

시노펙스 (025320.KQ)

여전히 높은 성장 잠재력

지난 3월 혈액여과기 식약처 허가를 획득하며 국산화에 성공하였으며, CRRT기기, HD기기 등 국산화 성과 지속 확대 중. 당초 기대 대비 사업 성과가 더더지며 주가 또한 하락하였으나 여전히 높은 성장 잠재력 보유

Analyst 심의섭
02)2229-6036, esshim@nhqv.com
Jr. Analyst 황지현
02)768-7774, jh.whang@nhqv.com

시작된 국산화 성과

동사는 지난 3월 혈액여과기 식약처 품목허가를 획득하였으며, 8월부터 일반 환자 대상으로 사용을 시작하며 국산화 성공. 제품 품질 입증 및 해외 인증 등을 위해 5월부터 서울대병원 및 5개 상급병원과 추가 임상(4상) 진행 중

또한 지난 8월 중환자용 인공신장기(CRRT) 식약처 품목허가를 획득하였으며, 일반 환자용 혈액투석기기(HD) 개발을 완료하는 등 국산화 성과 확대 중. 향후 혈액투석용 정수기 및 혈액회로까지 라인업을 갖추어 글로벌 시장으로 진출 계획

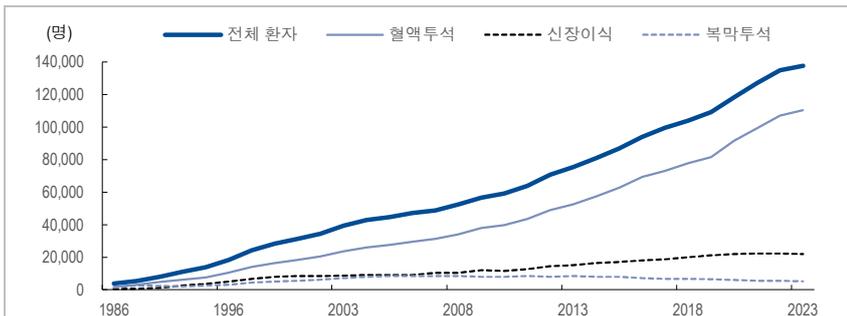
중장기적 관점에서 바라본다면 여전히 높은 성장 잠재력 보유

국내 혈액투석 환자 수는 약 11만명으로 최근 10년간 두 배 이상 증가하였으며, 국내 시장 규모는 약 2.8조원, 혈액투석 의료기기 시장은 약 1.4조원으로 추산. 혈액여과기 시장 규모는 5,000억원 수준으로 추정

동사는 혈액여과기 4상 임상 결과 및 해당 논문 기반으로 본격적인 마케팅 활동 시작할 계획. 이에 당초 예상 대비 사업 성과가 실적으로 반영되기까지 시간이 소요될 것으로 전망

동사 주가 또한 이러한 영향으로 지속 하락하였으나 향후 CRRT기기, HD기기, 혈액회로 등 국산화 성과를 지속해 나갈 것으로 기대되며, 실적 성장 또한 제품 포트폴리오 확대와 더불어 가속화 전망. 여전히 높은 성장 잠재력을 보유하고 있어 중장기 관점에서 다시 기대를 갖기 좋은 시점이라 판단

