

마크로젠 (038290)

한승협 songhyeop.han@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

30,000

하향

현재주가

(22.10.11)

17,800

의료 장비 및 서비스 업종

미래를 위한 투자 지속

투자의견 매수 유지, 목표주가 30,000원으로 하향(기존 대비 -25%)

- 목표주가는 23F EBITDA 235억원, 순현금 370억원에 글로벌 Peer 평균 Target Multiple EV/EBITDA 12.1x를 적용하여 산출
- Peer Group으로는 차세대 염기서열분석(NGS) 관련 사업을 영위하는 유럽의 유로핀, 중국의 BGI와 노보젠을 선정. 목표주가 하향은 1) 최근 바이오 산업에 부정적인 매크로 환경으로 낮아진 Target Multiple 2) 실적 하향 조정에 기인

3Q22 Preview: 녹록치 않은 영업 환경, 미래를 위한 투자는 지속

- 3Q22 매출액 339억원(YoY+19.0%), 영업이익 12억원(YoY-28.5%, OPM 3.6%) 전망. 신정부 출범 이후 연구 용역 예산 집행이 늦어진 점과 최근 유전체 분석 연구비 투자가 줄어든 점이 매출 감소 요인으로 작용. 동사의 해외 매출은 일본(엔화) 및 유럽(유로화)의 비중이 높아 환율 효과 제한적
- 23년 일루미나의 신제품 NovaSeq X 5대 도입 예정. 기존 장비 대비 2.5배의 처리량(capa)를 확보, 연간 2만명의 전장 유전체를 분석할 수 있음. 현재 \$400 수준인 전장 유전체 분석의 원가를 \$200 수준까지 낮출 수 있을 것으로 기대
- 1) 글로벌 지능 센터를 통한 해외 거점 확보 2) 새로운 장비 도입을 통한 유전체 분석 Capa를 확보함으로써 향후 글로벌 유전체 분석 수요 증가에 대응하고자 하는 방향성은 지속. 향후 2~3년 이내 국가 단위의 유전체 분석 프로젝트가 동시 다발적으로 나올 것으로 전망. COVID 진단키트의 경우에도 결국 Capa가 충분히 준비된 기업들이 수혜를 받을 수 있었음

글로벌 헬스케어 데이터 플랫폼 기업으로 Jump-up

- 유전체분석 리서치 시장 M/S 1위의 경쟁력을 활용한 플랫폼 기업으로써의 방향성 구체화. DTC 유전자 검사 및 ETC 유전체분석 서비스를 통해 유전체 데이터를 확보, 확보한 데이터를 활용한 헬스케어 프로그램 및 신약개발 협업 계획
- 향후 2년 내 확보할 300만건의 유전자 데이터를 기반으로 헬스케어, 이커머스, 통신사 등 다양한 국내외 기업과 파트너십 기반 협업 진행 및 논의 중

(단위: 십억원, %)

구분	3Q21	2Q22	직전추정	당사추정	3Q22(F)			당사추정	4Q22		
					YoY	QoQ	Consensus		YoY	QoQ	
매출액	28	30	36	34	19.0	13.9	-	37	-1.8	8.0	
영업이익	2	1	2	1	-28.5	90.8	-	4	404.0	237.9	
순이익	0	-5	1	5	3,560.0	흑전	-	9	57.8	63.2	

자료: 마크로젠 FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

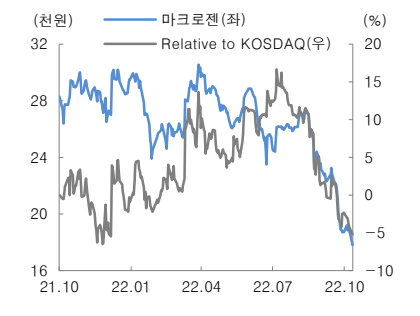
(단위: 십억원, %, %)

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	113	129	136	151	162
영업이익	7	12	9	15	17
세전순이익	6	15	10	16	19
총당기순이익	88	2	9	9	10
자배분순이익	88	1	9	9	10
EPS	8,323	104	859	819	931
PER	3.3	283.8	21.8	22.8	20.1
BPS	18,670	18,760	19,267	20,241	21,971
PBR	1.5	1.6	0.9	0.9	0.8
ROE	56.7	0.6	4.5	4.1	4.4

주: EPS와 BPS, ROE는 자배분 기준으로 산출 / 자료: 마크로젠 대신증권 Research Center

KOSDAQ	669.5
시가총액	193십억원
시가총액비중	0.06%
자본금(보통주)	5십억원
52주 최고/최저	30,550원 / 17,800원
120일 평균거래대금	5억원
외국인지분율	1.23%
주요주주	사정선 외 10 인 11.34%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-20.2	-31.9	-38.3	-35.9
상대수익률	-7.3	-22.0	-15.0	-8.7



