MIRAE ASSET 미래에셋증권

Equity Research
2024.4.25

	Not Rated
Refinitiv 평균목표주가	609.83
현재주가(24/4/24)	USD 577.4
상승여력	5.6%

다우존스 산업평균(p)	5,071.63
EPS 성장률(24F,%)	21.3
P/E(24F,x)	30.6
배당수익률(%)	0.3
시가총액(십억USD)	220.40
시가총액(조원)	303.69
상장주식수(백만주)	381.7
60일 평균 거래대금(백만USD)	802.96
52주 최저가(USD)	431.41
52주 최고가(USD)	599.43

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-1.0	26.0	0.5
상대주가	2.2	5.5	-18.0

[첨단의료기기/디지털헬스]
김충현
choonghyun.kim@miraeasset.com

TMO US · 글로벌 의료기기 · 미국

써모 피셔 사이언티픽

3가지 기회: 신약개발 연구활동 점진적 재개, 생물보안법, 피인수된 경쟁사

1Q24 Review: 매출 및 순이익 모두 시장기대치 부합

매출액은 103.5억 달러로 전년 대비 3% 감소하며 시장기대치에 부합했다. 영업이익은 전년 대비 6% 증가하며 영업이익률은 1.5%p 증가하였다. 순이익은 전년 대비 3% 증가한 13.3억 달러로 시장기대치에 부합했다.

동사는 2024년 시장은 전년 대비 낮은 한 자릿수 하락을 예상했는데, 이에 반해 동사의 유기적 성장은 -1% ~ 1%를 기록하며 시장보다 높은 성장세를 기록할 것으로 예상했다. 2Q24의 유기적 성장은 1Q24 대비 2%p정도 더 개선되며 2024년 매분기 전분기보다 개선될 것으로 제시하였으며, 마진도 매분기 개선될 것으로 제시하였다.

12개월 선행 P/E 25배로 글로벌 Peer 대비 저평가

전방산업이 빠르게 회복되지는 않고 있으나, 1Q24를 지나면서 고객사의 파이프라인 연구개발 활동의 회복세가 관찰되고 있다. 하반기 금리인하가 본격화된다면 빠르게 업황개선이 진행될 수 있는 토대가 될 수 있다.

이러한 산업적인 흐름 외에 생물보안법과 Novo Nordisk의 Catlent 인수 등 동사에 수혜로 작용할 이벤트도 발생하고 있다. 생물보안법이 개시되면, 고객사가 대부분 미국과 서유럽에 몰려있는 동사는 수혜를 받을 가능성이 높다. 물론 중국 고객사가 생물보안법으로 동사와 거래를 중단하는 것은 리스크이나, 최근 몇분기에 걸쳐 중국 노출도가 상당히 줄어들었다는 점에서 큰 우려사항은 아니라는 판단이다. 또한, Novo Nordisk가 Catlent를 인수한 것도 공급 부족 현상이 발생 중인 CDMO 시장에서 동사의 시장 지위를 더 높여줄 수 있을 것이다.

경쟁사들이 특정 사업 분야에 강점을 가진 것과 달리, 동사는 바이오 의약품 개발의 모든 과정을 아웃소싱할 수 있는 비즈니스 모델을 갖추고 있어 시장의 불확실성이 높아지는 이벤트가 발생할수록 동사가 파트너에게 제공할 수 있는 가치는 높아질 수 있다. 현 주가는 12개월 선행 P/E 기준 27배로 글로벌 Peer(41배) 대비 저평가 및 동사의 지난 3년 평균(25배) 대비 고평가되고 있다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (백만USD)	44,915	42,857	43,028	45,179	47,438
영업이익 (백만USD)	8,367	6,859	7,245	7,653	8,083
영업이익률 (%)	18.6	16.0	16.8	16.9	17.0
순이익 (백만USD)	6,950	5,995	7,183	7,999	8,392
EPS (USD)	17.73	15.53	18.84	20.98	22.01
ROE (%)	16.4	13.3	14.7	14.6	13.4
P/E (배)	31.1	34.2	30.6	27.5	26.2
P/B (배)	3.8	3.3	3.3	3.0	2.7

주: GAAP 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 써모 피셔 사이언티픽, 미래에셋증권 리서치센터

1Q24 Review

매출액 및 순이익 모두 시장기대치 부합

매출액은 103.5억 달러로 전년 대비 3% 감소하며 시장기대치에 부합했다. 영업이익은 전년 대비 6% 증가하며 영업이익률은 1.5%p 증가하였다. 순이익은 전년 대비 3% 증가한 13.3억 달러로 시장기대치에 부합했다.

