계 3대 질병의 하나이며, 한국에서는 거의 유행하지 않아 그 무서움을 모르나, 실제로는 AIDS보다 더 무서운 전염병이다. 말라리아 모기를 통해 전염되며 한 해에만 전세계 백만 명 이상의 목숨을 앗아가고 있다. 전 세계에서 발생하는 말라리아 환자 수는 연간 3~5억 명으로 추산되고 있어 AIDS에 비해 사망자 수는 상대적으로 적으나 감염되는 수는 수십 배에 달한다.

그림 1. HIV/AIDS 세계 감염자.



자료: WHO. 2006 AIDS Epidemic Update

그림 2. 1위 Cancer, 4위 HIV/AIDS, 5위 Other infectious disease.



자료: WHO. 2007 World Health Statistics

진단이 중요한 B, C형 간염 그리고 새로운 전염병의 대두.

B형 간염(HBV). 바이러스성 간염으로, 전 세계적으로 사망 순위 9위를 차지하는 가장 흔한 감염 질환 중 하나이다. 약 3억 이상의 인구가 만성 B형 간염바이러스 보유자이며, 이로 인한 만성간염·간경변·간암으로 연간 100만 명 정도가 사망한다.

C형 간염(HCV). 급성 간염과 간암과 같은 만성간질환의 주 원인으로 전세계적으로 대략 1.7 억만 명이 만성 감염되어 있고 매년 3~4백만 명이 추가적으로 발병한다고 한다.

새로운 전염병의 대두. 최근 몇 년 전에 유행했던 SARS, 조류독감과 같은 인수공통질병 역시 현재로서는 잠잠해졌으나, 향후 기존의 전염병과 함께 위협이 계속될 것으로 예상된다.

전염병의 위험만큼 빠른진단의 중요성은 커질 것이며, 이는 에스디에게 좋은 기회가 될 것이다.

전염병에 있어서 빠른 진단(Rapid Test) 의 중요성.

결론적으로 전염성 질병의 발병은 증가하고 있어 위협은 계속될 것이다. 따라서 그 전염성에 대항하기 위해서 빠른 진단(Rapid Test)의 중요성은 커질 것이며, 이 분야에서 경쟁력을 확보한 동사가 그에 있어서 큰 수혜를 받을 것이다.

실제로도 앞서 언급한 AIDS, 말라리아, B, C형 간염의 경우 동사의 Rapid Test 매출에서 각각 30%, 20%, 20%를 차지하고 있으며 계속 증가하고 있다.

앞으로도 암은 계속 증가할 것이고, 완치를 위한 조기진단의 중요성에 따라 에스디의 Protein Chp도 향후 큰 성장동력이 될 것이다.

증가하는 암 발병과 조기진단의 중요성.

세계보건기구(WHO) 에 따르면 2000년 기준으로 5.3 백만의 남성과 4.7백만의 여성이 악성종양에 걸렸고 6.2백만 명이 암으로 사망했으며, 향후 암에 의한 부담은 세계적으로 더욱 커질 것이라고 암 예방책 마련에 대한 경각심을 'World Cancer Report' 을 통해 발표했다.

이 보고서에 따르면 서구적 식생활 습관·환경오염·노령인구 증가 등으로 2020년쯤 세계 암 발생률이 현재보다 50% 가량 증가하고 신규 암환자수도 1500만 명에 달한다고 한다. 또한 WHO의 2007. World Health Statistics(그림. 2)를 보았을 때 역시 2002년부터 2030년까지 Cancer 에 의한 사망자가 계속 증가할 것이라고 전망한다.

즉, 암은 현재는 물론 미래에도 인간의 생명을 위협한 주요한 질병임에 틀림없다. 다행히 암의 치료기술이 발달하면서 완치율은 높아지고 있으나, 이를 위해서는 조기진단과 정확도가 매우 중요하다. 암의 진단의 경우 암이 어느 정도 진행되기 전에는 정기 검진 외에는 진단할 방법이 없으며, 정확도를 높이기 위해서는 번거로운 검사과정을 거쳐야 한다. 따라서 동사가 개발 중인 Protein Chip은 향후 성장동력으로써 기대할 수 있다. (자세한 사항은 뒤에서 더 다루기로 한다.)

질병진단의 중요성 때문에 체외진단시약 전체 시장이 커진다 (연평균 6%)

결론적으로 위와 같은 질병의 진단이 중요해짐에 따라 진단시장은 커진다.

앞서 언급했듯이 매년 Infectious Disease로 수천만이 사망하고 전 세계적으로 암이 사망의 주요원인으로 되고 있어 질병의 감염을 조기에 진단하는 체외진단용 시장은 지속적으로 성장할 것으로 예상된다.

따라서 이러한 중요성과 관련기술의 발달로 인해 실제 전체 체외진단시약시장은 연평균 6% 성장해갈 것으로 전망된다.

특히 전체 시장 내의 에스디의 타겟시장에 해당하는 현장검사분야는 더 급격하게 커질것이다. (연평균 23%)

체외진단시약진단은 크게 TLA(Total Lab Automation) 과 POCT(Point Of Care Test) 나눌 수 있는데, 최근 선진국 후진국 구별 없이 환자 편의성 중심의 현장검사 (POCT)로의 대체 붐이 일어나고 있다.