연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2022F	2023F	2022F	2023F	2022F	2023F
매출액	151	169	136	151	-10.5	-10.5
판매비와 관리비	45	45	44	46	-3.0	1.6
영업이익	15	23	9	15	-39.3	-34.0
영업이익률	9.7	13.7	6.6	10.1	-3.1	-3.6
영업외손익	1	1	1	1	0.0	0.0
세전순이익	16	24	10	16	-36.0	-32.4
자배분순이익	13	17	9	9	-26.7	-46.5
순이익률	8.2	9.6	6.7	5.7	-1.5	-3.9
EPS(자배분순이익)	1,172	1,530	859	819	-26.7	-46.5

자료: 마크로젠, 대신증권 Research Center

표 1. 마크로젠 목표주가 산출

(단위: 십억원, 배)

	내용	비고
23F Forward EBITDA(십억원)	23.5	
순현금(십억원)	37	2023년 추정치
Target Multiple(배)	12.1	글로벌 Peer 평균 23F EV/EBITDA
목표가	30,000	
현재주가(원)	17,800	2022/10/11 종가 기준
Upside(%)	68.5%	

자료: 대신증권 Research Center

표 2. 주요 글로벌 Peer Valuation Table

(단위: 백만달러, %, 배)

		038290 KS 마크로젠	ERF FP 유로핀	300676 CH BGI	688315 CH 노보젠
시가총액 (백만달러)		228	11,313	3,056	1,209
매출액 (백만달러)	21A	92	7,945	1,049	289
	22F	97	6,590	890	324
	23F	108	6,617	949	435
	24F	116	7,093	1,036	565
영업이익 (백만달러)	21A	8	1,488	272	39
	22F	6	1,065	191	30
	23F	11	1,039	213	44
	24F	12	1,118	236	59
영업이익률 (%)	21A	9.1	18.7	25.9	13.3
	22F	6.6	16.2	21.4	9.4
	23F	10.1	15.7	22.4	10.1
	24F	10.8	15.8	22.8	10.4
EV/EBITDA (배)	21A	13.1	13.1	14.3	43.1
	22F	10.1	9.4	8.7	25.1
	23F	7.1	9.4	7.9	19.0
	24F	6.0	8.8	7.4	14.9
PSR (x)	21A	2.4	3.1	5.3	8.6
	22F	1.5	1.7	3.7	4.0
	23F	1.4	1.7	3.5	2.9
	24F	1.3	1.6	3.2	2.3

주: 2022.10.10 기준 / 마크로젠 당사 추정치 USD 환산(환율 1,400 원 적용)

자료: 블룸버그, 대신증권 Research Center

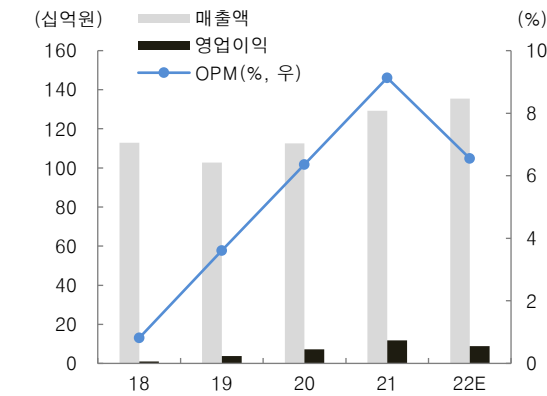
표 3. 마크로젠 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2021	2022E
매출액	34.2	29.2	28.5	37.3	35.3	29.7	33.9	36.6	129.2	135.5
YoY (%)	18.9%	25.4%	4.7%	11.8%	3.2%	1.7%	19.0%	-1.8%	4.9%	11.5%
NGS 부문	22.8	15.6	16.2	21.4	20.8	15.0	18.1	20.1	76.0	74.1
CES 부문	6.5	7.9	7.4	7.7	7.0	8.2	7.1	6.2	29.5	28.6
개농응용부문	2.2	2.5	2.0	3.2	2.7	2.3	4.1	4.8	9.8	13.9
임상진단부문	0.7	0.9	0.5	0.5	0.7	0.5	1.4	1.8	2.7	4.4
기타	2.0	2.3	2.4	4.5	4.0	3.6	3.2	3.7	11.2	14.5
매출총이익	14.7	11.6	11.2	14.6	13.7	11.7	12.0	15.1	52.2	52.5
YoY (%)	35.2%	53.4%	6.5%	10.6%	-7.1%	0.9%	7.3%	3.3%	23.6%	0.7%
총이익률(%)	43.1%	39.8%	39.2%	39.2%	38.8%	39.5%	35.3%	41.3%	40.4%	38.8%
판매비	8.5	8.6	9.4	13.8	10.8	11.1	10.7	11.0	40.4	43.6
YoY (%)	-4.1%	5.4%	16.3%	40.0%	26.4%	29.5%	13.7%	-20.4%	15.2%	8.1%
판매비율(%)	25.0%	29.3%	33.2%	37.0%	30.6%	37.3%	31.7%	30.0%	31.2%	32.2%
영업이익	6.2	3.1	1.7	0.8	2.9	0.6	1.2	4.1	11.8	8.9
YoY (%)	209.8%	-664.3%	-27.3%	-75.6%	-53.3%	-79.2%	-28.5%	404.0%	64.7%	-24.7%
영업이익률 (%)	18.2%	10.5%	6.0%	2.2%	8.2%	2.1%	3.6%	11.3%	9.1%	6.6%
당기순이익	-2.3	-1.7	-0.1	6.4	0.5	-5.1	1.2	9.2	2.3	5.8
YoY (%)	적지	적지	적지	-94.0%	흑전	적지	흑전	43.2%	-97.4%	148.9%
당기순이익률 (%)	-6.6%	-5.9%	-0.3%	17.2%	1.4%	-17.2%	3.6%	25.0%	1.8%	4.2%