국내 투석 환자 수 추이



자료: 대한신장학회, NH투자증권 리서치본부

※ESG Index/Event는 3페이지 참조

Not Rated

현재가 (24/10/04)	7,180원		
업종	IT부품		
KOSPI / KOSDAQ	2569.71 / 768.98		
시가총액(보통주)	601.8십억원		
발행주식수(보통주)	83.8백만주		
52주 최고가 ('24/07/04)	13,320원		
최저가 ('23/10/05)	3,236원		
평균거래대금(60일)	19,616백만원		
배당수익률 (2024E)	0.00%		
외국인지분율	6.1%		
주요주주			
시노펙스 외 5인	11.1%		
주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	-46.1	-15.3	119.0
상대수익률 (%p)	-41.1	-2.8	129.9
	2023	2024E	2025F
매출액	262.2	268.4	300.0
증감률	7.1	2.4	11.8
영업이익	24.2	25.0	28.5
증감률	88.0	3.5	13.9
영업이익률	9.2	9.3	9.5
(지배지분)순이익	14.6	19.6	23.0
EPS	178	234	275
증감률	66.1	31.0	17.7
PER	42.4	30.6	26.0
PBR	4.7	3.9	3.4
EV/EBITDA	14.6	14.3	13.4
ROE	12.2	13.6	13.9
부채비율	50.1	46.2	42.6
순차입금	1.2	-30.9	-63.4

단위: 십억원, %, 원, 배
 주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Summary

동사는 1985년 신정산업으로 설립되어 1995년 코스닥 시장에 상장하였으며, 2006년 삼성전자 전자부품 협력사 유원텔 레콤과 합병 후 사명을 시노펙스로 변경. FPCB를 비롯한 전자부품 사업과 더불어 필터 소재 기술을 바탕으로 인공신장, 반도체, 수처리 등 다양한 필터 사업을 영위하고 있음. 최대주주는 (주)시노텍으로 특수관계인 포함 시 지분율은 11.1%

Share price drivers/Earnings Momentum

- 전기차 배터리 연결 FPCB 사업 매출 확대
- 인공신장 사업 확대

Downside Risk

- 전기차 배터리 연결 FPCB 사업 매출 부진
- 인공신장 사업 진출 지연

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2024E	2025F	2024E	2025F	2024E	2025F
뉴프렉스	8.6	7.4	1.7	1.4	22.1	20.6
비에이치	4.8	4.4	0.7	0.6	17.8	16.5
아이센스	68.7	57.7	1.6	1.6	2.4	2.8

자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2022	2023	2024E	2025F	2026F
PER	21.7	42.4	30.6	26.0	17.3
PBR	1.8	4.7	3.9	3.4	2.8
PSR	0.7	2.4	2.2	2.0	1.6
ROE	8.7	12.2	13.6	13.9	17.8
ROIC	9.0	15.7	17.5	21.9	34.8

자료: NH투자증권 리서치본부

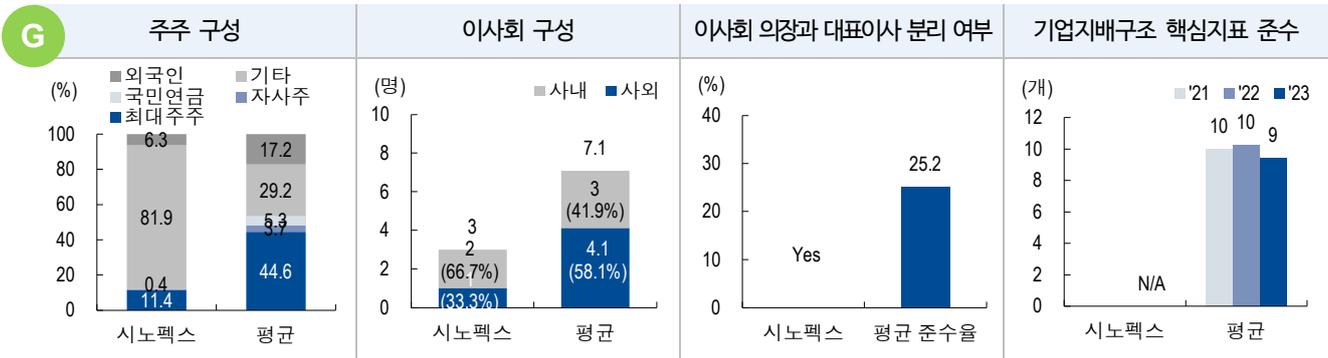
Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