지역별로 북미 지역은 한 자릿수 중반 감소, 유럽은 낮은 한 자릿수 감소, 아시아 태평양과 중국은 낮은 한 자릿수 감소를 기록했다.

고객별 매출은 제약 및 생명공학 부문은 코로나 백신 및 치료제 감소 영향으로 전년 대비 높은 한 자릿수 감소를 기록했으나 전분기 대비 성장했다, 학계와 정부 부문은 전자현미경, 질량분석기, 크로마토그래피 등 분석장비가 견조하게 성장했으나 기저효과로 낮은 한 자릿수로 감소했다. 산업 및 응용 분야 부문은 낮은 한 자릿수로 감소했다. 마지막으로 진단 및 의료 부문은 높은 한 자릿수 감소를 기록했다.

2024년 가이던스를 매출 423억~433억 달러, 조정 영업이익률 22.4~22.8%, 조정 EPS 21.14~22.02달러로 상향하였고, 자본지출 13억~15억달러, 잉여현금흐름 65~70억달러, COVID 관련 매출은 4~5억달러(테스트 매출 1억달러, 백신 및 치료제 매출 3~4억달러)로 유지했다. 올해 배당으로 6억 달러를 주주에게 환원할 것으로 제시했다.

동사는 2024년 시장은 전년 대비 낮은 한 자릿수 하락을 예상했는데, 이에 반해 동사의 유기적 성장은 -1% ~ 1%를 기록하며 시장보다 높은 성장세를 기록할 것으로 예상했다. 2Q24의 유기적 성장은 1Q24 대비 2%p정도 더 개선되며 2024년 매분기 전분기보다 개선될 것으로 제시하였으며, 마진 역시 매분기 개선될 것으로 제시하였다.

Q) 생물보안법(Biosecure Act) 장단기 영향?

A) 생물보안법은 미국과 중국을 포함해 전세계에 존재하는 지정학적 긴장 수준에 대한 맥락을 파악하는 일이다. 이에 대한 영향을 고민하는 것은 매우 어려운 일이다. 실제로 국가간 관계가 조금씩 멀어지고 있는 느낌은 든다. 우리의 고객사와 네트워크는 사실상 미국과 서유럽 100%로 구성되어 있다. 법안 자체가 아니라 파트너가 누구인지 생각해 보면 우리는 장기적인 수혜자가 될 가능성이 높을 것이다. 단기적으로는 실적에 큰 영향을 미치지 않을 것이라고 생각한다.

Q) 중국 사업과 경기부양책에 대한 코멘트?

A) 우리는 개별 지역이나 사업에 대한 가이던스를 제공하지는 않는다. 다만, 중국은 우리 예상대로 진행되고 있다. 지금 중국은 우리 전체 매출의 아주 작은 부분을 차지하고 있다. 그런 점에서 지금 중국이 더 좋아지거나 나빠진다고 우리에게 끼치는 영향이 크지는 않다.

중국이 경기부양책을 통해 경제를 활성화할 방법을 찾으려고 노력하는 것은 좋은 일이다. 기본적으로 중국 정부가 경제에 장비, 기술 발전, 고급 연구에 대한 투자를 찾고 있다는 신호를 보내고 있다고 생각한다. 우리 고객사들은 이 경기부양책의 세부사항을 기다리고 있다. 아직 경기부양책에 따른 주문증가는 없다. 올해 후반에 실제 주문이 발생하고 연말에 경기부양책과 직접 연관된 일부 매출이 발생할 것으로 예상한다. 수년간 중국에서의 경험을 고려하면 이는 단기 프로그램이 아닌 장기 프로그램이다.

Q) 올해 시장에 대한 전망은?

A) 1Q24 시장상황은 우리 기대에 부합했고, 우리는 이를 토대로 분기가 지날수록 실적이 개선될 것이라고 생각한다. 우리는 올해 내내 경제 활동이 완만하게 증가하거나 회복될 것이라고 가정하고 있다. 실제로 3월이 1~2월보다 조금 나아졌지만 급격한 개선이 일어나는 것은 아니다.