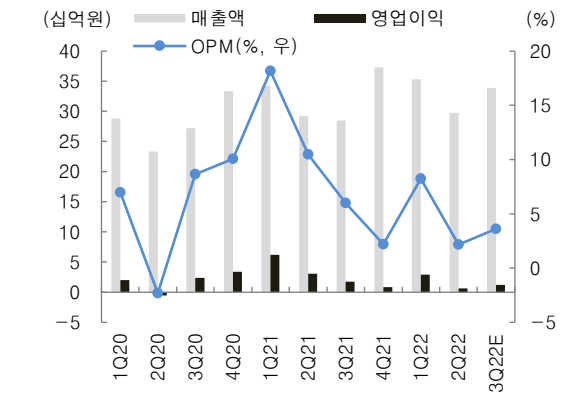
자료: 대신증권 Research Center

그림 1. 연간 매출, 영업이익, 영업이익률



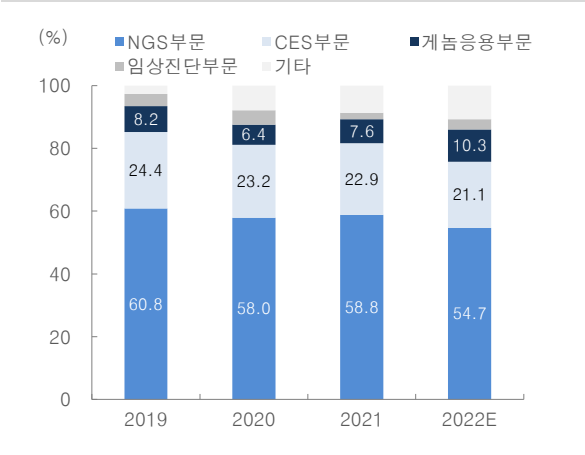
자료: 마크로젠, 대신증권 Research Center

그림 2. 분기별 매출, 영업이익, 영업이익률



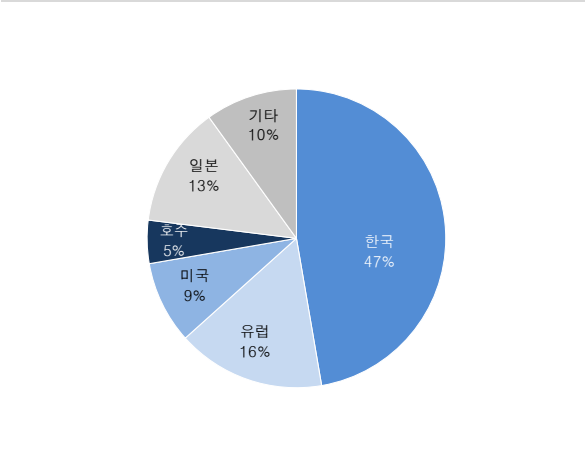
자료: 마크로젠, 대신증권 Research Center

그림 3. 연간 매출 유형별 비중 추이



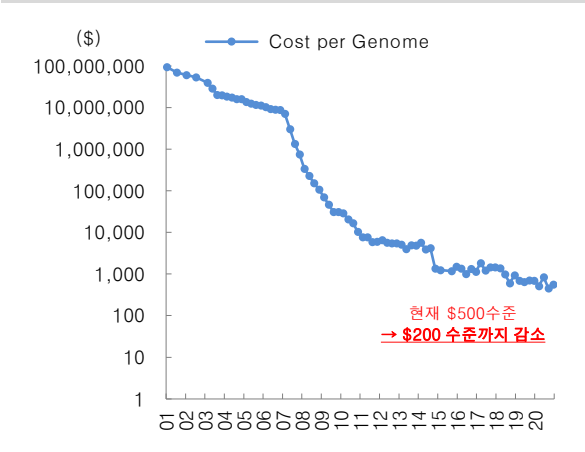
자료: 마크로젠 대산증권 Research Center

그림 4. 지역별 매출 비중



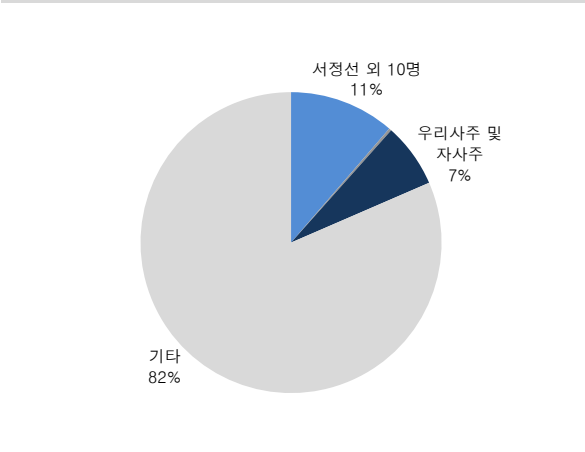
주: 1H22 기준 / 자료: 마크로젠 대산증권 Research Center

그림 5. DNA 시퀀싱 비용 감소



자료: NIH, 대산증권 Research Center

그림 6. 주주구성



자료: 마크로젠 대산증권 Research Center

그림 7. 개인유전체서비스 공급/제휴 현황

산업 분야	제휴사/공급처	서비스명
건강검진	진헬스 건강검진센터 외 30 여개 주요 의료기관	건강검진 내 유전자 검사
	동원F&B(GNC)	마이 G 스토리
건강기능식품	윗버타	윗버타 이네이트
	교원다오름	다오름 DNA 키트
식단	중근당건강	유전자 분석 서비스
	어메이징푸드솔루션 (마켓온오프)	유전자 맞춤형 식단 프로그램
	건강트렌드77들	유전자 맞춤 홈트레이닝
운동	스토아(다짐)	
	24/7 필라테스	유전자 맞춤 PT
	엘로우퍼티	
탈모 관리	리이크미	유전자 맞춤 식단 운동 솔루션
	윗버타	윗버타 이네이트 포 헤어
건강 관리	인비이조헬스케어(SKT)	Care8DNA
미디어	중앙일보마케팅	(마케팅 활용)