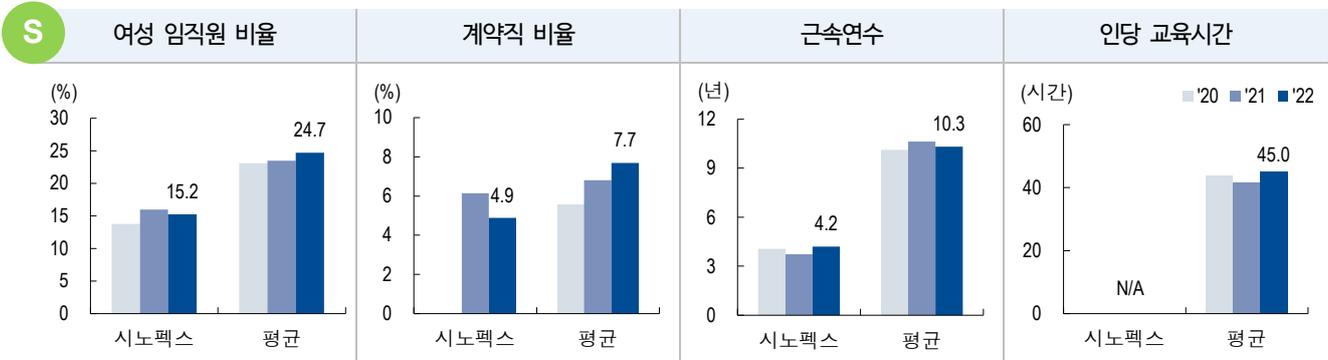
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
매출액	197.1	155.0	181.2	165.4	217.1	215.5	231.5	244.8	262.2
영업이익	-22.6	10.7	24.9	3.4	16.7	-4.7	5.2	12.9	24.2
영업이익률(%)	-11.5	6.9	13.7	2.0	7.7	-2.2	2.3	5.3	9.2
세전이익	-33.3	-3.8	-11.5	3.6	9.9	-9.8	7.7	9.5	20.2
순이익	-35.3	-4.2	-13.8	0.6	6.2	-9.0	9.9	8.3	14.6
자배지분순이익	-34.5	-4.2	-13.9	0.7	6.3	-8.9	10.0	8.5	14.6
EBITDA	-14.6	16.8	31.0	12.7	30.5	8.9	19.8	30.5	41.3
CAPEX	14.3	3.7	26.1	17.9	12.4	25.5	25.7	13.2	19.4
Free Cash Flow	-7.1	7.6	-3.7	-15.0	13.7	-22.2	-18.8	15.9	28.7
EPS(원)	-505	-61	-199	9	82	-114	127	107	178
BPS(원)	899	988	778	909	1,064	958	1,127	1,296	1,601
DPS(원)	0	0	0	0	0	0	0	0	0
순차입금	18.1	14.1	23.2	29.0	3.4	29.8	47.5	35.1	1.2
ROE(%)	-111.1	-6.4	-22.5	1.1	8.3	-11.3	12.2	8.7	12.2
ROIC(%)	-88.7	16.2	47.8	5.7	15.7	-6.9	4.4	9.0	15.7
배당성향(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순차입금 비율(%)	29.3	20.7	42.4	42.4	4.1	39.5	53.5	33.5	0.9