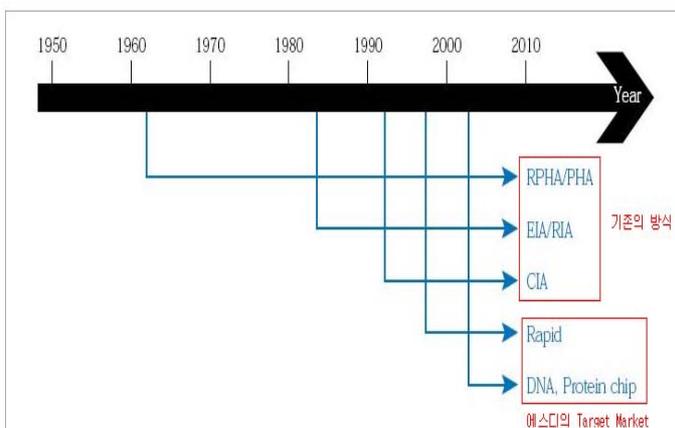
실제로 TLA는 장비를 이용하는 것으로 연평균 4%로 성장하고 있는 반면 동사가 추구하는 현장에서 간단 장비나 도구로 질병을 진단하는 시장인 POCT분야는 연 평균 23%의 높은 성장률을 보이고 있다.

현재의 Rapid Test에 이어 향후 혈당 Sensor와 Protein Chip 또한 좋은 시장이다.

그리고 POCT 분야에서는 Rapid Test 그리고 향후에는 Bio Sensor, Bio Chip 이 각 광을 받을 것이다.

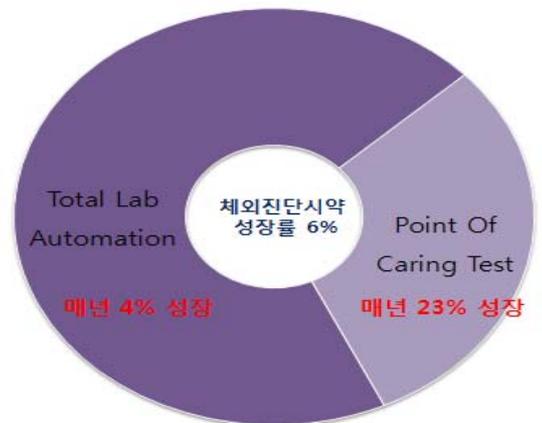
현재 동사의 주력 제품인 Rapid Test의 경우 신속, 정확, 간편성을 바탕으로 20% 성장할 것으로 예상된다. 또한 향후 출시할 혈당 Sensor와 Protein Chip의 경우 좋은 시장에 해당되므로, 경쟁력만 확보한다면 좋은 매출처로서 기대할 수 있다. (역시 혈당 Sensor와 Protein Chip에 대한 자세한 사항은 뒤에서 다루겠다)

그림 3. 진단시장의 변화추이



자료: 업계자료.

그림 4. 진단시장의 현황 및 성장률



출처: Espicom, Company data, SD IR Report.

II. 에스디는 잘하고 있다.

에스디의 주력제품은 Rapid Test

에스디는 주로 Rapid Test시약을 만든다.

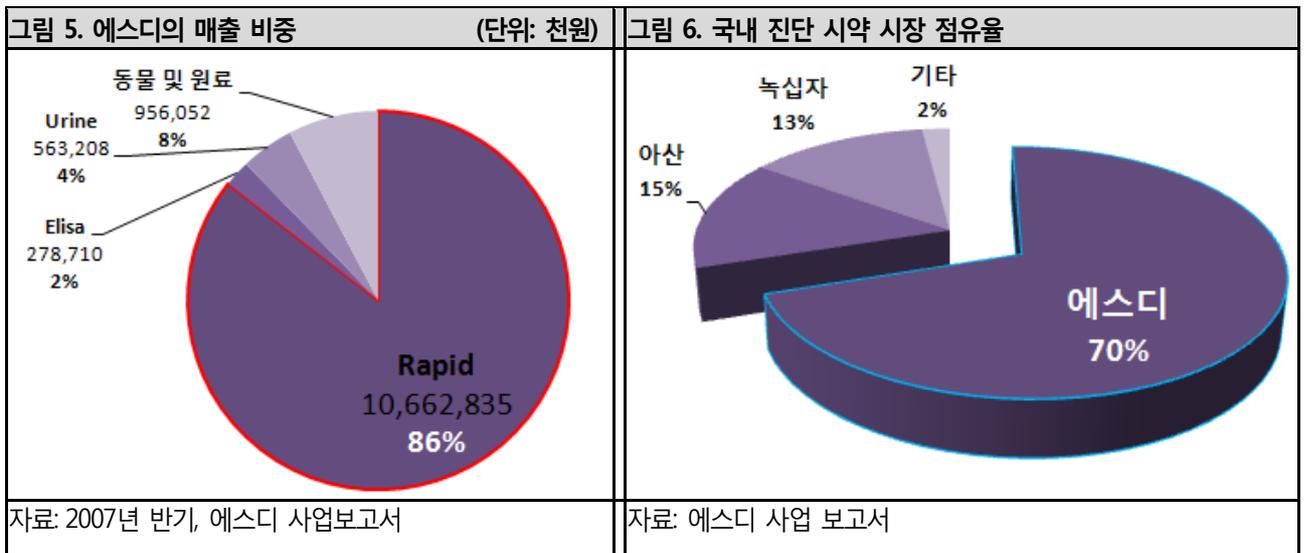
동사는 진단시약 시장에 꾸준히 뛰어난 품질의 제품을 내놓고 있다. 특히, 주력하고 있는 분야는 Rapid Test시약으로 2007년 매출의 약 85%를 차지하고 있다. Rapid Test 시약 외의 매출비중에는 ELISA, Urine Test나 동물을 상대로 한 진단시약도 있으나 Target Market의 주요제품에 해당하지 않아 그 비중은 미비하다. 동사의 Rapid Test시약은 감염검사, 감염성질환진단, 암표시자, 성호르몬 진단, 마약남용 진단 등 100여종에 달하는 다양한 제품 군을 개발, 보유하고 있다.