이번 분기에 생명공학 분야의 자금 조달 환경의 지속적인 개선과 중국이 발표한 경기 부양 프로그램 등 시장 회복의 긍정적인 신호가 발생했다.

표 1. 1Q24 실적 비교표 (백만달러, %, %p)

	1Q23	4Q23	1Q24		성장률	
			확정 실적	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	10,710	10,886	10,345	10,169	-3.4	-5.0
영업이익	1,563	1,854	1,663	2,124	6.4	-10.3
영업이익률 (%)	14.6	17.0	16.1	20.9	1.5	-1.0
순이익	1,289	1,630	1,328	1,379	3.0	-18.5

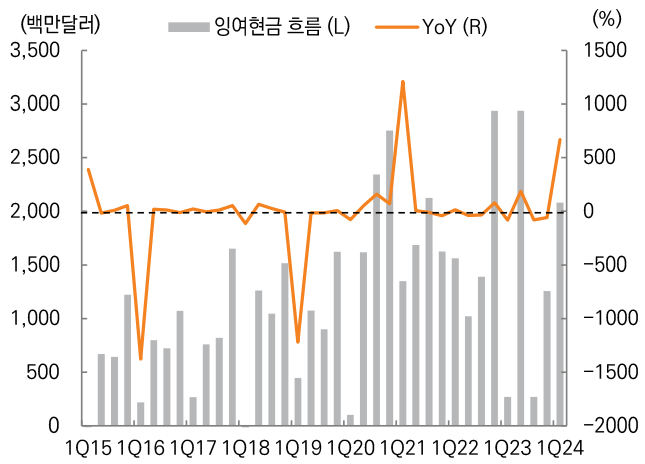
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 분기별 실적 전망표 (백만달러, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출	**10,710**	**10,687**	**10,574**	**10,886**	**10,345**	**10,794**	**10,785**	**11,104**	**42,857**	**43,028**	**45,179**
Life Sciences Solutions	2,612	2,463	2,433	2,469	2,285	2,451	2,440	2,501	9,977	9,677	10,184
Analytical instrument	1,723	1,749	1,754	2,037	1,687	1,379	1,398	1,450	7,263	5,914	5,795
Specialty Dx	1,108	1,109	1,083	1,105	1,109	1,120	1,119	1,155	4,405	4,502	4,710
Lab. Product & BioPharma Services	5,763	5,831	5,728	5,719	5,723	5,845	5,829	5,997	23,041	23,394	24,491
영업이익	1,563	1,578	1,864	1,854	1,663	1,789	1,842	1,952	6,859	7,245	7,653
순이익	1,289	1,361	1,715	1,630	1,328	1,886	1,934	2,035	5,995	7,183	7,999
매출 성장률 (%)	**-9.4%**	**-2.6%**	**-1.0%**	**-4.9%**	**-3.4%**	**1.0%**	**2.0%**	**2.0%**	**-4.6%**	**0.4%**	**5.0%**
Life Sciences Solutions	-38.3%	-25.2%	-17.9%	-18.9%	-12.5%	-0.5%	0.3%	1.3%	-26.3%	-3.0%	5.2%
Analytical instrument	13.5%	8.8%	8.2%	8.5%	-2.1%	-21.2%	-20.3%	-28.8%	9.6%	-18.6%	-2.0%
Specialty Dx	-25.2%	0.7%	1.7%	-0.9%	0.1%	1.0%	3.3%	4.5%	-7.5%	2.2%	4.6%
Lab. Product & BioPharma Services	5.9%	5.3%	2.6%	-3.8%	-0.7%	0.2%	1.8%	4.9%	2.4%	1.5%	4.7%
영업이익률 (%)	14.6%	14.8%	17.6%	17.0%	16.1%	16.6%	17.1%	17.6%	16.0%	16.8%	16.9%
순이익률 (%)	12.1%	12.7%	16.0%	14.8%	12.6%	17.2%	17.7%	18.1%	14.0%	16.7%	17.7%

