

## 이제 조정은 충분하다.

**매수**  
(상향)

목표가: 188,000원 ▼  
상승여력: 51.2%

김충현, CFA choonghyun.kim@miraeasset.com

### 무엇이 씨젠의 주가를 누르고 있는가?

#### 포스트 코로나에 대한 걱정이 밸류에이션을 하락시키고 있는 것

- 글로벌 체외진단 기업을 크게 4가지 그룹으로 나뉘볼 때, 주가 변동성이 가장 큰 그룹은 씨젠이 포함된 감염성질환 위주로 매출이 발생하는 그룹.
- 가장 큰 원인은 밸류에이션 하락. 씨젠의 12개월 선행 P/E는 20년 8월 28.6배에서 21년 2월 6.4배까지 급락. 블룸버그 기준 21년 실적추정치는 오히려 상향.
- 코로나19 종료가 다가올수록 다른 그룹군은 생명공학, 의료기기, 체외진단(면역화학 검사를 활용한 정기검사)을 활용하여 코로나19 진단키트 매출 하락을 방어할 수 있음.
- 코로나19가 종료되더라도 씨젠은 늘어난 분석장비에서 호흡기, HPV, 여성건강 제품 매출이 늘어날 수 있으나, 2020년 급등한 코로나19진단 키트 매출하락을 우려하는 것
- 핵심은 사업다각화. 글로벌 체외진단 업체들도 M&A를 통해 현재의 사업구조를 완성
- 현금성자산을 3,000억원 넘게 확보하였고, M&A 전문임원을 영입한 것은 긍정적

### Valuation 및 투자전략

#### 목표주가 188,000원으로 하향하며, 투자의견은 Trading Buy에서 매수로 상향

- 21년 실적: 매출 1.2조 원(8% YoY), 영업이익 6,617억원(-2% YoY) 예상
- 22년 실적: 매출 5,960억원(-51% YoY), 영업이익 2,542억원(-62% YoY) 예상
- 동사의 목표주가는 22년 EPS에 글로벌 Peer 평균 P/E를 이용하여 산출함.
- 동사의 현재주가는 12개월 선행 P/E 기준 7배, 22년 P/E 기준 16배로 상당히 저평가
- 당사는 2022년 매출을 시장에서 가장 보수적으로 추정하고 있는 편. 코로나19 매출을 상당히 보수적으로 추정한 22년 실적을 기준으로 살펴봐도, 최근 주가 조정에는 코로나19 매출 급감에 우려가 상당히 반영되어 있다고 판단됨.
- 코로나19 키트와 장비매출 호조, 사업다각화 뉴스 발생시 실적 추정 상향 가능

#### Key data



현재주가(21/2/25, 원)	124,300	시가총액(십억원)	3,261
영업이익(20F, 십억원)	676	발행주식수(백만주)	26
Consensus 영업이익(20F, 십억원)	709	유동주식비율(%)	67.3
EPS 성장률(20F, %)	1,783.0	외국인 보유비중(%)	20.5
P/E(20F, x)	10.1	베타(12M) 일간수익률	0.78
MKT P/E(20F, x)	20.8	52주 최저가(원)	33,250
KOSDAQ	936.21	52주 최고가(원)	312,200

#### Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-29.2	-48.6	273.8
상대주가	-24.4	-54.1	162.3

#### Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액 (십억원)	89	102	122	1,125	1,210	596
영업이익 (십억원)	8	11	22	676	662	254
영업이익률 (%)	9.0	10.8	18.0	60.1	54.7	42.6
순이익 (십억원)	3	11	27	502	527	203
EPS (원)	124	409	1,017	19,144	20,089	7,719
ROE (%)	2.5	8.8	19.0	125.8	58.0	15.9
P/E (배)	269.8	39.1	30.1	10.1	6.2	16.1
P/B (배)	6.9	3.0	4.9	7.7	2.8	2.4
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.3	0.1	0.1	0.1

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
자료: 씨젠, 미래에셋대우 리서치센터

# I. 4Q20 실적 Review

## 1. 매출액 기준 시장기대치 상회하는 실적 달성

동사의 4Q20 매출액은 4,417억원으로 전년대비 1,208% YoY 상승하며 시장기대치를 상회하였다. 영업이익은 시장기대치를 하회한 2,575억원으로 전년대비 4,922% YoY 상승하였으며 영업이익률은 58.3%를 기록했다. 지역별 매출은 국내 343% YoY, 북미 3,553% YoY, 유럽 1,270% YoY, 아중동 501% YoY 성장하였다. 품목별 매출은 시약 1,525% YoY(호흡기 4,200% YoY, HPV 82% YoY, 여성건강 28% YoY), 장비 및 기타 514% YoY 상승하였다. 특히 **장비 판매는 700대를 기록하며 누적 설치대수 3,330대를 돌파했다.**

2020년 매출은 1조 1,252억 원(823% YoY), 영업이익 6,762억원(2,916% YoY)을 기록하며 역사적인 실적을 기록했다. 2020년 실적에 가장 큰 기여를 한 **코로나키트 매출은 4Q20 3,019억원, 2020년 연간으로는 총 매출의 79%인 7,482억 원을 달성했다.** 코로나19 키트를 가장 많이 판매한 지역은 유럽(매출 비중 53%)이며, 국내(매출비중 18%), 북미(매출 비중 10%)가 뒤를 이었다.