국내 진단시약 시장의 독보적인 1위로 눈에 띄는 매출성장.

국내진단시약 시장 1위, 에스디 - 전체 시장점유율 70%

동사는 국내진단시약시장에서 몇 년째 1위 자리를 굳건히 지키고 있다. 전체 진단시약에서 70%의 점유율로 2, 3위 업체들과의 큰 차이를 보이고 있다. 매출 면에서도 에이즈진단, 말라리아진단, 조류인플루엔자, 인플루엔자, C형 간염진단, 매독진단 등 고수익 마진구조를 가진 제품에 주력하면서 국내진단시약 시장의 성장과 함께 높은 매출 신장을 이루어냈다. 국내에서만 2005년 대비 2006년 매출이 26.19%, 2006년 상반기 대비 2007년 상반기 13.28% 성장했다.

이런 성장세로 진단시약시장 분야에서 브랜드입지를 굳힌 동사는 2006년 차세대 진단시약으로 불리는 Protein Chip 국책과제 협약율, 2007년에는 한국전자통신연구원과 Bio Sensor 개발을 체결했다. 이는 동사가 국내에서 기술력으로 인정받고 있는 기업이며, 이를 바탕으로 앞으로도 진단시약시장에서 신기술과 신제품을 개발하는 데에 앞장설 것이란 것을 보여준다.



해외시장은 아직 개척 단계.

밖에서도 인정받는다 - WHO승인, CE Mark 획득 및 국제 입찰 경쟁에서 승리

동사는 해외에서는 국내 시장만큼의 점유율을 가지고 있지 못하다. 주력 제품의 대부분이 몇 년 동안 1% 안팎의 점유율만 유지하고 있는데, 이는 미국, 독일 등의 거대한 기업에 비해 상대적으로 소규모이기에 아직 인지도와 안정적인 입지를 구축하지 못했기 때문인 것으로 보인다.

그러나 WHO인증 등으로 제품의 경쟁력을 국제적으로 공인받음.

그러나 동사는 점차 해외에서도 기술력을 인정받고 있다. WHO인증과 국제입찰에서의 성공은 제품의 경쟁력에 대해 국제적으로 공인을 받았다는 것을 의미한다.

먼저 WHO 임상은 통과하는 것 자체에 의미를 부여할 수 있다. 동사가 에이즈와 매독, B형 간염, C형 간염 진단시약제품이 임상을 통과할 당시 7개 업체 중 1차 평가를 통과한 업체가 3개 업체에 불과했을 정도로 심사가 까다롭다. 또한 현재 각 제품별로 6개 내외의 기업만이 WHO 인증을 받았다는 것은 WHO 인증의 어려움을 입증하는 동시에, 에스디의 경쟁력이 국제적으로 공인 받았음을 의미한다.

WHO의 심사 결과는 추후 WHO 직접 납품이나 각 나라별 인증에서 매우 중요한 영향을 미치며 또한 WHO심사결과를 반영하게 되는 상당수의 국제 입찰에서 보다 유리한 위치에 설 수 있게 한다.

그러한 국제적인 공인에 힘입어 국제입찰에서 잇따라 승리하여 실제 매출로 연결시키고 있다.

실제로 동사의 경우 WHO심사결과가 워낙 좋아 WHO에서의 국제입찰에 적극적으로 권유를 받기도 했고 WHO 인증에 성공한 제품들은 2006년 이후에 WHO로의 납품을 결정하는 국제 입찰에서 잇따라 승리하였다. 그래서 현재 동사는 B형 간염 진단 시약, 에이즈 진단 시약, 말라리아 진단 시약 등을 WHO에 납품하고 있다. 뿐만 아니라 2007년 7월 탄자니아에서 에이즈 진단시약 정부 지정 품목 공급 건을 따내고, 같은 해 8월 USAID(U.S Agency for International Development)의 아프리카 지역 에이즈 진단시약 구호 물품 공급 계약 건을 따냄으로써 해외 매출에 약 35억 원의 큰 기여를 했다.

그림 7. 에스디의 국제입찰(HIV) 진행현황(2007년 반기 기준) (단위: Test)

국가명	입찰확정	추가 가능성	비고
탄자니아	1,700,000	3,700,000	
케냐	2,350,000	1,500,000	
남아공	3,907,232		
기타	452,000	2,500,000	
합 계	8,409,232	7,700,000	

기타 : National algorithm 작업 (세네갈, 보츠아나, 나미비아등 진행 중)

자료: 에스디 IR자료.



WHO에서의 입찰 성공이 제품에 대한 국제적인 브랜드 인지도와 이미지를 제고하여 매출에 더욱 기여할 것이다.

WHO에서의 국제입찰 성공은 두 가지 측면에서 큰 의미를 가진다. 첫째, 동종의 경쟁사들 사이에서 동사제품의 품질이 상대적으로 우수하면서 가격이 저렴하다는 것을 보여준다. 글로벌 시장에서의 품질과 가격 경쟁력에 대한 간접적인 척도로서 파악 할 수 있는 것이다. 둘째, 브랜드 인지도와 이미지를 제고하여 해외 대리점을 통한 판매를 증가시킬 수 있다. 개별단위로는 국제입찰의 규모가 크지만, 실제 동사의 매출비중이 가장 높은 부분은 해외 대리점을 통한 것이기 때문에 (전체 매출의 40%) 이 점은 실질적으로 매출증대에 있어서 중요한 요소이다. 즉, 전세계적으로 영업 네트워크를 구축해 가고 있는 동사에게 제품에 대한 세계 기구의 인정은 큰 시너지 효과를 낼 것으로 기대된다.