자료: 시노펙스, NH투자증권 리서치본부

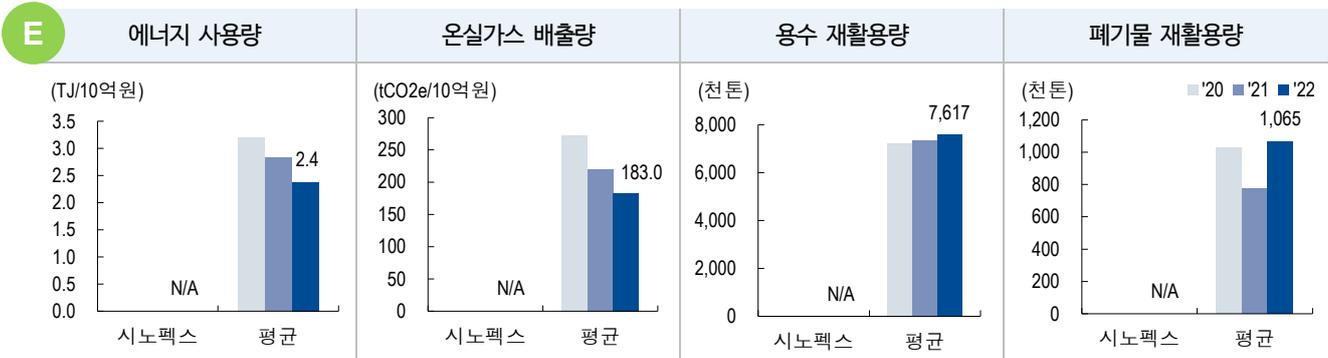
ESG Index & Event



주1: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 대상
 주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황
 자료: 시노펙스, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 208개사 중 지속가능경영보고서 공시한 124개사 대상
 자료: 시노펙스, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 208개사 중 지속가능경영보고서 공시한 124개사 대상
 자료: 시노펙스, NH투자증권 리서치본부

ESG Event		
E	N/A	- N/A
S	N/A	- N/A
G	1995.04	- 코스닥시장 상장

자료: 시노펙스, NH투자증권 리서치본부

점차 확대되는 성과

시작된 혈액여과기 성과

동사는 전량 수입에 의존하고 있는 혈액투석 관련 제품 국산화를 위해 2020년 서울대병원 신장내과, 서울대 의공학교실 연구팀과 컨소시엄을 구성하였으며, 보건복지부 국책과제를 수주하여 연구개발을 진행하였다. 지난해 인공신장기용 혈액여과기(혈액투석필터) 개발을 완료하여 올해 3월 혈액여과기 11종에 대하여 식약처 품목허가를 획득하였으며, 8월부터 일반 환자를 대상으로 혈액여과기 사용을 시작하며 실제 성과를 나타내고 있다.

기존 수입 혈액여과기 제품이 2~4종인 반면 동사는 일반환자용 10개 및 중환자용 1개를 개발하여 환자의 건강상태에 맞추어 치료를 받을 수 있도록 강점을 갖추었으며, 제품 품질 입증 및 해외 인증 준비 등을 위해 5월부터 서울대병원을 비롯한 5개 상급병원과 추가적인 임상시험을 진행하고 있다. 현재 약 230만개 혈액여과기 제품 양산이 가능한 생산설비를 구축하였으며, 향후 매출 확대에 따라 생산 라인을 늘려 나갈 계획이다.

혈액투석 관련 제품 전반에 대하여 국산화 성과 확대 중

또한 지난 8월 중환자용 인공신장기(CRRT기기) 식약처 품목허가를 획득하였으며, 만성 신부전증 환자용 혈액투석기기(HD기기) 개발도 완료하여 식약처 인증을 위한 사전 준비를 진행하는 등 혈액투석 관련 제품 전반에 대하여 국산화 성과를 확대해 나가고 있다. 향후 동사는 혈액투석용 초순수 정수기 및 혈액회로까지 포트폴리오 전반을 갖추어 글로벌 시장에서도 입지를 확대해 나갈 것으로 기대된다.