표 1. 4Q20 실적 비교표

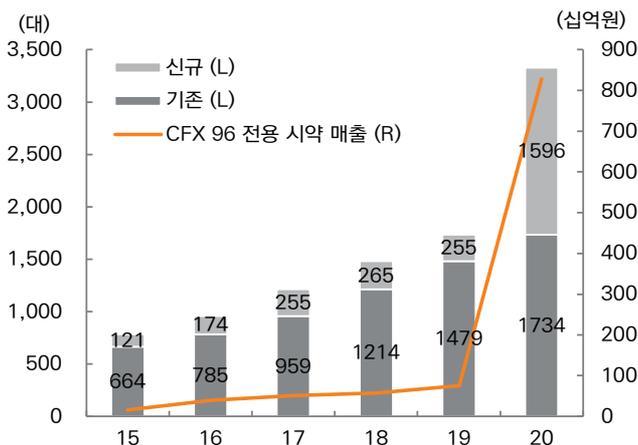
(십억원, %, %p)

	4Q19	3Q20	4Q20P			성장률	
			잠정치	미래에셋대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	33.8	326.9	441.7	345.4	399.2	1,207.9	35.1
영업이익	5.1	209.9	257.5	213.8	258.0	4,921.9	22.7
영업이익률 (%)	15.2	64.2	58.3	61.9	64.6	43.1	-5.9
세전이익	5.2	207.5	243.2	213.2	227.9	4,569.2	17.2
순이익	5.6	151.5	186.5	170.2	177.0	3,207.2	23.1

주: K-IFRS 기준

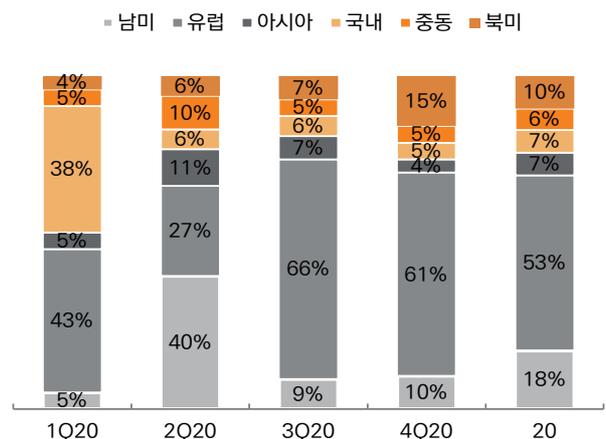
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. CFX 누적판매 vs. 전용 시약 매출 추이



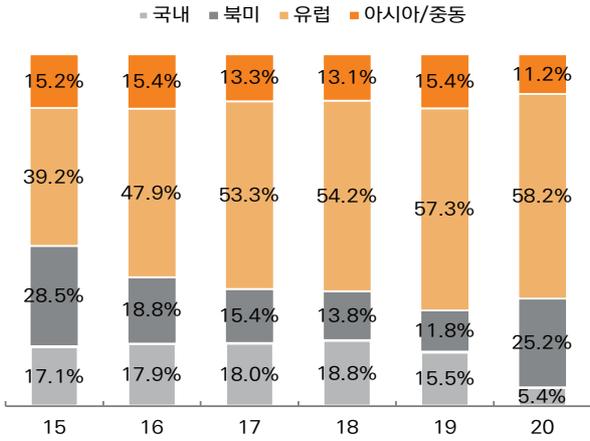
자료: 씨젠, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 코로나 진단 키트 지역별 판매 비중



자료: 씨젠, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 지역별 매출 비중



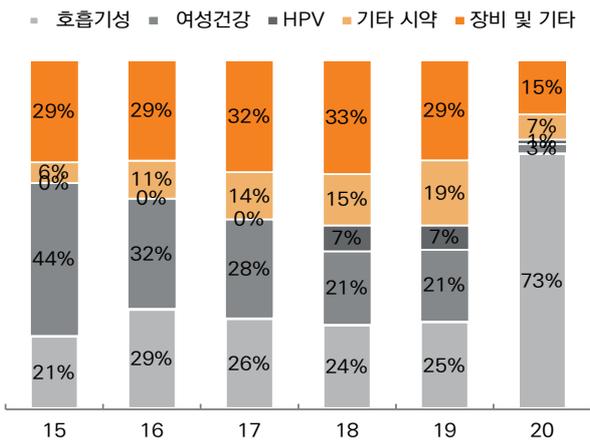
자료: 씨젠, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 지역별 매출 추이



자료: 씨젠, 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. 품목별 매출 비중



자료: 씨젠, 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. 품목별 매출 추이



자료: 씨젠, 미래에셋대우 리서치센터

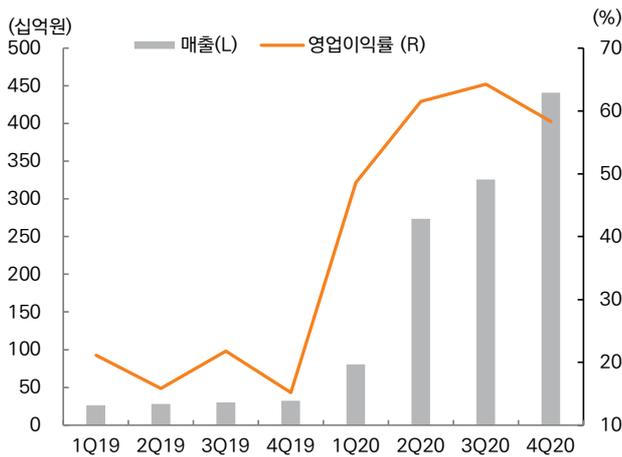
## II. 무엇이 씨젠의 주가를 누르고 있는가?

### 1. 기록적인 실적을 달성한 2020년, 그러나 주가는?

전세계를 통틀어 코로나19 수혜를 가장 크게 받은 기업 중 하나인 씨젠은 2020년 내내 큰폭의 실적개선을 기록했다. 대부분의 실적이 마진이 높은 진단 시약에서 발생하면서, 매출이 증가할수록 영업이익 증가율이 더 높은 영업레버리지 효과도 뒤따랐다. **2020년 매출은 전년대비 823% YoY 상승한 1조 1,252억 원을 기록했는데, 영업이익은 전년대비 2,916% 상승하며 6,762억원을 기록하였다.** 이로 인해 2020년 영업이익률은 무려 60.1%에 달했다.

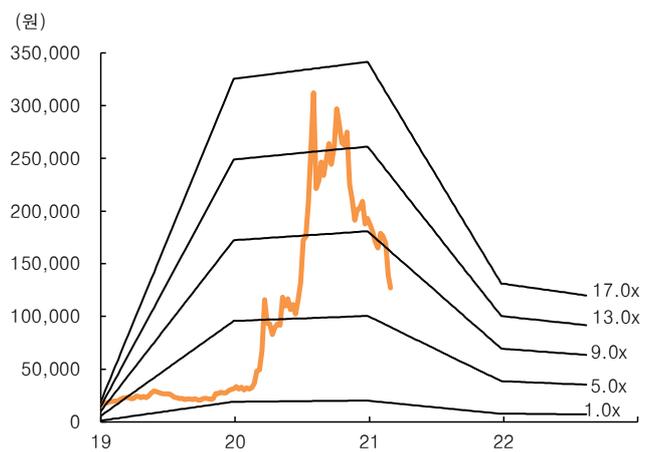
씨젠은 전세계 체외진단 기업 중에서 가장 높은 매출 성장률을 기록한 기업이다. 그러나 지난 **2020년 8월부터 주가변동성이 확대되더니, 2020년 2월 24일 기준 고점대비 59.5% 하락하였다.** 왜 이런 일들이 발생하는 걸까?