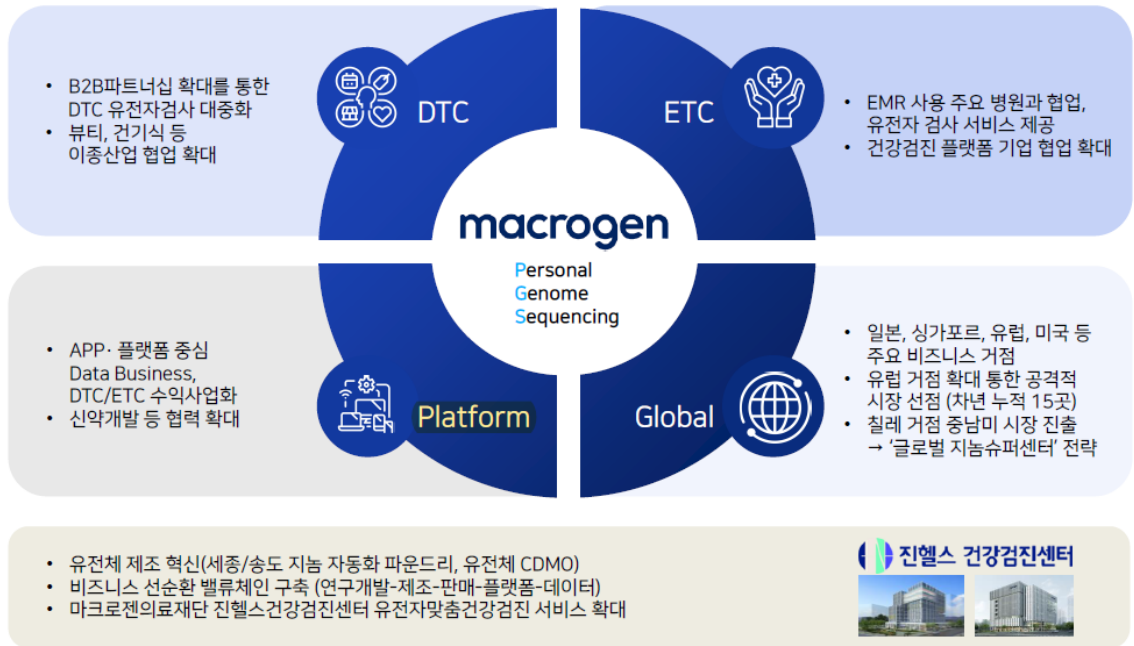
자료: 마크로젠 대산증권 Research Center

그림 8. 마크로젠 글로벌 자음센터 설립 현황

영업권	국가	도시	비고
북미	미국	락빌	관계사(소마젠 매출 제외)
		도쿄	
아시아 태평양	싱가포르	싱가포르	'22년 9월 현재 10개 글로벌 거점 → 하반기 및 '23년 지속 확대 예정
		네덜란드	
유럽	스페인	암스테르담	
		마드리드	
		벨기에	
		마스트리흐트, 루벤	
		이탈리아	
중남미	프랑스	파리	
		폴란드	
		슈체친	
중남미	칠레	산티아고	
		산티아고	