그림1. 시노펙스가 개발한 혈액여과기 'Synoflux'



자료: 시노펙스, NH투자증권 리서치본부

그림2. 시노펙스가 개발한 CRRT 기기



자료: 시노펙스, NH투자증권 리서치본부

'혈액투석', 국내만 하더라도 조 단위 시장

급격히 증가하는 혈액투석 시장

콩팥은 여러가지 원인으로 인해 기능을 잃게되면 회복되지 않으며, 말기신부전으로 악화될 경우 생명 유지를 위해 투석, 이식 등 신대체요법이 필요하다. 대한신장학회 조사에 따르면 신대체요법이 필요한 말기신부전 환자 수는 2023년 기준 13만 7,705명으로 최근 10년간 2배 이상 증가하고 있다. 주요 원인으로는 당뇨가 45.9%로 가장 높으며, 고혈압, 사구체 신염 등이 뒤를 잇고 있다. 식습관 변화, 고령화로 인해 유병자 수가 빠르게 늘고 있으며, 전 세계에서 우리나라 당뇨성 콩팥병 환자 증가 속도가 가장 빠른 것으로 조사된다.

국내 혈액투석 환자 수는 약 11만명으로 최근 10년동안 두 배 이상 증가하였으며, 이에 국내 혈액투석 시장은 약 2.8조원 규모로 추산된다. 이 중 동사가 국산화를 진행하고 있는 의료기기(혈액투석기, 인공신장기, 혈액투석액 등) 시장 규모는 약 1.4조원으로 추산되며, 연초 인증을 획득한 혈액여과기 시장만 하더라도 약 5,000억원 규모로 추정된다.

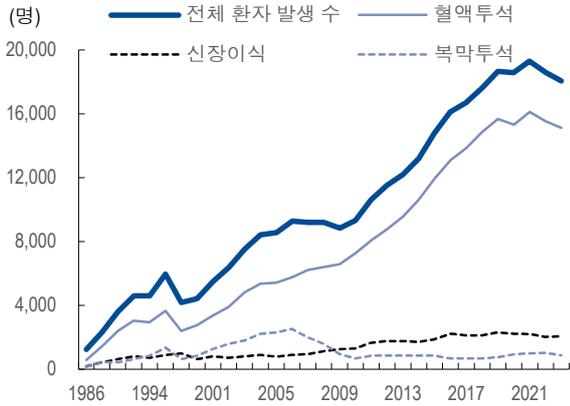
인공신장 사업 관련하여 아직은 사업 초기 단계에 있기에 구체적인 실적 추정은 어려우나 동사는 2029년까지 국내 혈액여과기 시장점유율 30% 확보를 목표로 하고 있으며, HD기기, 혈액회로 등 제품 포트폴리오를 확대하여 2026년부터는 약 120조원으로 추산되는 글로벌 혈액투석 시장에 진출하여 입지를 확대해 나갈 것으로 전망된다.