그림 7. 씨젠 분기별 매출과 영업이익률 추이



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 8. 씨젠의 12개월 FWD P/E 밴드 차트



자료: 미래에셋대우 리서치센터

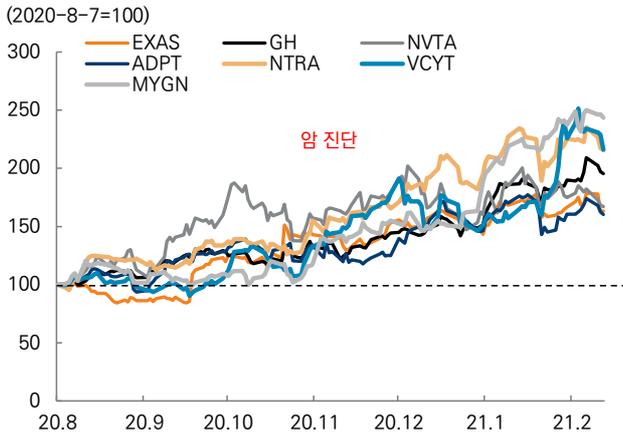
## 2. 가장 큰 원인은 편중된 사업구조로 인한 밸류에이션 하락

그렇다면 글로벌 체외진단 기업들의 주가는 어떨까? 우리는 2020년 8월 7일부터 2021년 2월 18일까지 글로벌 체외진단 기업들의 주가 변화를 살펴보았다. 생각보다 씨젠만큼 주가 변동성이 큰 업체는 많지 않다. 오히려 대부분 업체들의 주가가 상승하고 있다.

직관적인 이해를 위해 글로벌 체외진단 기업들을 4가지 분류로 나눠보자. 첫번째는 주로 암을 진단하는 생명공학 기업, 두번째는 체외진단과 생명공학 사업을 병행하는 기업, 세번째는 체외진단과 의료기기사업을 병행하는 기업, 4번째는 감염성 질환을 중심으로 진단하는 순수 체외진단기업이다. 이렇게 4가지 유형으로 나눠서 살펴보면, **순수 체외진단 기업을 제외한 나머지 카테고리의 기업들은 대부분 주가가 상승하고 있다.** 특히 암진단 기업들은 100% 이상 주가가 상승한 기업도 많다.

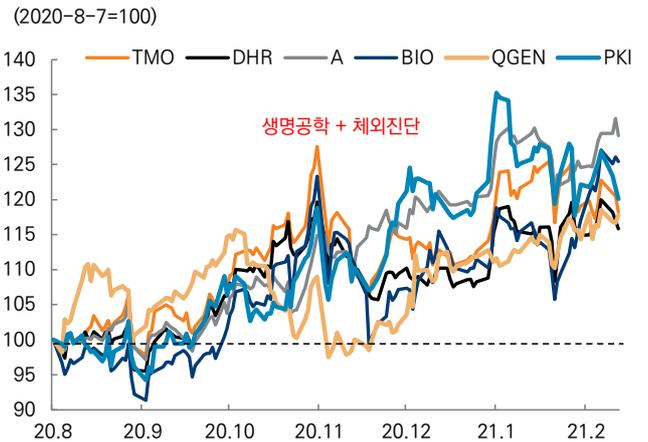
정리하면 **글로벌 체외진단 기업들의 주가가 전반적으로 변동성이 커진 것이 아니라, 순수 체외진단 기업들의 주가가 변동성이 커진 것이다.** 순수 체외진단업체 중에서 젠마크(GNMK US)의 주가는 급상승했는데, 이는 피인수설에 대한 기사가 발표되었기 때문이다.

그림 9. 암진단 기업 주가 추이



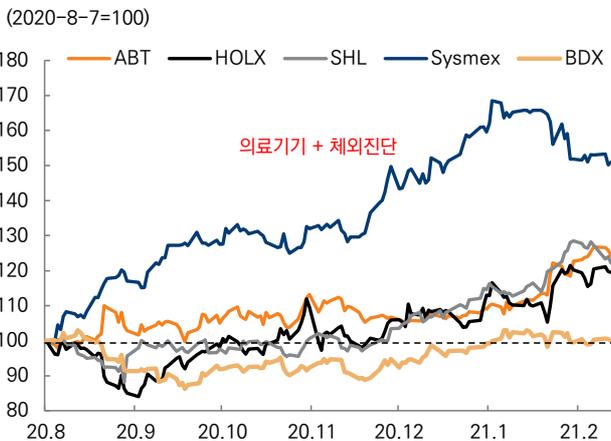
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 10. 생명공학 + 체외진단 기업 주가 추이



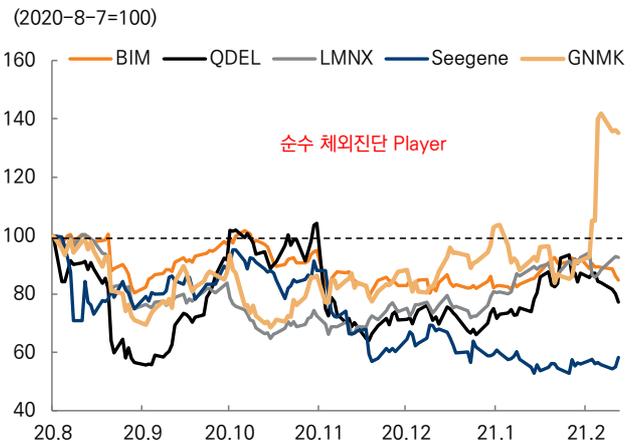
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 11. 의료기기 + 체외진단 기업 주가 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 12. 순수 체외진단 기업 주가 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그렇다면 순수체외진단 기업들의 주가는 왜 큰 폭으로 하락했을까? 2021년 실적이 크게 하락할 우려가 있기 때문일까? 블룸버그 기준으로 살펴보면, 씨젠은 2021년 매출과 영업이익 컨센서스는 각각 1조 1,510억 원(2% YoY), 6,897억원(2% YoY)이며, Quidel의 2021년 매출과 영업이익 컨센서스는 각각 29억 1,200만 달러(75% YoY), 18억 3,000만 달러(72% YoY)이다. **오히려 시장에서는 2021년 실적이 2020년보다 상승하는 것으로 예상하고 있었다.**