국제입찰 (WHO 등)외에 해외대리점을 통한 매출에 대한 기대도 크다.

실제로는 해외 대리점을 통한 매출이 전체 매출 중 가장 크다

동사는 창립 초기부터 시장의 크기에 한계가 있는 내수 시장보다는 수출을 염두에 두었던 만큼 현재 수출 시장에서 괄목할 만한 성장을 보이고 있다. IR 자료에 따르면 2006년 기준 35.43%의 매출이 내수시장에서 비롯되었고 25%가 국제입찰을 통하여고 나머지 약 40%가 해외 대리점을 통한 것이다. 수출의 비중이 매년 확대되고 있는 만큼 매출 증대에 어느 정도 한계가 있는 국제입찰보다는 해외 대리점을 통한 수출의 중요성이 커지고 있다.

동사는 해외 인증과 국제입찰을 통한 브랜드이미지로 해외영업망을 확보하고 있다.

동사가 영업 network 를 확대하고 있는 방법은 각종 전시회에 참가하여 1개국 1 전문 대리점을 확보하는 방식, 즉 직접영업방식이 아닌 간접영업 방식으로 우수한 대리점을 확보하는 것으로 신시장을 개척해 나가고 있다. 2006년 12월말 기준으로 약 80 개국 140개 업체에 수출 실적을 가지게 되었고 국가별 대리점 망 구성, 각국에 제품 등록과 허가를 진행하여 현재 글로벌 유통망을 구축해나가고 있다. 미국 시장 진출을 위해서 필요한 FDA등록과 유럽 시장에서 각 제품에 요구되는 CE Mark를 추진하여 성과를 얻고 있다. 동사는 이러한 인증을 통한 얻은 품질 공인과 함께 앞에서 언급했던 WHO입찰에서의 성공을 통해 얻은 브랜드 이미지로 해외 대리점 매출을 증대하기 위해 노력하고 있다.

인도해외생산법인을 통한 인도시장에서의 매출성장을 기대할 수 있다.

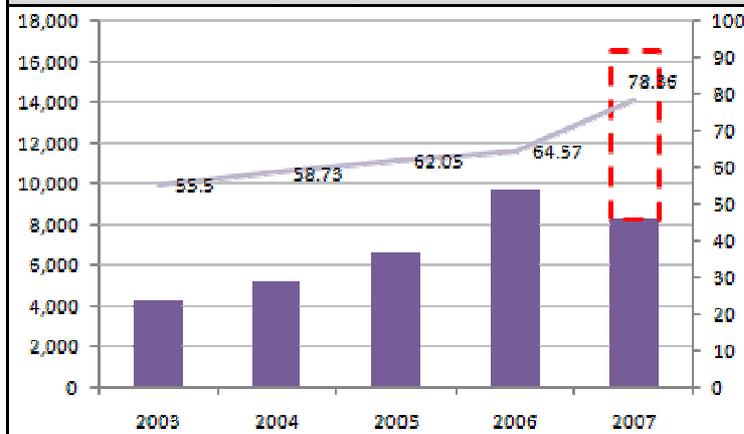
또한 전염성 질환 진단시장의 규모가 큰 남아프리카, 브라질, 중국, 인도 시장을 겨냥한 마케팅에 집중하고 있다. 이에 연평균 25% 성장하고 있으며 현재 약 5,000억 원 규모의 시장이 형성되어 있는 인도에 2007년 2월에 해외생산법인을 건립하여 4월부터 생산 및 판매를 개시하였다. IR자료에 따르면, 2007년 인도대리점에서 연간 500만 달러의 매출이 기대되며, 2008년에는 1,000만 달러의 인도 자체 판매망을 구축할 계획에 있다고 한다.

진단시장의 성장률을 잘 따라가며 매출을 증가시키고 있다.

시장의 성장을 잘 따라가며 매출이 성장.

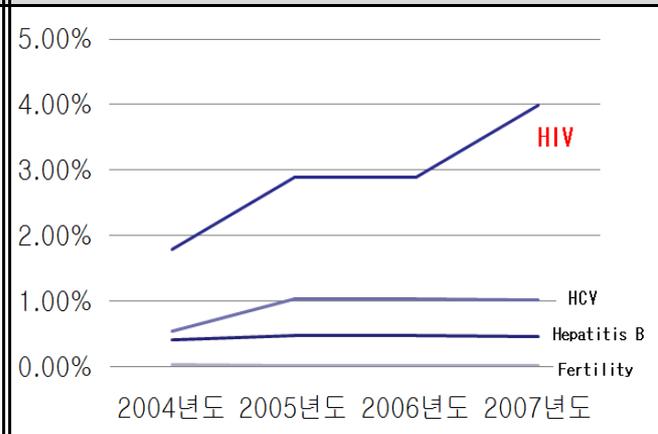
동사의 주요한 목표시장인 해외 POCT시장이 매년 20 %의 성장을 계속하고 있기 때문에 동사가 1% 안팎의 점유율을 유지하고 있다는 것 자체도 해외매출의 증가를 의미한다. 따라서 성장하는 시장에서 점유율을 높여 갈 수 있다면 매출 증대는 기하급수적으로 증가할 수 있을 것이다. 실제로 동사의 주력제품 중 유일하게 세계 점유율을 높인 HIV/AIDS가 매출에 크게 기여하였으며, Rapid Test시약은 2007년도 전년동기 대비 81.20% 매출 신장을 기록했으며, 총 매출 실적은 전년 동기 대비 약 42%의 성장을 이루어냈다.