그림3. 시노펙스 인공신장사업 로드맵



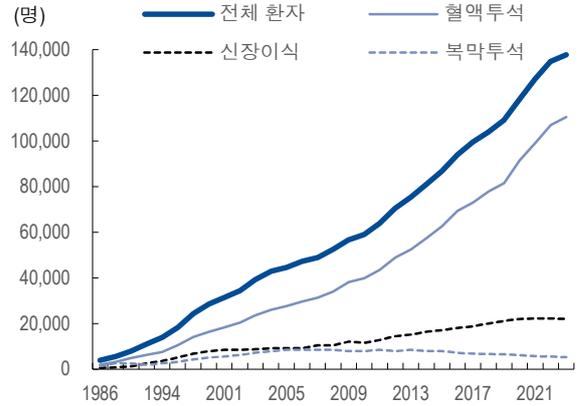
자료: 시노펙스, NH투자증권 리서치본부

그림4. 말기신부전 환자 연간 발생 수



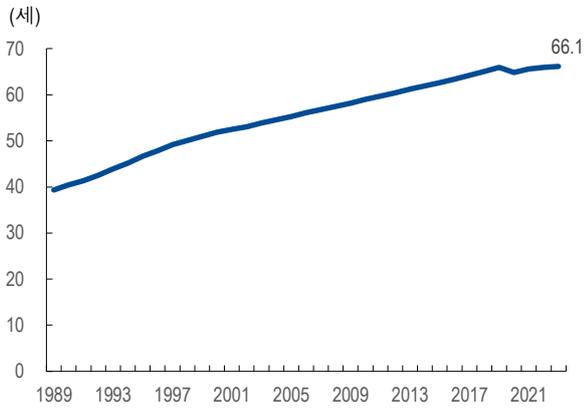
자료: 대한신장학회, NH투자증권 리서치본부

그림5. 말기신부전 유병자 수



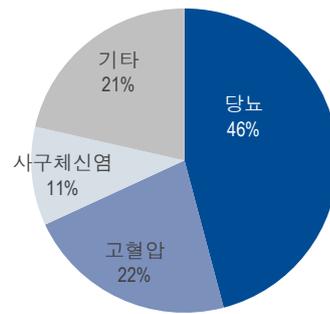
자료: 대한신장학회, NH투자증권 리서치본부

그림6. 국내 말기신부전 환자 평균연령



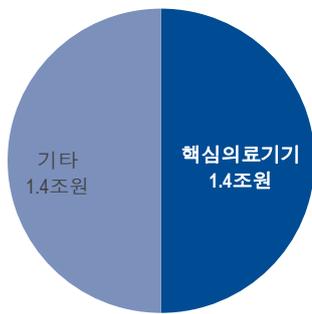
자료: 대한신장학회, NH투자증권 리서치본부

그림7. 국내 말기신부전 원인 질환



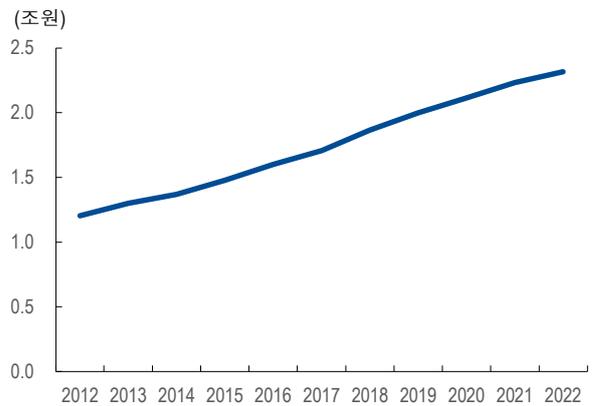
자료: 대한신장학회, NH투자증권 리서치본부

그림8. 국내 혈액투석 시장 규모



자료: 시노펙스, NH투자증권 리서치본부

그림9. 만성콩팥병 진료비 추이



자료: 의료통계정보, NH투자증권 리서치본부

FPCB 및 혈액투석 외 필터 사업 또한 순항 중

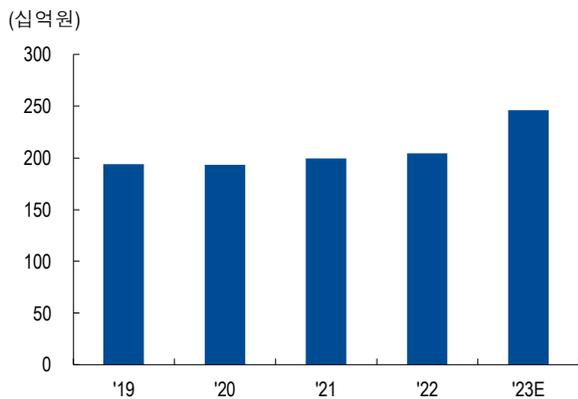
FPCB 사업 성장 및 혈액투석 외 필터 사업 성장 또한 기대

동사 FPCB 사업은 삼성전자 스마트폰용으로 PBA(FPCB모듈)를 공급하고 있으며, 연간 약 2,000억원대 매출을 꾸준히 기록하고 있다. 이와 더불어 전기차 배터리를 연결하는 FPCB 사업 매출이 점차 확대되며 FPCB 사업 또한 성장 기조에 진입할 것으로 전망된다.