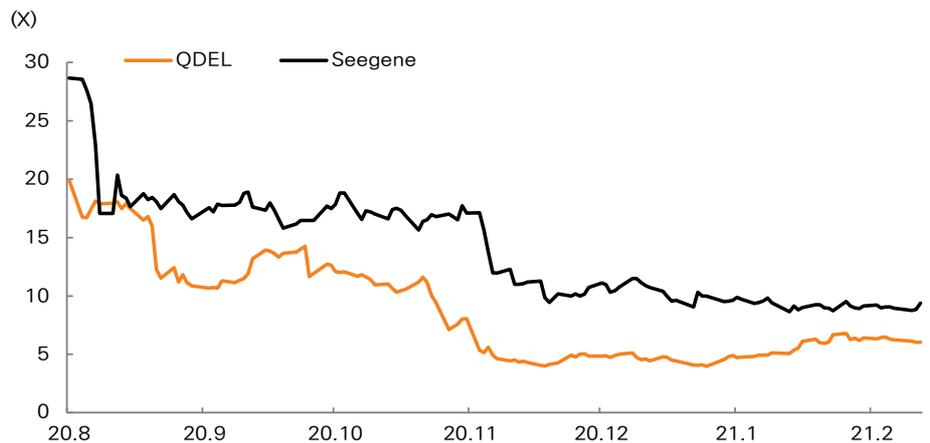
여기서 위에서 구분한 4개 그룹의 12개월 선행 P/E를 그려보면 더 직관적인 인사이트를 얻을 수 있다. 암 진단 기업은 대부분 적자기업이라 선행 P/E 차트에서 제외하였다. 다른 그룹군에서는 밸류에이션의 변동성이 크지 않지만, 순수 체외진단업체인 Quidel과 Seegene은 밸류에이션이 큰 폭으로 하락하였다. 2020년 8월 7일부터 2021년 2월 24일까지 12개월 선행 P/E를 살펴보면 씨젠은 28.6배에서 6.4배로 하락하였고, Quidel은 19.9배에서 5.5배로 하락하였다.

결국 **현재의 씨젠의 주가변동성 확대에 대한 현상은 포스트 코로나에 대한 걱정이 밸류에이션에 반영되어 De-rating이 발생한 결과라고 해석할 수 있다.**

코로나19가 종식된다면 다른 그룹군은 생명공학사업부와 의료기기사업부의 실적이 개선되어 코로나 진단 키트 매출하락을 방어할 수 있을 것이다. 실제로 코로나19로 병원 출입이 제한되고, 바이오 임상시험이 지연되면서 생명공학과 의료기기사업의 매출은 하락하였다. 또한, 같은 체외진단이라도 의료기구나 생명공학 사업을 병행하는 체외진단기업들은 대용량 면역화학진단 사업부가 체외진단의 핵심 사업인데, 이 역시 코로나19로 인해 진단수요가 감소하며 큰 피해를 입었다.

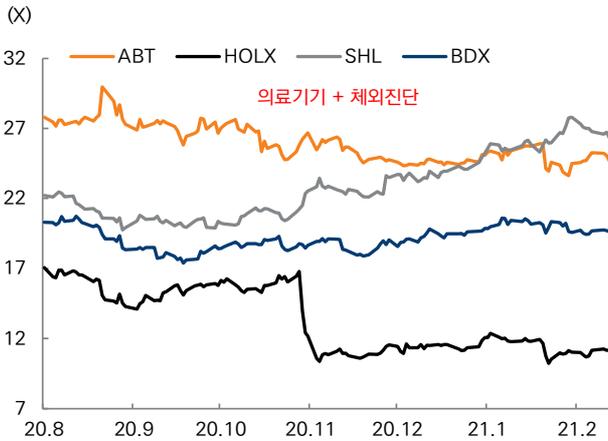
이에 반해 **씨젠은 대부분 매출이 감염성 질환에 대한 분자진단(PCR) 검사에 집중되어 있다.** Quidel은 래피드 키트 전문기업이다. **포스트 코로나에 대한 우려는 2022년 실적에 반영되어 있는데, 실적이 증가한 2021년과 달리 블룸버그의 2022년 실적은 큰 폭의 하락을 예상하고 있다.** 2022년 매출과 영업이익 컨센서스는 씨젠은 각각 8,410억원(-27% YoY), 4,929억원(-29% YoY)이며, Quidel은 각각 14억 4,000만 달러(-51% YoY), 8억 5,500만 달러(-53% YoY)이다.

**그림 13. 씨젠과 Quidel의 12개월 FWD P/E 추이**



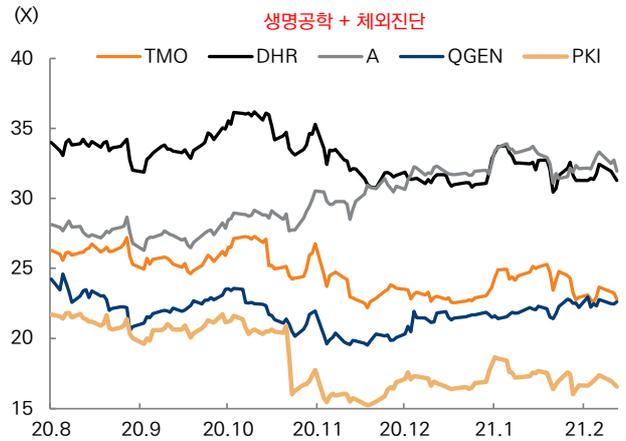
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 14. 의료기기 + 체외진단 기업 12개월 FWD P/E 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 15. 생명공학 + 체외진단 기업 12개월 FWD P/E 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 주요 글로벌 체외진단 기업 실적 및 주가 변화