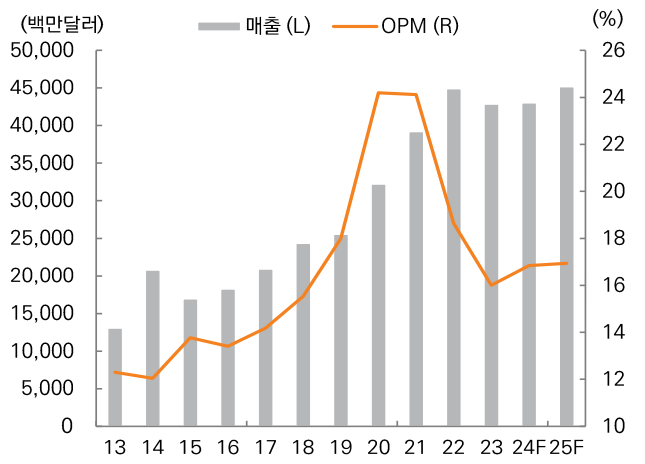
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. FCF 추이



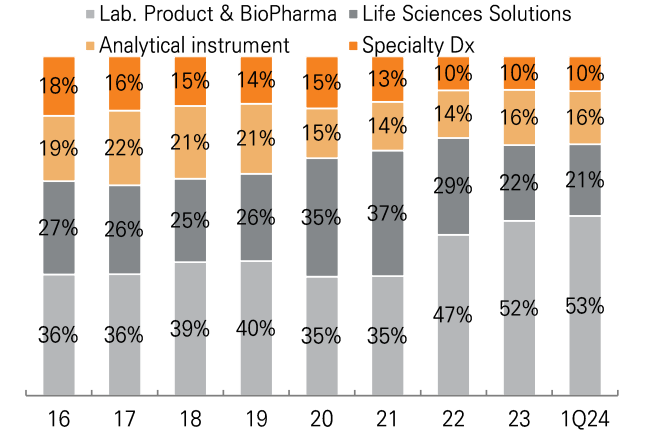
자료: TMO, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. TMO 매출 및 영업이익률 추이



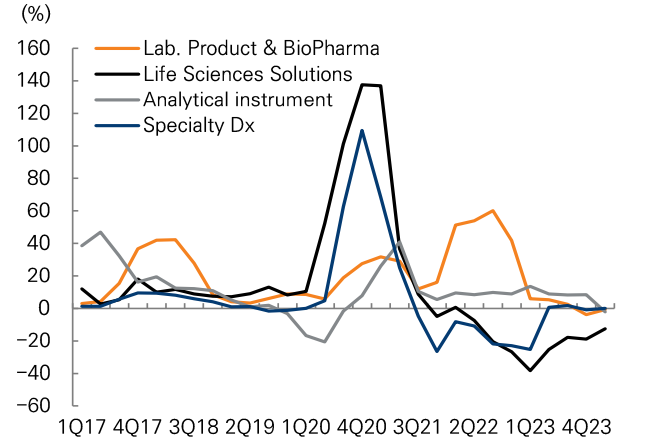
자료: TMO, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 제품별 매출 비중



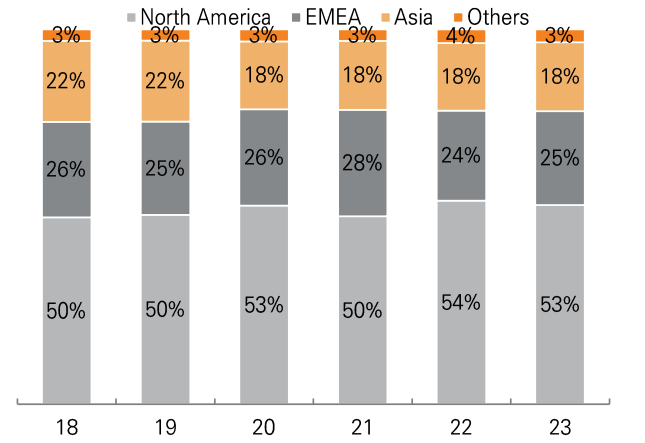
자료: TMO, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 제품별 매출 성장률 추이



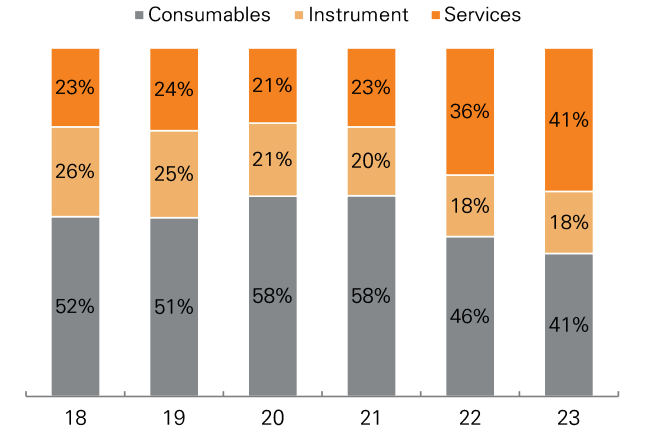
자료: TMO, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 지역별 매출 비중