그림 8. 수출액 추이 및 수출 비중



자료: 에스디 사업보고서

그림 9. 에스디 제품의 세계 시장 점유율 추이



자료: 에스디 사업보고서

동사 가격경쟁력의 핵심은 원재료 원천기술 확보로 인한 수직적 계열화로부터 왔다.

이는 국내에서 유일하며, 품질과 함께 국내 점유율 1위의 원동력이다.

세계에서도 가격경쟁력과 품질 모두에서 경쟁력을 갖춘 것은 에스디가 유일.

원재료 원천기술의 보유 - 기술 및 가격 경쟁력의 획득

앞서 국제입찰에서 잠시 언급한 에스디의 가격경쟁력은 역시 동사의 기술력에서 기원한다.

동사는 미국의 Arista, 영국의 BBI에 이어 세계 3번째로 'Gold Conjugate'를 상용화 하였다. Gold Conjugate(금 입자 접합체)는 항체와 초고속 면역진단시약 제조를 위한 핵심 물질로 금 입자와 추출하고자 하는 병원균에 대한 항원 또는 항체를 결합 시켜 검출을 육안으로 확인할 수 있도록 한다.

에스디는 이러한 핵심 원재료의 원천기술을 보유하여 질병진단분야의 기초원료에서 완제품까지 독자적인 생산능력을 갖춘 수직적 계열화에 성공한 회사는 국내에서는 '에스디'가 유일하며, 기술력을 바탕으로 한 높은 품질과 함께 동사가 창업 초기부터 높은 수익성과 성장성을 동시에 달성하며 후발진입 1년 만에 국내 시장 1위를 차지하게 핵심 경쟁력이다.

해외시장을 놓고 보았을 경우 역시 이러한 가격경쟁력은 강력하다.

미국의 ABI, PBM사와 같은 경우 동등한 수준의 품질을 보유하고 있으나 가격이 10~20% 이상 높은 상황에서 동사의 가격 경쟁력은 돋보일 수 밖에 없다.

또한 동일한 수준의 가격 경쟁력을 갖춘 미국의 Acon, Ameritek, 캐나다 IND, 인도 J-Mitra의 경우 제품 수준이 현저히 떨어지기 때문에 품질의 중요성이 강조되는 진단시약시장에서는 경쟁자라고 볼 수 없다.

따라서 이러한 동사의 경쟁력은 지금까지 언급한 에스디가 잘하고 있는 것에 대한 근본이다.



IV. 에스디는 앞으로도 잘 할 것이다

품질과 가격경쟁력을 바탕으로 앞으로도 잘 할 것이다.

품질과 가격경쟁력으로 해외매출은 계속 늘어날 것이다

전술한 바와 같이 Gold Conjugate의 자체 생산은 기술력 및 가격 경쟁력에서 타 경쟁사 대비 우위에 설 수 있는 경쟁력의 보유는 물론, 현재 주력하고 있는 Rapid 시약 시장 내에서의 진입장벽의 역할을 한다.

이로 인해 현재 세계시장으로의 본격적인 진출을 준비하고 있는 동사는 향후 해외 매출부분의 증가세가 지속해 나갈 것이다.

물론, Rapid 진단시약이 제품 기획에서부터 임상테스트를 거쳐 상용화되기까지의 기간이 타 제약사업에 비해 그 주기가 짧은 것은 향후 동사의 성장성에 대한 Risk Factor로 거론될 수 있다. 그러나 여전히 자체 생산하는 주원료로 인해 매출원가율이 50%에 불과하다는 점과 주원료의 공급단가 상승으로 인한 마진을 하락의 위험이 없다는 점은 매력적이며, SARS, 조류독감 등의 진단시약을 세계에서 최초로 개발한 R&D 능력 등을 미루어 볼 때, 동사는 현재의 매출성장성을 그대로 이어 갈 수 있을 것이다.

새로운 성장 동력? - 1. 혈당 Bio Sensor

2007년 하반기 시판될 신 사업 혈당 Bio Sensor

에스디는 Rapid 진단 시장에서의 지위를 강화하고 매출을 늘려감과 동시에 Rapid 진단으로 한정되어 있었던 자사의 제품 군을 다양화하기 위한 노력을 하고 있다. 동사가 2007년 하반기 시판을 앞두고 있는 혈당 Bio Sensor는 당뇨병 관련 환자들이 쉽게 자신의 혈당치를 진단할 수 있는 휴대용 혈당 모니터링 장비를 의미한다. Bio Sensor는 측정하고자 하는 시료와 반응하여 신속 정확하게 분석하여 그 결과를 제공하는 장비로서 휴대가 간편하고, 사용하기 쉬우며, 결과를 신속히 얻을 수 있다는 면에서 급속히 확대되고 있다.

시장규모와 성장성이 좋고, 기존의 영업망과 기술력을 기반으로 동사 스스로 2008년 90억의 매출을 예상하고 있다.

이러한 추세에 힘입어 세계 Bio Sensor 시장은 2010년 140억 불을 넘어설 것이라 예상되며, 이 중 의료용 Bio Sensor의 시장 역시 100억 불의 시장으로 성장할 것이라 예상, 의료용 Bio Sensor 중 90%의 비중을 차지하는 혈당 Bio Sensor 시장의 성장성 역시 매우 클 것이라 예상된다.