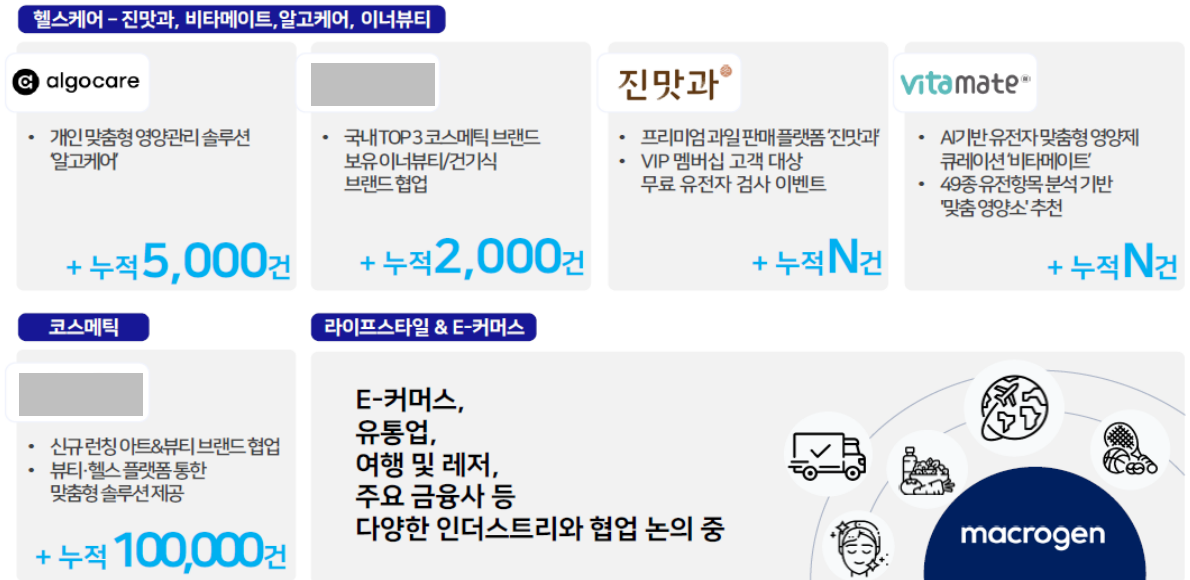
자료: 마크로젠 대산증권 Research Center

그림 9. 마크로젠 신성장 비즈니스: 글로벌 헬스케어 플랫폼 강점



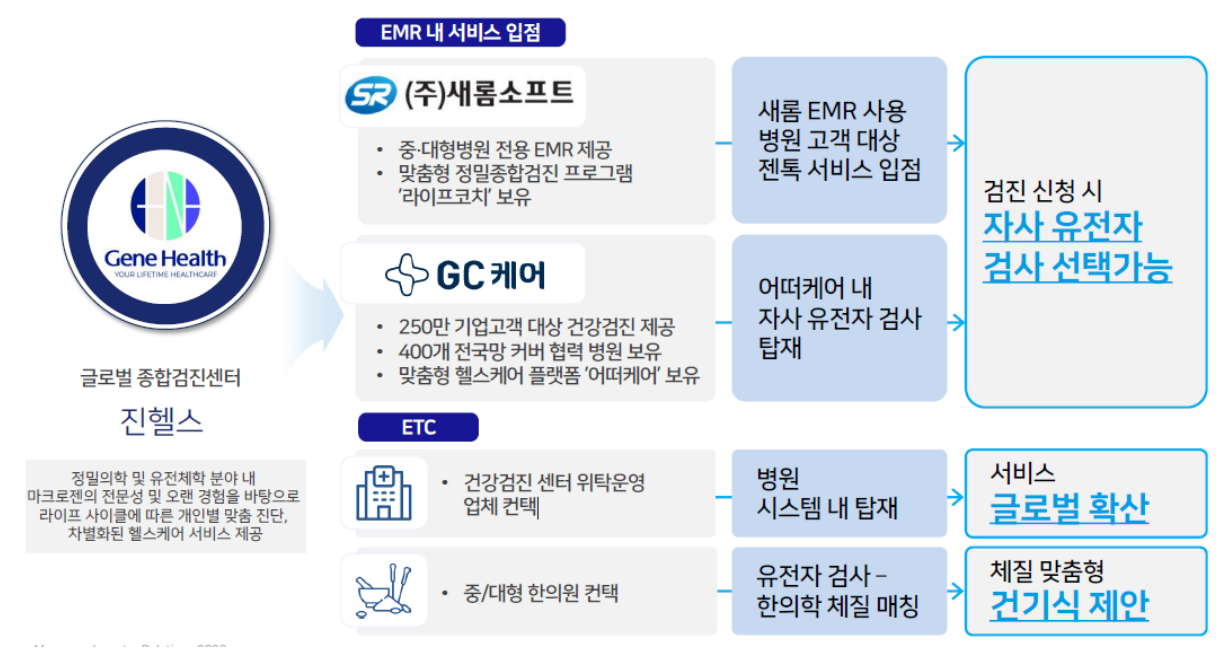
자료: 마크로젠, 대신증권 Research Center

그림 10. 마크로젠 DTC 비즈니스: 국내외 기업과 파트너십 기반 협업 진행



자료: 마크로젠, 대신증권 Research Center

그림 11. 마크로젠 ETC 비즈니스: EMR 사용 주요 병원가 협업하여 유전자 검사 서비스 제공



자료: 마크로젠 대산증권 Research Center

표 4. 유전자 데이터 활용 수익화 BM 사례: 23andME

구분	내용
핵심 Infra	1) 타액을 채취하는 개인용 유전자 검사기를 통한 분석
	2) 12 여개의 질병 발병확률 / 50 개 질병유전자 보인자 현황 / 20 개 이상의 약물반응도 데이터 / 60 개 이상의 유전적 특징을 분석할 수 있는 플랫폼 기술 보유
	3) 500 만명의 유전자 분석 정보 Database (*2015 년 4 월, 의약품 개발을 위한 Therapeutics 부서 설립)
비즈니스 적용 성공사례	1) 유전정보 이관을 통한 신약개발(GSK, 제약사 collaboration)