자료: TMO, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 카테고리별 매출 비중



자료: TMO, 미래에셋증권 리서치센터

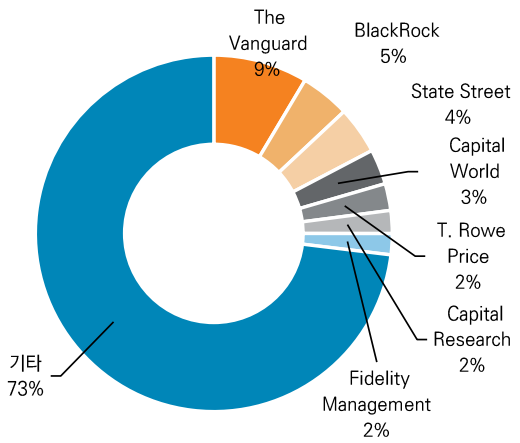
밸류에이션 및 투자전략

전방산업이 빠르게 회복되지는 않고 있으나, 1Q24를 지나면서 고객사의 파이프라인 연구개발 활동의 회복세가 관찰되고 있다. 하반기 금리인하가 본격화된다면 빠르게 업황개선이 진행될 수 있는 토대가 될 수 있다.

이러한 산업적인 흐름 외에 생물보안법과 Novo Nordisk의 Catlent 인수 등 동사에 수혜로 작용할 이벤트도 발생하고 있다. 생물보안법이 개시되면, 고객사가 대부분 미국과 서유럽에 몰려있는 동사는 수혜를 받을 가능성이 높다. 물론 중국 고객사가 생물보안법으로 동사와 거래를 중단하는 것은 리스크이나, 최근 몇분기에 걸쳐 중국 노출도가 상당히 줄어들었다는 점에서 큰 우려사항은 아니라는 판단이다. 또한, Novo Nordisk가 Catlent를 인수한 것도 공급부족 현상이 발생중인 CDMO 시장에서 동사의 시장 지위를 더 높여줄 수 있을 것이다.

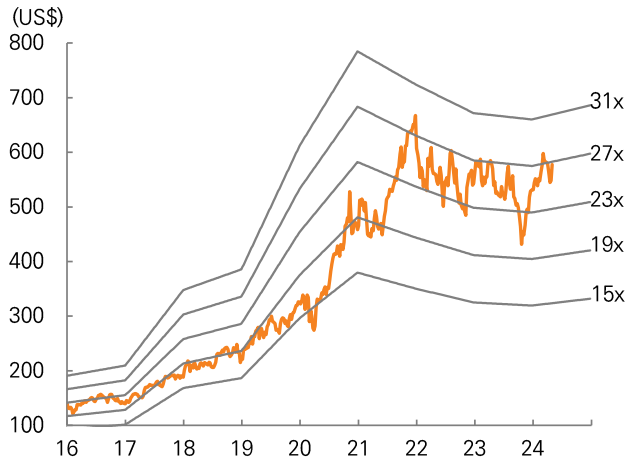
경쟁사들이 특정 사업 분야에 강점을 가진 것과 달리, 동사는 바이오 의약품 개발의 모든 과정을 아웃소싱할 수 있는 비즈니스 모델을 갖추고 있어 시장의 불확실성이 높아지는 이벤트가 발생할수록 동사가 파트너에게 제공할 수 있는 가치는 높아질 수 있다. 현 주가는 12개월 선행 P/E 기준 27배로 글로벌 Peer(41배) 대비 저평가 및 동사의 지난 3년 평균(25배) 대비 고평가되고 있다.