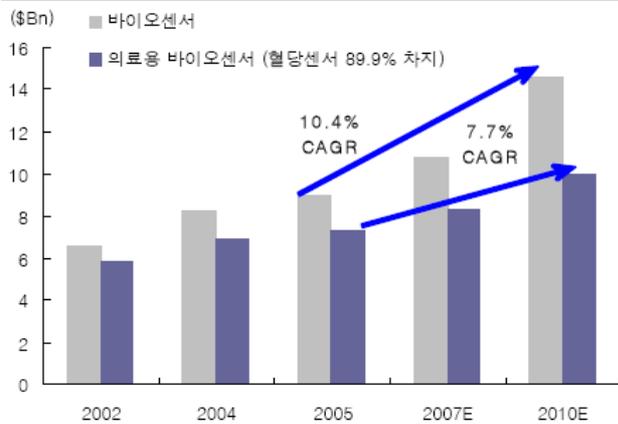
혈당 Bio Sensor의 경우, Rapid 진단시약과 그 메커니즘에 있어서 유사한 점이 많으며, 기 확보된 영업망 역시 경쟁력으로 작용할 수 있을 것이라 예상하고 있다. 에스디 내부적으로는 2008년 Bio Sensor의 매출을 2006년 매출의 절반에 해당하는 90억 정도로 예측하고 있으며, 혈당 Bio Sensor의 경우 Rapid 진단시약보다 우량한 마진구조를 보유, 성공적으로 진출하여 매출에 기여할 경우, 동사의 영업이익률의 상승에 기여할 것으로 기대하고 있다.



그러나, 심한 경쟁과 가격외의 차별화포인트가 없다는 점에 지나친 낙관은 금물이다.

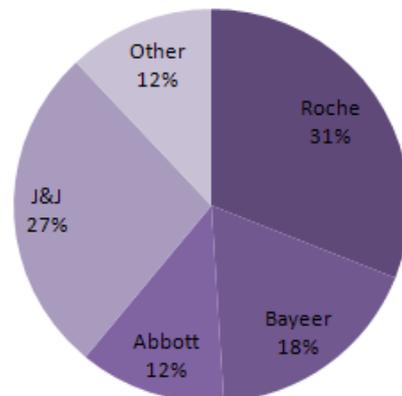
그러나, 에스디의 Bio Sensor가 성장동력으로서의 역할을 수행할지에 대한 판단을 당장 내리기는 힘들다. 세계 혈당 Bio Sensor 시장은 Roche, Bayer, Abbott, J&J 등의 대형업체들이 90% 가까운 점유율을 기록하고 있으며, 국내에서 역시 이들 업체들이 90%정도를 점유하고 있다. 그리고 한발 앞서 혈당 Bio Sensor를 생산, 판매하고 있는 벤처기업이 있음을 고려할 때, 가격 이외의 특별한 차별화 포인트를 찾기 힘든 혈당 Bio Sensor 시장에서 동사가 시장에 성공적으로 진입할 것이라 예상하는 것은 지나치게 낙관적인 시나리오 일 수 있다. 따라서 혈당 Bio Sensor의 경우 그 추이를 살펴보며 그 효과를 기업의 가치와 연결해야 한다.

그림 10. Bio Sensor 시장의 성장



자료: ETRI, 한누리증권 분석보고서 재인용

그림 11. 세계 혈당 Bio Sensor 시장 점유율



자료: 키로라마 인포메이션사, 한누리증권 분석보고서 재인용

Protein Chip 상용화 준비가 잘 되고 있으며, 그 매출도 클 것으로 기대된다

기술적인 경쟁력과 진입장벽으로 향후 성장성에 대한 전망은 낙관적이다.

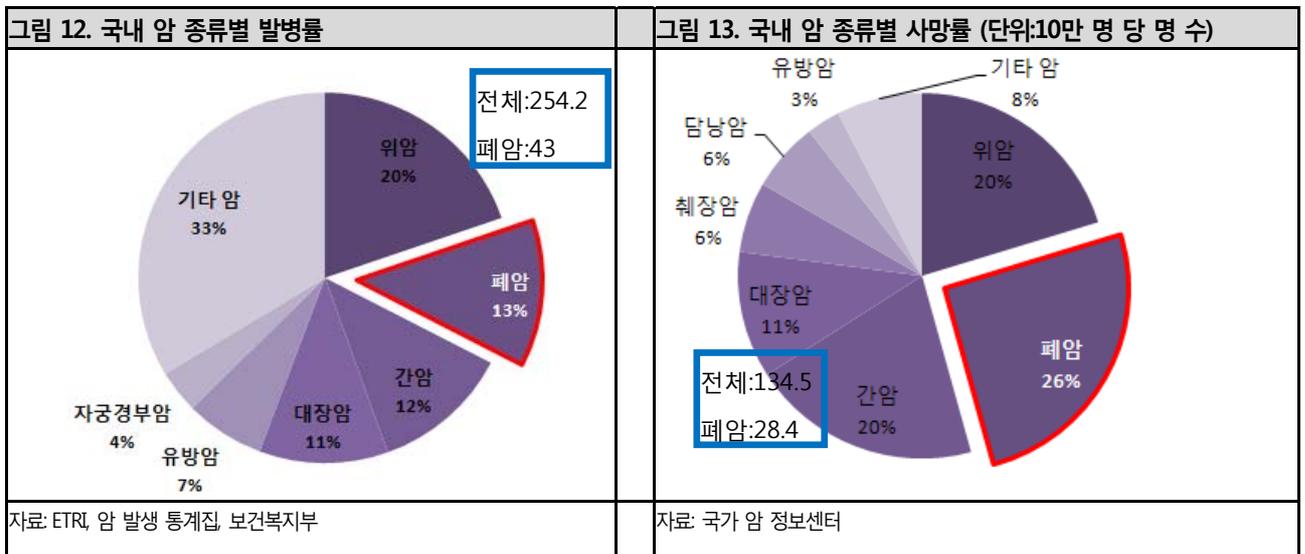
새로운 성장 동력? - 2. Protein Chip

에스디는 혈액으로 전염이 가능한 질환 14가지를 혈액 한 방울로 60분 이내에 동시 진단할 수 있는 Protein Chip을 개발하는데 성공하였으며, 이는 향후 진단 산업 내에서 중요한 비중을 가질 산업으로의 진출에 성공했음을 의미한다.