(백만달러)

분류	종목	시가 총액	20년 8월 이후 주가 변화	진단 사업부 매출				2020년 기타 매출	2020년 총 매출
				18	19	20	YoY		
体外진단 Player	bioMerieux	17,075	-15%	2,589	2,876	3,130	9%	104	3,234
	Quidel	8,838	-23%	522	535	1,662	211%	-	1,662
	Seegene	4,300	-42%	93	105	975	832%	-	975
	Genmark	1,553	35%	71	88	169	92%	-	169
	Luminex	1,375	-7%	316	335	417	25%	-	417
의료기기 +체외진단	Abbott Laboratories	222,272	24%	7,495	7,713	10,805	40%	23,803	34,608
	Siemens healthineers	60,895	22%	4,716	4,662	4,782	3%	12,993	17,775
	Becton Dickinson	74,331	0%	3,089	2,741	5,531	102%	12,677	18,208
	Sysmex	23,477	51%	2,619	2,768	2,685	4%	111	2,796
	Hologic	21,213	19%	1,147	1,205	2,919	142%	1,617	4,536
생명공학 +체외진단	Thermo Fisher Scientific	193,729	18%	3,724	3,718	5,343	44%	29,537	34,880
	Danaher	168,791	16%	6,258	6,562	7,403	13%	14,880	22,284
	Agilent	38,992	29%	947	1,035	1,092	6%	4,438	5,530
	Bio-rad	19,512	25%	1,360	1,411	1,305	-8%	1,240	2,545
	Perkin Elmer	15,968	20%	1,085	1,138	2,067	82%	1,716	3,783
	Qiagen	12,734	18%	732	737	904	23%	966	1,870
암진단	EXAS	23,952	63%	454	876	1,491	70%	-	1,491
	GH	16,729	95%	78	181	233	29%	49	282
	Natera	9,736	116%	258	302	375	24%	-	375
	Invitae	6,757	67%	148	217	280	29%	-	280
	Veracyte	4,633	116%	92	120	117	-2%	-	117
	MYGN	2,233	144%	744	851	639	-25%	-	639

주: 20년 8월 7일-2월 17일까지 주가 변화. Genmark는 4Q20 실적 미발표로 추정치

자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

### 3. 사업다각화를 위한 노력이 필요하다

결국 씨젠의 추가하락의 원인은 단기간에 급격히 실적이 둔화할 가능성이 생긴 것, 기업에 큰 변화가 생긴 것이라기 보다는 포스트 코로나에 대한 우려가 밸류에이션 디레이팅(De-rating)으로 이어진 것이라고 할 수 있다.

시장의 우려가 마냥 근거가 없는 것은 아니다. 대체로 코로나19와 같은 감염성질환은 특정시기가 지나면 수요가 급감하는 경향이 있다. 2009년 신종플루로 인해 1,663억원까지 상승했던 국내 건강보험의 인플루엔자 관련 진료비는 2011년 203억원으로 급감했다. 2016년 브라질 일대를 강타했던 지카 바이러스의 진단키트 개발에 성공했던 국내 Z사는 2016년 79억원에 불과하던 매출이 2017년 625억원까지 급등했으나 지카 바이러스 확산이 소강 사태에 접어들면서 2년만인 2019년에는 매출액이 무려 23억원으로 곤두박질치고 말았다.

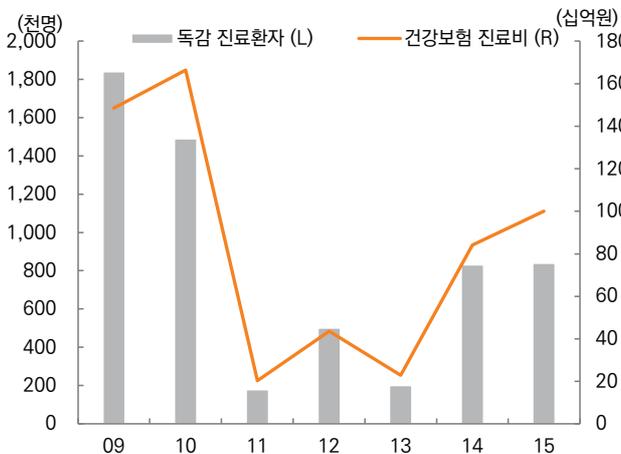
물론 코로나19는 과거 여타 바이러스와는 상당히 다른 모습을 보이고 있어 코로나19 진단 키트 매출이 갑자기 급감할 가능성은 지금으로써 상당히 낮아보이지만, 대비가 필요한 것은 사실이다.

시장의 우려를 반대로 생각하면 현재 시장이 씨젠에게 가장 크게 기대하는 것은 사업다각화라고 할 수 있다. 코로나19로 크게 확대된 덩치를 어떻게 유지할 것이냐 하는 것이다. 코로나19가 전세계를 휩쓸지 1년이 넘어간다. 이제는 본격적으로 코로나19 이후의 시대를 대비해야 한다. 2020년에 코로나19로 얻었던 글로벌 유통망, 전세계 고객사, 늘어난 현금, 글로벌 레퍼런스 등을 장기적인 기업 경쟁력으로 변화시켜야 한다.

포스트 코로나에서 가장 중요한 키워드는 다각화가 될 것이다. 씨젠이 팬더믹에서 큰 수혜를 받은 것은 역설적으로 다각화가 되어 있지 않기 때문이다. 코로나19의 종식이 다가올수록 집중화된 사업구조는 상당한 실적 둔화를 동반할 것이다. 지역적, 제품적, 사업적 다각화를 준비해야 한다.