그림 7. 지분율



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 12개월 선행 P/E 밴드 차트



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. Global peer valuation

회사명	시가총액 (십억원)	영업이익률 (%)			P/E (X)			P/S (X)			EV/EBITDA(x)			매출 (십억원)		
		23	24F	25F	23	24F	25F	23	24F	25F	23	24F	25F	23	24F	25F
써모 피셔 사이언티픽	303,184	16.0	22.5	23.0	34.6	26.8	23.7	5.2	5.1	4.8	24.2	23.1	21.0	56,000	58,903	63,184
다나허	255,412	21.8	29.1	28.7	39.4	32.8	28.8	7.1	7.8	7.2	22.6	25.7	23.0	31,216	32,853	35,639
머크	97,673	16.9	19.5	21.1	23.5	17.7	15.6	3.2	3.1	2.9	13.3	12.5	11.1	29,664	31,259	33,061
론차 그룹	58,644	13.1	17.9	19.2	58.9	42.2	34.1	5.7	5.9	5.2	18.0	22.0	18.4	9,774	10,013	11,385
삼성바이오로직스	55,302	30.1	29.5	30.5	61.8	57.6	48.3	14.1	13.1	11.5	33.7	32.1	28.1	3,695	4,237	4,819
싸토리우스	28,576	15.3	19.7	22.2	107.3	44.6	33.7	4.4	5.4	4.8	29.7	23.7	20.0	4,798	5,255	5,903
캐털란트	13,944	-3.8	8.0	10.7	-	106.2	38.3	2.5	2.3	2.2	-	20.8	15.9	5,641	6,038	6,432
전체 평균		**15.6**	**20.9**	**22.2**	**54.3**	**46.8**	**31.8**	**6.0**	**6.1**	**5.5**	**23.6**	**22.9**	**19.6**	**20,112**	**21,223**	**22,917**

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

사업부문별 Review

Lab Product & Biopharma 사업

매출액은 전년 대비 1% 감소한 57.2억 달러를 기록했다. COVID-19 백신 관련 매출 하락하고 있으나, 임상연구 사업이 이를 상쇄했다. 영업이익은 전년 대비 6% 감소한 7.4억 달러를 기록했다. 영업이익률은 전년대비 0.8%p 감소한 13%를 기록했다.

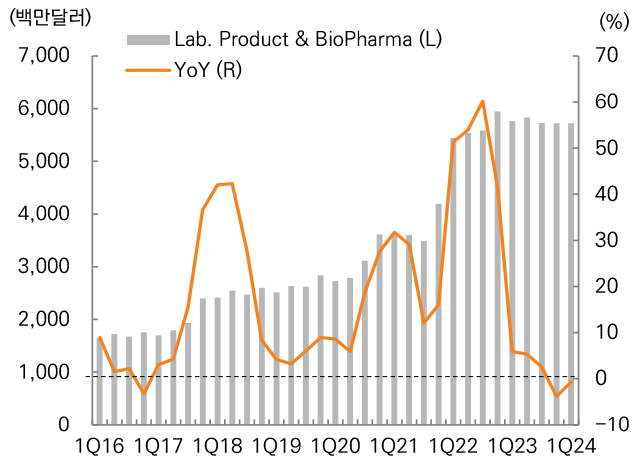
Q) 1Q24가 5년만에 생명공학 분야에서 최고의 자금조달 환경이었는데?

A) 지금 생명공학의 파이프라인 연구개발 활동이 회복세가 관찰된다. 이것이 실제 우리 비즈니스로 연결되는데는 시차가 존재한다. 생명공학 분야 자금 조달환경이 개선되고 있는 점을 고려할 때, 연구개발 활동이 회복되고 있는 것은 매우 고무적인 일이다.

Q) Novo의 Catelent 인수 효과는?

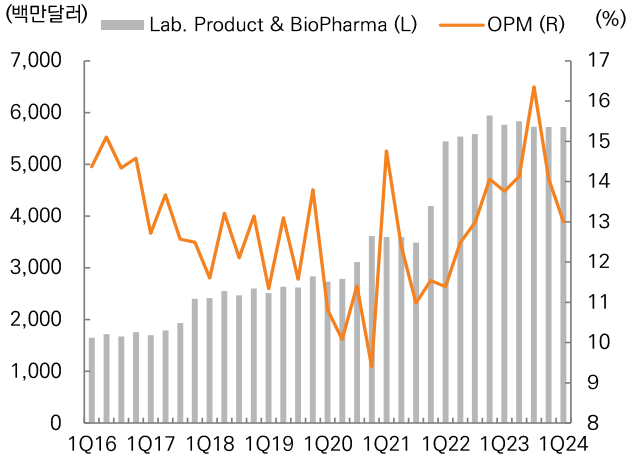
A) 순수 CDMO 경쟁업체가 없어지는 것은 현재 공급이 부족한 상황에서 우리에게 유리하다. 또한, 생물보안법이나 인수합병 등 불확실성이 커질 때, 불확실성을 제거할 수 있는 파트너로써 우리의 가치는 더 커진다고 생각한다.