	2) 유전정보 활용 맞춤 체중감량/당뇨 예방 프로그램(라크 헬스 collaboration)
	3) 개인 인종계보를 통한 '조상찾기' 서비스
비즈니스 성공요인	4) 유전정보 활용 맞춤식단, 식품, 화장품 매칭 서비스
	5) 유전정보 매칭 유사도를 통한 '가족구성원 찾기 서비스'
	1) 소비자 → 인간의 정체성과 건강에 대한 호기심 충족
비즈니스 성공요인	2) 생활밀착 → 고유 유전정보 기반 맞춤 관리 솔루션 제공, 헬스케어 기업과 협업
	3) 데이터 → 기보유 500 만명과 추가 되는 데이터에 대한 관리 platform 구축
	4) 기술 → 블록체인 및 AI 를 적용한 유전 생태계 형성

자료: 마크로젠 대산증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

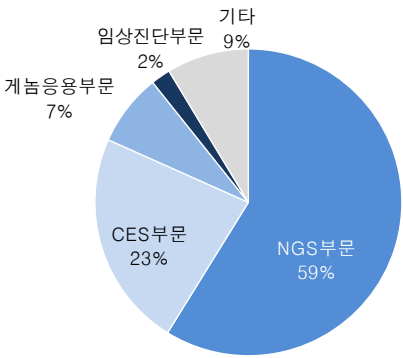
- 1997년 설립, 2000년 KOSDAQ 상장, 유전체분석 영역서비스 사업 영위
21년 기준 임직원 수 535명
- 주요 사업영역: NGS 분석, CES 분석, 계층응용부문, 임상진단부문 등
- 설립자 사정선 대표이사 이규강
- 자산 3,030억원, 부채 980억원, 자본 2,050억원(2021년 기준)
(발행주식 수: 10,841,400)