동사는 현재 베트남 박닌성에 모바일 FPCB-PBA 일원화 생산공장을 보유하고 있으며, 전기차용 FPCB 시장 확대에 대응하기 위해 올해 상반기 2공장을 준공하여 생산 라인을 구축하였다. 제품 인증 및 샘플 테스트 단계에 있으며, 내년부터 관련 매출이 발생할 것으로 전망된다.

필터 사업 또한 혈액여과기 외에도 반도체 산업용 필터, 수처리 필터 등을 생산, 판매하고 있으며, 수소연료전지 핵심 소재인 고분자전해질막(PEM) 및 연료전지 가습막 등 멤브레인 필터 기술을 활용하여 사업 분야를 넓히고자 연구개발을 진행하고 있어 향후 성장 모멘텀으로 작용할 것으로 기대된다.

그림10. FPCB 사업 부문 매출액 추이 및 전망



자료: 시노펙스, NH투자증권 리서치본부 전망

그림11. 전기차에 사용되는 FPCB



자료: 시노펙스, NH투자증권 리서치본부

그림12. 필터 사업 포트폴리오: 소재 원천 기술 및 일원화 생산 시스템 보유

소재	적용분야	제품 & 시스템	사용처
PTFE	반도체 공정	Chemical Filter	반도체 (케미컬)
	Air	차량용 필터, HEPA 필터	산업용, 모빌리티
	수소 연료 전지	고분자전해질막(PEM), 가습막	모빌리티 전반
PVDF PES PP, Etc.	식품료, 제약, 화장품 제조 공정 의료기기 반도체 (CMP, 식각, 세정) 수처리	혈액여과기	식품료/제약바이오 의료용, 반도체 수처리(하/폐수) 해수담수, 초순수 등
		CMP Slurry - POU, DEPTH Filter	
		멤브레인 (MF/UF/NF)	
		수처리 시스템	

자료: 시노펙스, NH투자증권 리서치본부

**중장기적 관점에서
다시금 기대를 갖기
좋은 시점**

실적 전망치 하향하나 성장 잠재력은 여전

2024E 매출액 2,684억원(+2.4% y-y), 영업이익 250억원(+3.5% y-y)으로 고객사의 스마트폰 판매 부진에도 불구하고 고부가가치 FPCB 적용처 확대 및 필터 사업 매출 확대 등으로 전년대비 소폭 성장할 것으로 전망된다. 모바일향 주요 고객사 판매 부진 및 인공신장 사업 관련 매출을 보다 보수적으로 반영하여 연초 대비 실적 추정치를 하향하였다.

동사는 지난 5월부터 혈액여과기 제품 품질 입증 및 해외 인증 준비 등을 위한 추가 임상 4상을 진행하고 있으며, 해당 임상 결과 및 논문을 기반으로 본격적인 마케팅 활동을 시작하고자 준비중에 있어 당초 예상 대비 혈액여과기 사업 성과가 실적으로 반영되기까지는 시간이 소요될 것으로 전망된다.

이에 동사 주가 또한 지속 하락하였으나 향후에도 동사는 혈액여과기에 이어 CRRT기기, HD기기, 혈액회로 등으로 국산화 성과를 지속해 나갈 것으로 기대되며, 실적 성장 또한 제품 포트폴리오 확대와 더불어 가속화 될 것으로 전망된다. 여전히 높은 성장 잠재력을 보유하고 있기에 중장기적 관점에서 다시금 기대를 갖기 좋은 시점이라 판단된다.