특히, 동사는 최근 세계 최초로 혈액을 이용한 폐암 진단 마커를 발명한 벤처업체인 프로탄바이오와 협약을 체결, 폐암 진단용 Protein Chip의 생산을 앞두고 있다. 세계적으로 발병률 및 사망률이 가장 높은 암이며, 국내에서는 발병률 2위, 사망률 1위인 폐암의 경우 그 동안 조기진단의 필요성에도 불구하고, 이를 쉽게 알 수 있는 진단법이 부족했다. 이처럼 확실한 수요를 감안한다면, 동사의 폐암진단 Protein Chip은 향후 그 성장동력으로서 의미를 가질 수 있을 것이다. 특히, 현재 간암의 진단시약 세계 시장규모가 2조원 정도라는 것을 감안할 때, 폐암의 진단 시장 역시 비슷한 규모로 증가 할 것임을 예상할 수 있으며, 이로 인한 동사의 매출액 역시 큰 폭으로 증가 할 수 있을 것이다.

현재, 폐암의 Protein Chip 진단시장은 Blue Ocean으로 보이며, 폐암 진단 마커를 발명하고 국내 특허 보유, 국제 특허를 출원한 상태인 프로탄바이오와의 독점적인 계약을 고려할 때, Protein Chip의 경우, 혈당 Bio Sensor와는 달리 제품에 있어서 경쟁력 및 진입장벽을 확보했으며, 이는 향후 폐암 진단시장의 성장성을 동사의 성장성으로 연결시켜 줄 것으로 예상된다. 또한, 폐암 진단시장에서의 입지 강화를 바탕으로 한 Brand 이미지를 토대로 향후 개발될 다른 Protein Chip에 있어서도 그 경쟁력을 유지할 수 있을 것이라 생각한다.

또한 앞서 밝힌 바와 마찬가지로 암 질환은 지속적으로 늘어날 것으로 보이기 때문에 하나의 키트로 여러 가지 질병을 동시에 알아낼 수 있는 Protein Chip의 강점이 부각될 경우 Protein Chip의 성장 폭은 더 커질 것으로 예상된다.