그림 9. Lab Product 사업부문 매출 성장률 추이



자료: TMO, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. Lab Product 사업부문 매출 및 영업이익률



자료: TMO, 미래에셋증권 리서치센터

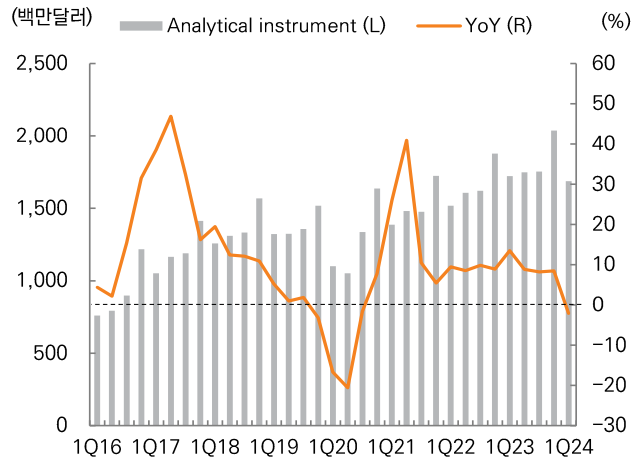
Specialty Dx 사업부문

매출액은 전년과 유사한 11.1억 달러를 기록했다. COVID 관련 매출이 감소하였으나, 미생물학, 면역진단 및 이식 진단 사업이 이를 상쇄하였다. 영업이익은 전년 대비 5% 증가한 2.9억 달러를 기록했다. 영업이익률은 전년 대비 1.2%p 개선된 26.5%를 기록하였다.

Analytical Instrument 사업부문

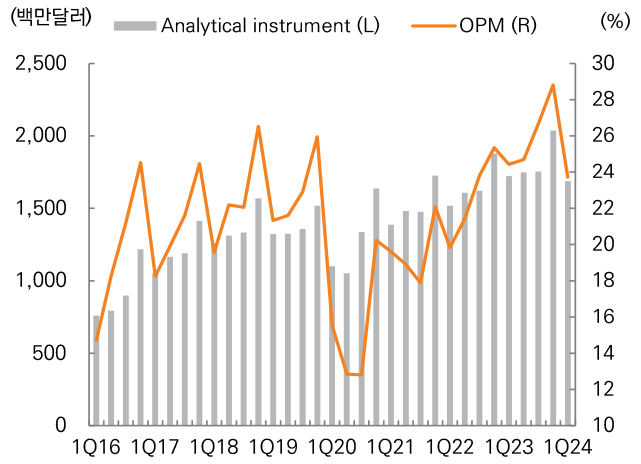
매출액은 전년 대비 2% 감소한 16.9억 달러를 기록했다. 작년 기저가 높았음을 감안하면 좋은 성과를 이어가고 있다. 외형성장은 전자현미경 사업이 주도했다. 영업이익은 전년 대비 5% 감소한 4억 달러를 기록했다. 영업이익률은 전년 대비 0.7%p 감소한 23.7%를 기록했다. 신제품으로 Dionex Inuvion 이온 크로마토그래피 시스템, 화학 분석 사업에서는 배터리 안전성, 성능 및 생산을 향상시키기 위해 LInspector Edge 인라인 계측 솔루션을, 의약품 제조 QA/QC에 사용되는 차세대 휴대용 장비인 TruScan G3 휴대용 라만 분석기를 출시했다.

그림 11. Analytical Instrument 사업부문 매출 성장률 추이



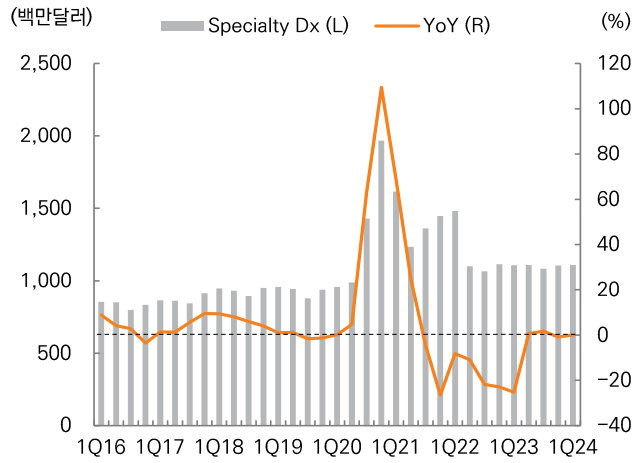
자료: TMO, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. Analytical Instrument 사업부문 매출 및 영업이익률