주가 변동요인

- (+) 유전체 분석 규제 완화, 실적 호조, 임상진단 서비스 출시
- (-) 유전체 분석 규제 강화, 실적 감소

자료: 마크로젠 대산증권 Research Center

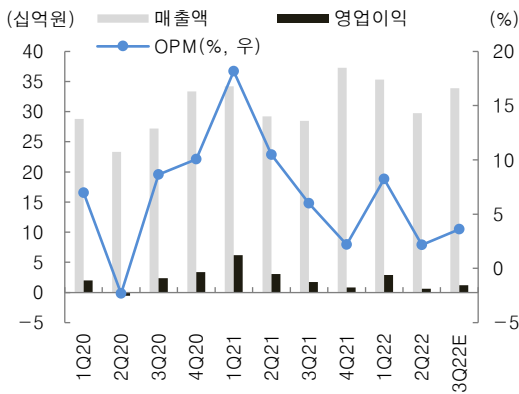
사업부별 매출 비중



주: 2021년 연결 기준
자료: 마크로젠 대산증권 Research Center

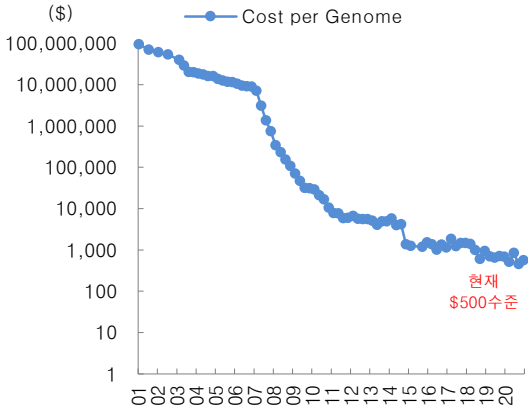
Earnings Driver

분기별 매출, 영업이익, 영업이익률



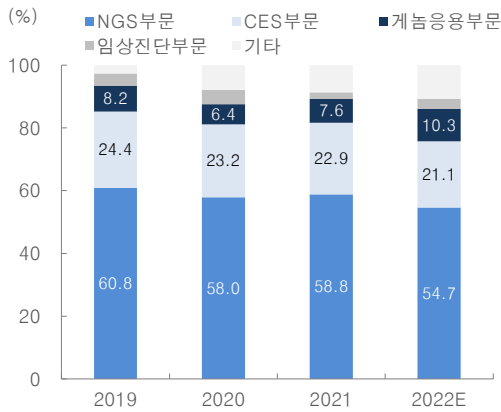
자료: 마크로젠 대산증권 Research Center

DNA 시퀀싱 비용 감소



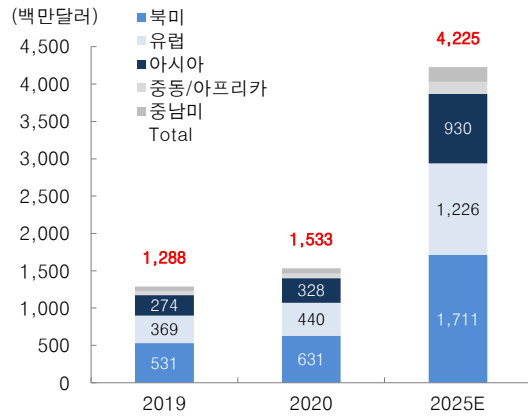
자료: NIH, 대산증권 Research Center

연간 매출 유형별 비중 추이



자료: 마크로젠 대산증권 Research Center

세계 시퀀싱 서비스 시장규모_지역별



자료: The Insight Partners, 대산증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	113	129	136	151	162
매출원가	70	77	83	90	97
매출총이익	42	52	53	61	65
판매비와판매비	35	40	44	46	48
영업이익	7	12	9	15	17
영업외수익	6.4	9.1	6.6	10.1	10.8
EBITDA	21	22	17	24	26
영업외손익	-2	3	1	1	1
관계기업손익	-9	-4	0	0	0
금융수익	1	3	2	2	2
외환관련이익	2	2	1	1	1
금융비용	-1	-1	0	0	0
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	7	5	-1	-1	-1
법인세비용차감전순이익	6	15	10	16	19
법인세비용	-2	-13	-1	-8	-9
계속사업순이익	4	2	9	9	10
중단사업순이익	84	0	0	0	0
당기순이익	88	2	9	9	10
당기순이익률	78.0	1.8	6.7	5.7	6.1
비재계분순이익	0	1	0	0	0
재계분순이익	88	1	9	9	10
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	86	3	8	10	9
비재계분포괄이익	0	1	0	0	0
재계분포괄이익	87	2	8	10	9