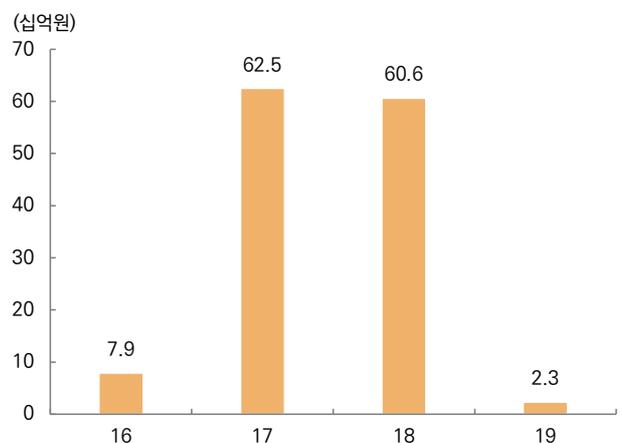
실제로 글로벌 대형 기업들은 M&A를 상당히 적극적으로 활용한다. 글로벌 대형기업들의 사업구조가 다각화된 데에는 적극적인 M&A가 있었다. 다나하는 세페이드를 약 40억 달러에, 비오메리외는 바이오파이어를 약 5억 달러에, 지멘스헬스니어스는 패스트랙 다이그노스틱스(인수가격 미공개)를 인수했다. 모두 현장진단 방식의 PCR을 하는 기업들이었다. 애보트는 래피드 키트 세계 1위였던 엘리어를 약 45억 달러에 인수하며 래피드키트 사업을 보강했다.

그림 16. 인플루엔자 진료비 추이



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 17. 젠바디 실적 추이



자료: 미래에셋대우 리서치센터

로슈는 암진단을 강화하기 위해 동반진단 업체인 파운데이션 메디슨을 약 53억달러에 인수했으며, 조기 암진단의 선도 기업인 이그젝트사이언스는 유방암 예후진단의 글로벌 스탠다드 제품을 생산하는 지노믹헬스를 약 28억 달러에 인수했다.

2020년 하반기부터 많은 체외진단 기업들이 M&A를 발표하거나 준비하고 있다. 암진단 기업인 이그젝트 사이언시스(EXAS US)는 다중 암 선별 검사 파이프라인을 보강하기 위해 Thrive를, 미세 잔존질환(MRD) 검사 파이프라인을 보강하기 위해 ASHION을 인수하였다. 홀로직(HOLX US)은 정밀 암 진단 파이프라인을 강화하기 위해 Somatex와 Biotheranostics를 인수하였다.

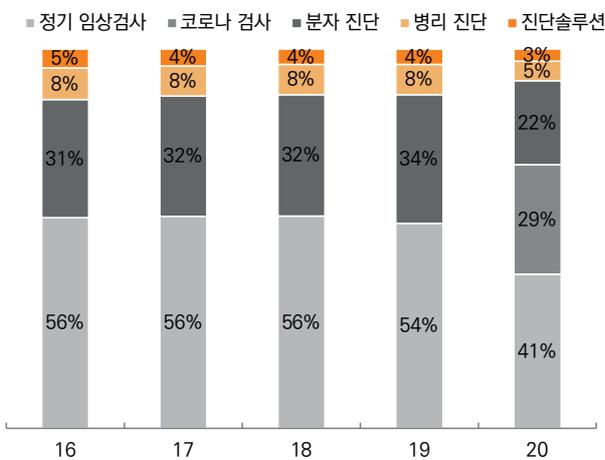
그렇다면 **어떻게 다각화를 준비해야할까?** 우리가 미래를 전망할 때 시장과 고객을 관찰하는 것은 큰 도움이 된다. 체외진단 산업의 가장 큰 고객 중 하나인 대형 검진센터의 매출구조를 살펴보면 국내 체외진단산업의 방향성에 대한 힌트를 얻을 수 있을지도 모른다.

미국 최대 상업검진센터인 퀘스트(DGX US)의 매출 구조는 정기검사(54%), 유전자 및 특수검사(34%), 병리진단(8%), 진단솔루션(4%)로 구성되어 있다. 대부분 대형 검진센터는 이와 유사하다고 생각해도 크게 무리는 없다. **우리가 주목해야할 것은 가장 큰 매출을 차지하는 2개 사업부문인데, 바로 정기검사와 유전자 및 특수검사이다.** 추가적으로 **최근 부각되고 있는 1차병원이나 응급실에서 수요가 높은 현장진단**까지 포함하면 대략적으로 체외진단 시장의 큰 그림을 그릴 수 있다.

정기검사 시장(Routine Test)은 정기적으로 진단수요가 발생하는 검사항목들로 대부분 검진센터의 주요 수익원이다. 혈구분석, 임상화학분석, 면역분석 등을 활용하는데, 쉽게 말해 우리가 1년에 한번 건강검진 때 받는 혈액검사를 떠올리면 된다. 유전자 및 특수진단은 대부분 암 진단이라고 생각해도 무리가 없다. 암은 환자마다 이질성(heterogeneity)이 큰 질병이기 때문에 고도의 분석서비스가 필요하여 단가와 이익률이 높다.

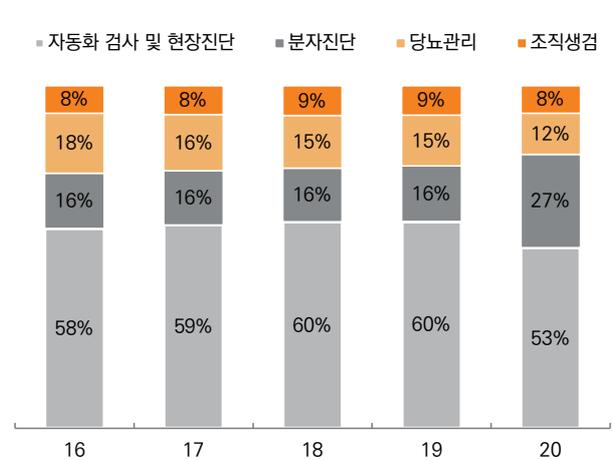
바이오마커를 활용해 조기진단, 동반진단, 예후진단 등 다양한 진단방식이 개발되어 활용되고 있다. 특히 최근 개발되고 있는 항암제들은 적용되는 환자를 더 세분화해서 처방되고 있기 때문에 진단영역은 총 치료비용을 낮춤과 동시에 약물 반응률을 높이기 위해 중요성이 커지고 있다. 현장진단은 신속하게 환자를 진단할 필요가 있는 1차병원이나 응급실 등의 임상적 수요가 커지면서 최근 들어 더욱 부각되고 있는 신규시장이다.