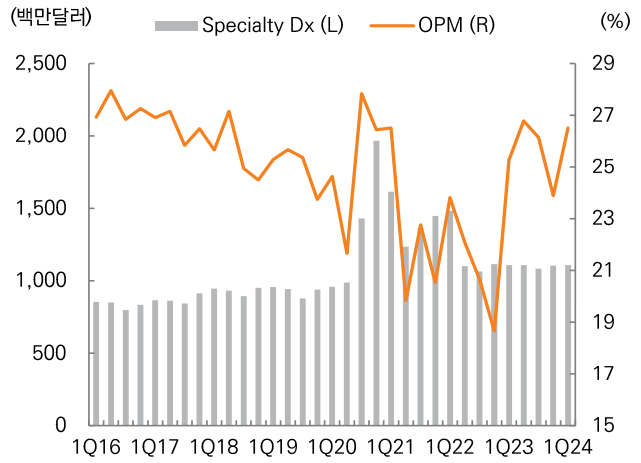
자료: TMO, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. Specialty Dx 사업부문 매출 성장률 추이



자료: TMO, 미래에셋증권 리서치센터

그림 14. Specialty Dx 사업부문 매출 및 영업이익률

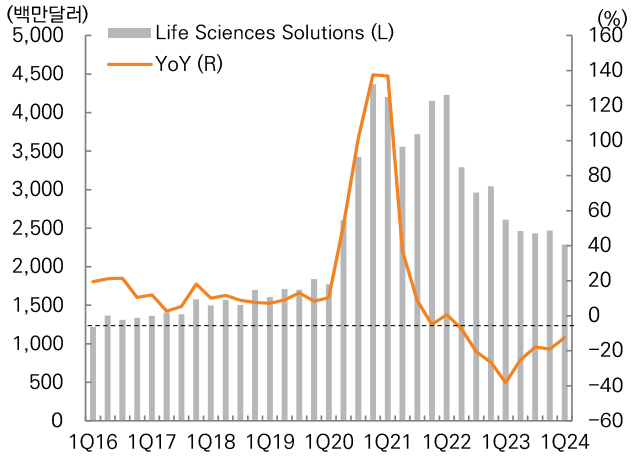


자료: TMO, 미래에셋증권 리서치센터

Life Sciences Solutions 사업

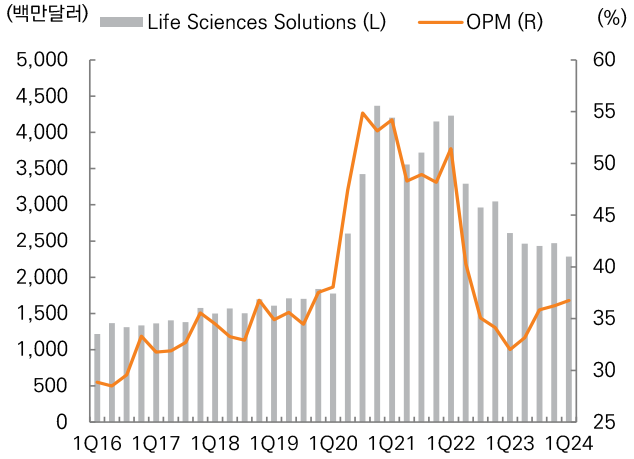
매출액은 전년 대비 13% 감소한 22.9억 달러를 기록했다. COVID 관련 매출감소 영향이 지속되었다. 영업이익은 전년 대비 1% 감소한 8.4억 달러를 기록하며 영업이익률은 전년 대비 4.8%p 증가한 36.8%를 기록하였다. 신제품 Axiom PangenomiX Array를 출시했다.

그림 15. Life Sciences Solutions 사업부문 매출 성장률 추이



자료: TMO, 미래에셋증권 리서치센터

그림 16. Life Sciences Solutions 사업부문 매출 및 영업이익률



자료: TMO, 미래에셋증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 해당 회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 본 자료에서 매매를 권유한 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.