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
EPS	8,323	104	859	819	931
PBR	3.3	283.8	21.8	22.8	20.1
BPS	18,670	18,760	19,267	20,241	21,971
PBR	1.5	1.6	0.9	0.9	0.8
EBITDAPS	1,952	2,100	1,574	2,172	2,389
EV/EBITDA	12.9	13.1	9.5	6.7	5.6
SPS	10,610	12,078	12,498	13,936	14,939
PSR	2.6	2.4	1.4	1.3	1.2
CFPS	1,320	2,080	1,114	1,691	1,909
DPS	300	300	300	300	300

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
성장성					
매출액 증/감률	9.5	14.7	4.9	11.5	7.2
영업이익 증/감률	93.0	64.7	-24.7	71.4	14.8
순이익 증/감률	흑전	-97.4	293.9	-4.7	13.8
수익성					
ROIC	9.3	3.8	14.0	13.5	14.4
ROA	2.8	4.0	3.0	5.1	5.6
ROE	56.7	0.6	4.5	4.1	4.4
안정성					
부채비율	45.0	49.0	41.9	35.7	33.2
순차입금비율	-10.9	-13.8	-15.4	-16.6	-20.6
이자보상비율	9.0	13.5	0.0	0.0	0.0

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	96	100	97	98	117
현금및현금성자산	28	39	38	37	54
매출채권 및 기타채권	24	22	24	28	32
재고자산	13	14	14	16	17
기타유동자산	32	26	20	16	13
비유동자산	191	201	202	202	203
유형자산	41	52	53	53	53
관계기업투자지급	77	66	66	67	68
기타비유동자산	73	84	83	82	81
자산총계	288	301	299	300	320
유동부채	58	77	66	56	57
매입채무 및 기타채무	14	16	16	17	18
차입금	9	9	9	9	9
유동상채무	0	21	10	0	0
기타유동부채	35	30	30	30	31
비유동부채	31	22	22	22	22
차입금	22	1	1	1	1
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	9	21	21	21	21
부채총계	89	99	88	79	80
자본계분	198	201	209	219	238
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	90	95	95	95	95
이익잉여금	124	123	129	135	142
기타자본변동	-21	-22	-20	-16	-4
비재계분	0	2	2	2	2
자본총계	199	202	210	221	240
순차입금	-22	-28	-32	-37	-49

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	21	21	10	7	10
당기 순이익	88	2	9	9	10
비현금항목의가감	-74	20	3	10	11
감가상각비	14	11	8	8	8
외환손익	1	0	0	0	0
지분법평가손익	9	4	0	0	0
기타	-97	6	-6	1	2
자산부채의증감	9	2	-1	-3	-2
기타현금흐름	-2	-3	-1	-8	-9
투자활동 현금흐름	-4	-4	-4	-5	-6
투자자산	19	5	0	0	0
유형자산	-13	-9	-9	-9	-9
기타	-11	-1	5	4	3
재무활동 현금흐름	-5	-7	-20	-19	-9
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	1	0	0	0	0
유상증자	1	5	0	0	0
현금배당	0	-3	-3	-3	-3
기타	-7	-9	-17	-16	-6
현금의 증감	12	10	-1	-1	17
기초 현금	16	28	39	38	37
기말 현금	28	39	38	37	54
NOPLAT	5	2	8	8	9
FCF	5	3	7	7	9

자료: 마크로젠 대산증권 Research Center
[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며, 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:한승협)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며, 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

마크로젠(038290) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

제시일자	22.10.12	22.06.02	22.05.23
투자의견	Buy	Buy	Buy
목표주가	30,000	40,000	40,000
과다율(평균%)		(38.10)	(29.07)
과다율(최대/최소%)		(27.88)	(27.88)

제시일자	22.10.12	22.06.02	22.05.23
투자의견	Buy	Buy	Buy
목표주가	30,000	40,000	40,000
과다율(평균%)		(38.10)	(29.07)
과다율(최대/최소%)		(27.88)	(27.88)

제시일자	22.10.12	22.06.02	22.05.23
투자의견	Buy	Buy	Buy
목표주가	30,000	40,000	40,000
과다율(평균%)		(38.10)	(29.07)
과다율(최대/최소%)		(27.88)	(27.88)

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20221009)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	92.8%	7.2%	0.0%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상