그림 18. 미국 대형 상업검진 센터인 Quest의 매출 구조



자료: Quest, 미래에셋대우 리서치센터

그림 19. 세계 최대 체외진단 기업인 로슈의 매출 구조



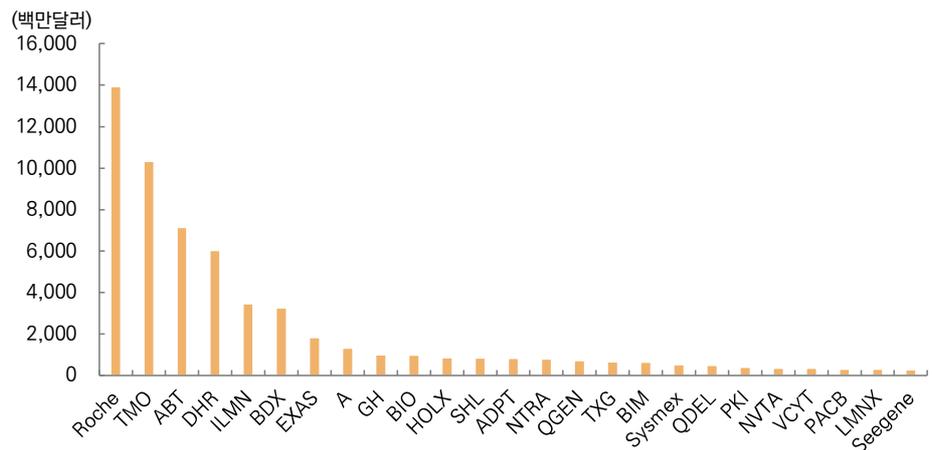
자료: Roche, 미래에셋대우 리서치센터

결론적으로 향후 씨젠은 매출 구조를 감염성 질환으로 계절성이 강한 코로나19 진단키트에서 꾸준한 수요가 존재하는 정기검사, 고부가가치의 암 진단, 새롭게 시장이 형성되고 있는 현장진단으로 확대해 나가야한다. 그러기 위해서는 자체적인 경쟁력을 확보함과 동시에 지금보다 M&A가 더욱 활성화되어야 한다.

글로벌 대형기업들은 우리나라보다 훨씬 외형이 크고, 훨씬 많은 연구개발비용을 투자하고 있으며, 본인들에게 필요하다고 생각되는 기술이나 사업을 가지고 있는 기업들은 적극적으로 M&A를 하고 있다. 아무리 우리나라 기업들이 코로나19로 수혜를 받았다고 하더라도 자체성장만으로는 글로벌 경쟁력을 확보하는데 한계가 크다. M&A가 아니더라도 자체 성장을 보완하는 다양한 방법을 생각해볼 수 있다. 서로 시너지가 날 수 있는 기업끼리 자본 교환을 통한 파트너십을 구축하는 방법이나, 글로벌 기업을 유통망으로 활용하는 방법도 좋은 대안이 될 수 있다.

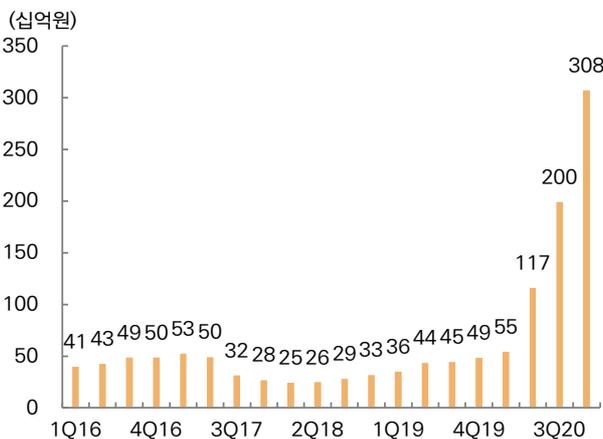
계절성이 존재하는 감염성질환 진단 포트폴리오만으로는 늘어난 외형을 유지하기 힘들다. 긍정적인 측면은 코로나19로 인해 현금성자산을 3,000억 원 이상 확보하였으며, M&A 경력이 풍부한 전문인원을 선임하였다는 것이다. 씨젠의 미래를 위해서라도 사업다각화는 충분히 고민해볼 만한 숙제라고 볼 수 있다.

그림 20. 씨젠보다 현금성 자산이 많은 체외진단 기업



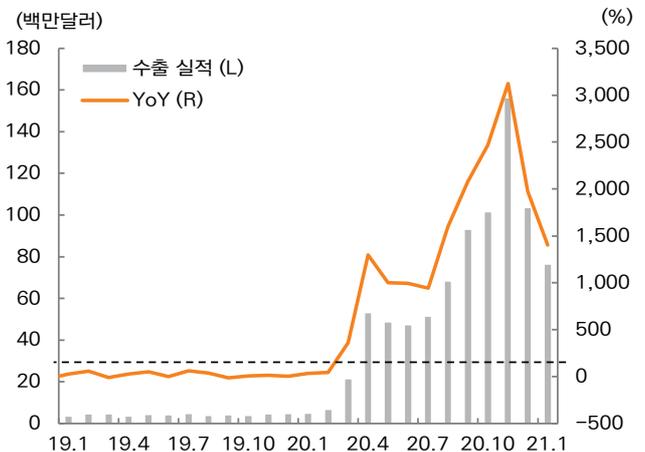
주: GH, ADPT, NTRA, QDEL은 3Q20기준, BIM은 2Q20 기준  
 자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 21. 현금성 자산 추이



자료: 씨젠, 미래에셋대우 리서치센터

그림 22. 서울시 송파구 체외진단 키트 수출 추이



자료: 관세청, 미래에셋대우 리서치센터

### III. 실적 추정 및 밸류에이션

#### 1. 실적 추정

씨젠의 2021년 매출은 전년대비 8% YoY 증가한 1조 2,102억원, 영업이익은 전년대비 -2% YoY 감소한 6,617억원(영업이익률 54.7%)을 예상한다.

올해 매출 추정의 핵심인 코로나19의 불확실성은 여전히 크다. 현재까지 공개된 2021년 1월 수출 데이터와 글로벌 주요 지역의 코로나 19 일일 확진자 수 및 테스트 수 추이를 고려할 때, 보수적으로 코로나19 진단 키트 매출은 서서히 감소하는 것으로 추정하였다. 2021년 코로나19 진단 키트 매출은 작년대비 -2% 하락한 7,349억원을 예상한다.