IV. Valuation & Conclusion

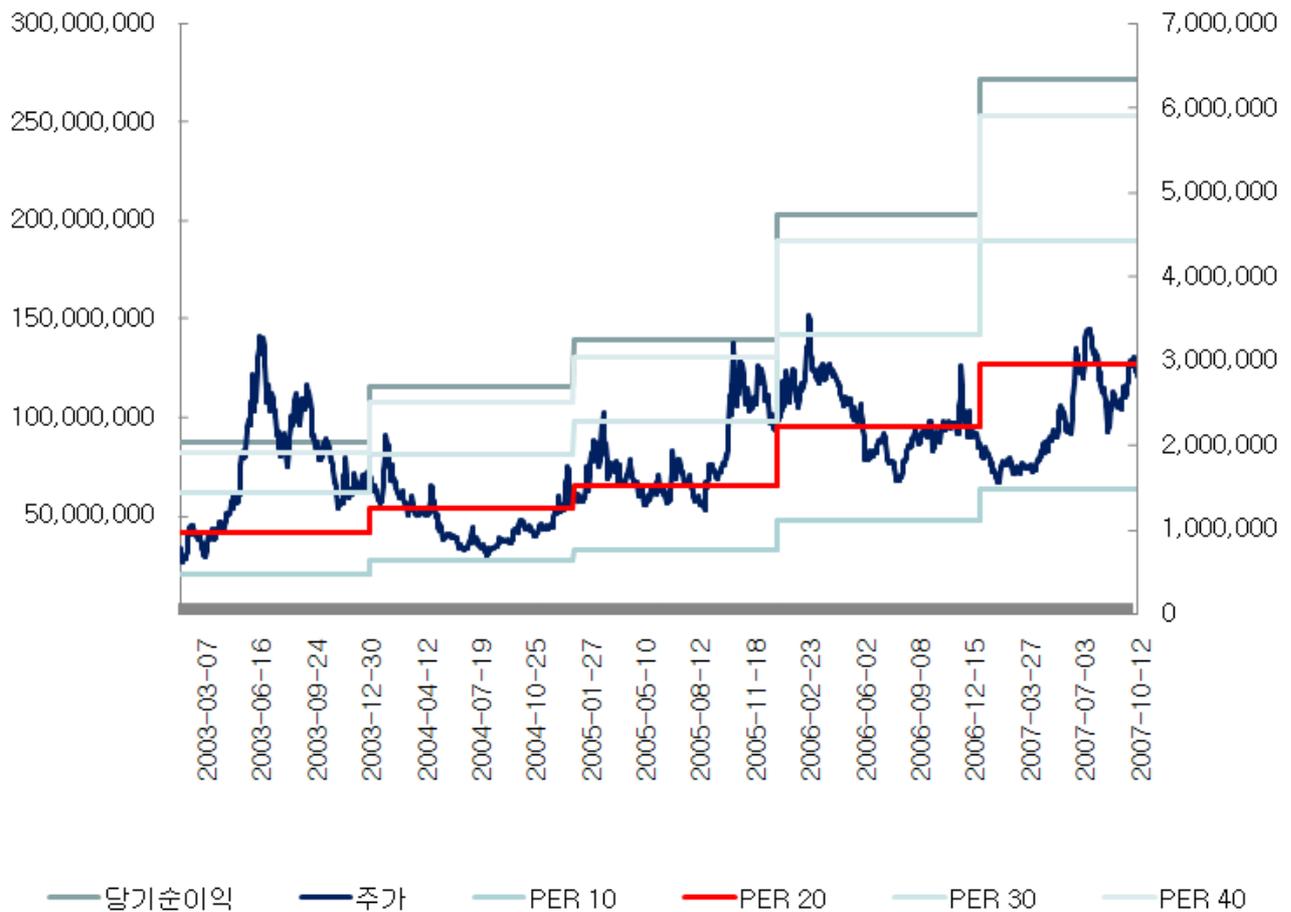
PM을 통한 상대적 가치평가 법에 따른 Valuation이 불가피함

에스디는 이제 막 시장에 들어오기 시작한 진입자기 때문에 그 장기적인 성장성 및 향후 고정자산의 비중 변화 등을 예측하기 힘들어 DCF의 대상으로서는 적합하지 않다. 그리고 현재 WACC가 14%선임에도, 부채의 비중이 낮아 ROE가 11%에 머무르므로 RIM에도 적합하지 않은 기업이라고 할 수 있다. 따라서 우리 Research 1 Team은 절대적인 가치평가를 통한 Valuation보다는 PM을 통한 상대적인 가치평가 법에 따른 Valuation을 시도하였다.

그러나 비교 대상 기업군 선정이 곤란하다.

하지만 동사의 경우 상대적인 가치 평가를 위한 비교 대상 기업군을 선정하기는 힘들다. 이는 동사가 제약 산업에 속하지만, 기존 제약산업처럼 여러 사업 분야 중의 하나로써 진단시약사업을 하는 것이 아닌 오로지 진단시약만을 생산, 판매하는 진단시약전문업체의 형태이기 때문에 시장 진입 초기에 있어 동사의 기업상황과 유사한 기업이 존재하지 않기 때문으로 생각한다.

그림 14. 시가 총액의 움직임 및 PER Band (단위 : 천원)



자료: Fnguide, 자체 분석

따라서 에스디의 PER을 이용한 Price Multiple을 위해 역사적 PER Band를 통한 합리적 PER을 산출하였다.

따라서 우리 1팀은 에스디의 PER를 이용한 Price Multiple을 위해서 동사의 시가총액 및 당기 순이익에 따른 역사적 PER 밴드를 통해 합리적인 PER를 산출하고자 하였다. 먼저 동사의 주가변동을 살펴보면 PER 20선에 가장 근접하게 따르고 있다. 직전 4분기(2006년)의 당기 순이익으로 현재 PER을 계산한 결과 역시 19.08로, 이러한 추세는 2007년에도 계속 이어지고 있음을 알 수 있다.

2008년 예측 순이익에 PER 20을 적용하여 적정주가를 산출한 결과는 21,093원으로 안전마진 39.69%이다.

따라서 예측한 2008년의 순이익에 per 20을 적용하여 적정주가를 산출해 보았다. 우선 2007년의 매출액은 전반기에 전년 매출액의 70%에 가까운 매출을 기록했으며 지금까지 매년 전반기보다 후반기의 매출이 30% 이상 상승했음을 감안할 때 전년대비 50%인 270억 원까지 상승할 수 있으리라 예상했으며, 2008년의 매출액 성장률은 25%로 잡았다. 순 이익률에 대해서는 기존 5년간의 평균인 25%를 이용하여, 84억 원의 순이익을 예상하였다. 이것은 앞서 말했듯이 진단시장이 매년 20%씩 성장하고 있고, 그 안에서 동사는 원가 경쟁력 및 기술력을 앞세워 점유율을 늘려가고 있으므로 무리하지 않은 가정이라고 생각하였다. 이러한 추세로 2008년에 per 20에 도달한다고 가정할 경우, 적정주가는 21,093원으로 2007년 10월 12일 종가인 현재주가 15,100원 대비 39.69%의 기대수익률을 갖는다.

이는 신사업의 매출을 반영하지 않은 것으로 신 사업의 매출 반영시 추가적인 상승여력이 충분하다.

또한 이는 동사가 신 성장동력으로 삼은 혈당 Bio Sensor 및 Protein Chip의 향후 기여를 반영하지 않은 것으로서 혈당 Bio Sensor가 성공적으로 시장에 진입하고, Protein Chip의 매출이 반영되는 시점에서 추가적인 상승여력이 충분히 있다고 생각한다.

따라서 Buy 를 추천한다.

따라서 리서치 1팀에서는 원재료 원천기술의 보유를 통해 기술 및 가격 경쟁력을 보유하고 있고, 향후 진단시약 시장과 함께 성장하며, 혈당 Bio Sensor 및 Protein Chip을 통한 추가 상승 여력을 지닌 기업 "에스디" 의 주식에 대하여 BUY를 추천한다.

이 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서이며 그 정확성과 완전성을 보증하지 않습니다. 서울대투자연구회에서는 본 보고서의 내용에 의거한 어떤 행위도 책임을 지지 않습니다.