그림13. 시노펙스 전사 사업 로드맵

구분	2022	2023	2024	2025	2026	2029	2030
인공신장사업		GMP 인증 획득 ISO 13485	혈액여과기 제품허가 및 공급 10대 대표과제 선정	CE MDR	US FDA 인증	시장확대단계 국내시장 점유율 30% 목표	
CMP공정용 슬러리 필터	S반도체 M/S확대 파운드리 공장 확장	70nm 고객사 제품평가 고용량 CMP필터 출시	70nm CMP필터 공급 50nm CMP필터 제조	50nm CMP필터 공급 고객확대			
반도체공정용 케미컬 필터	산업부 국제과제 약 138억 투자	고객사 제품 평가 AF필터 제조소 투자	AF필터 제조소 구축 10, 15나노 양산 시제품 확보 산업부 국제과제 종료	10, 15나노 고객사 공급 개시 7나노 양산 시제품 확보	시장점유율 15%	시장점유율 40%	시장점유율 50%
고분자전해질막 (PEM)	SYNO PEM 출시	SYNO PEM 양산기술 확보	SYNO PEM 고객사 평가		수전해용 PEM 개발		
연료전지가습막	생산라인 #1 구축 중국 기습약 3사 공급	생산라인 #2 투자 1만반들 (월)	상용화 공급	중국시장 확대	국내 자동차 시장 진입		
식음료, 제약		방고사업장 Bio Lab. 구축	필터 Validation 내재화 PES필터 식음료 고객사 공급	식음료 시장 확대 제약시장 진입	제약시장 확대	정제/농축용 제품군 공급	바이러스 제거용제품 개발
PVDF, PAN PES, PS			조선해양용 분리막	국내 정수시장 진입 응용분야 확대	반도체 시장 진입		국내시장 점유율 1위 달성
Final UF			시제품 제작 및 평가	디스플레이 시장 진입		국내 반도체시장 진입	해외반도체시장 진입
막여과 정수장 운영		제이엠 정수장 1차 공사 완료 및 상업 운전	제이엠 정수장 2차 공사완료 BOT 사업 확장	파키스탄 시장 진입		동남아 시장 확대	
Consumer Product	프리미엄 마스크 브랜드 1위	수전 필터 제품 출시	정수기, 차량용 필터 출시				
탄소배출권 사업			인도네시아 탄소배출권 확보	피카스탄 탄소배출권 확보	거래 활성화 및 확대 추가 정수장 확보 및 운영		사업안정화 타 국가 확대방안 검토

자료: 시노펙스, NH투자증권 리서치본부

표1. 시노펙스 연간 실적 전망		(단위: 십억원, 원, 배, %)			
		2023	2024 E	2025F	2026F
매출액	- 수정 후	262.2	268.4	300.0	365.0
	- 수정 전	-	310.0	420.0	
	- 변동률	-	-13.4	-28.6	N/A
영업이익	- 수정 후	24.2	25.0	28.5	42.0
	- 수정 전	-	30.0	40.0	
	- 변동률	-	-16.6	-28.8	N/A
영업이익률(수정 후)		9.2	9.3	9.5	11.5
EBITDA		41.3	39.8	40.1	51.1
(지배지분)순이익		14.6	19.6	23.0	34.6
EPS	- 수정 후	178	234	275	413
	- 수정 전	-	287	397	
	- 변동률	-	-18.6	-30.8	N/A
PER		42.4	30.6	26.0	17.3
PBR		4.7	3.9	3.4	2.8
EV/EBITDA		14.6	14.3	13.4	9.7
ROE		12.2	13.6	13.9	17.8

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

1. 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라

- Buy: 15% 초과
- Hold: -15% ~ 15%
- Sell: -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자의견 분포는 다음과 같습니다. (2024년 9월 30일 기준)

- 투자의견 분포

Buy	Hold	Sell
85.0%	15.0%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자의견 분포는 매 분기말 기준으로 공표하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 '시노펙스'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 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 당사 공식 Coverage 기업의 자료가 아니며, 정보제공을 목적으로 투자자에게 제공하는 참고자료입니다. 따라서 당사의 공식 투자의견, 목표주가는 제시하지 않습니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 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.