다른 진단키트는 큰 폭의 증가를 예상한다. 2020년 코로나19 진단 키트를 제외한 다른 진단키트 매출은 모두 상승했지만, 기기당 매출은 대부분 하락하였다. 2020년 한 해 동안 무려 1,596대의 장비가 고객사에 설치되면서 절대 매출은 늘었지만, 코로나19에 의한 진단수요 감소로 분서기기당 시약매출은 하락하였다. 2021년은 진단수요 회복에 의해 기기당 시약매출이 예년수준으로 회복할 것으로 기대된다.

표 3. 수익예상 변경표

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	21F	22F	21F	22F	21F	22F	
매출액	881.7	512.0	1,210.2	596.0	37.2	16.4	4Q20 및 2021년 장비매출 상향에 의한 시약매출 증가반영
영업이익	455.8	205.5	661.7	254.2	45.2	23.7	
세전이익	457.2	209.9	660.1	253.6	44.4	20.8	
순이익	365.0	167.6	527.0	202.5	44.4	20.8	
EPS (KRW)	13,913.6	6,387.6	20,089.1	7,719.2	44.4	20.8	

주: K-IFRS 기준  
자료: 미래에셋대우 리서치센터

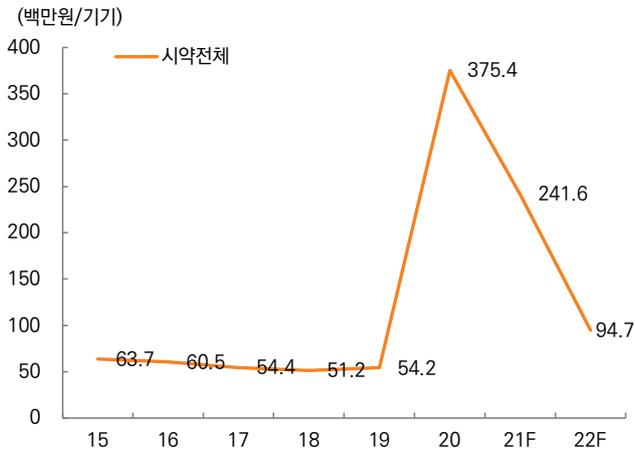
표 4. 분기별 실적 전망 표

(십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2020P	2021F	2022F
<b>매출액</b>	<b>81.8</b>	<b>274.8</b>	<b>326.9</b>	<b>441.7</b>	<b>394.3</b>	<b>326.8</b>	<b>269.3</b>	<b>219.8</b>	<b>1,125.2</b>	<b>1,210.2</b>	<b>596.0</b>
제품	58.4	232.1	283.2	376.7	324.8	271.1	224.6	183.9	950.4	1,004.4	505.6
COVID-19	29.0	200.9	216.4	301.9	256.0	204.2	157.0	117.7	748.2	734.9	228.5
호흡기	12.7	7.4	10.1	7.3	7.2	10.3	13.6	16.9	37.6	48.0	94.9
여성건강	9.1	3.7	7.4	8.8	11.6	14.0	16.3	18.4	29.1	60.2	83.8
HPV	1.5	0.4	2.8	4.4	5.1	5.6	6.2	6.6	9.1	23.4	29.3
기타 제품	6.1	19.7	46.5	54.2	45.0	37.0	31.6	24.2	126.6	137.8	69.1
상품(장비)	23.4	42.7	43.6	65.0	69.5	55.7	44.7	35.9	174.8	205.8	90.4
영업이익	39.8	169.0	209.9	257.5	228.0	179.3	138.0	116.5	676.2	661.7	254.2
세전이익	42.6	175.8	207.5	243.1	227.4	178.8	137.7	116.2	669.1	660.1	253.6
순이익	33.6	130.7	151.5	186.4	181.6	142.8	109.9	92.8	502.2	527.0	202.5
영업이익률 (%)	48.6	61.5	64.2	58.3	57.8	54.8	51.2	53.0	60.1	54.7	42.7
세전순이익률 (%)	52.1	64.0	63.5	55.0	57.7	54.7	51.1	52.9	59.5	54.5	42.6
순이익률 (%)	41.2	47.9	46.7	41.9	46.1	43.8	40.9	42.3	44.6	43.5	34.0

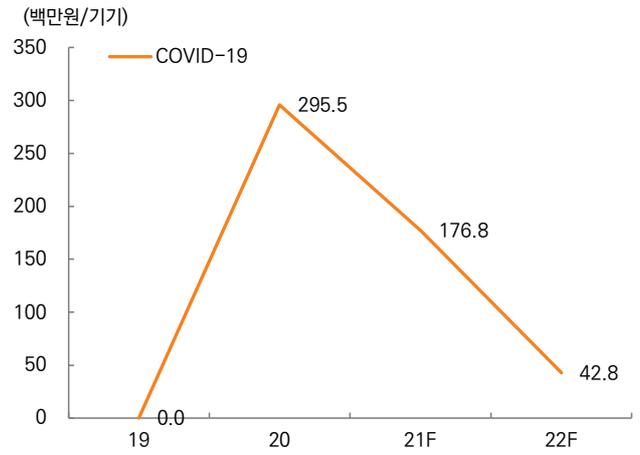
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 23. 기기당 전체 시약매출 추이



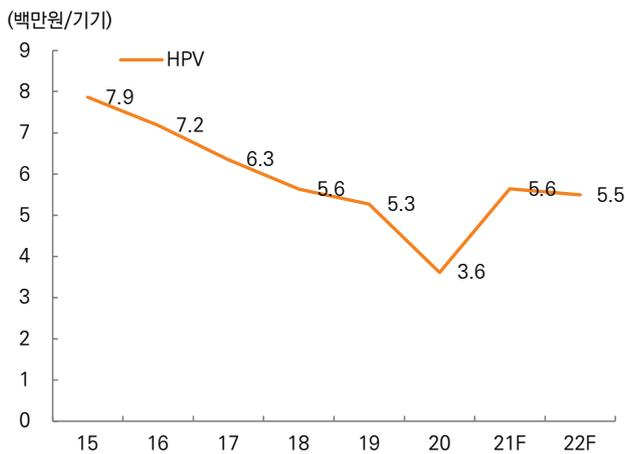
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 24. 기기당 코로나19 시약매출 추이



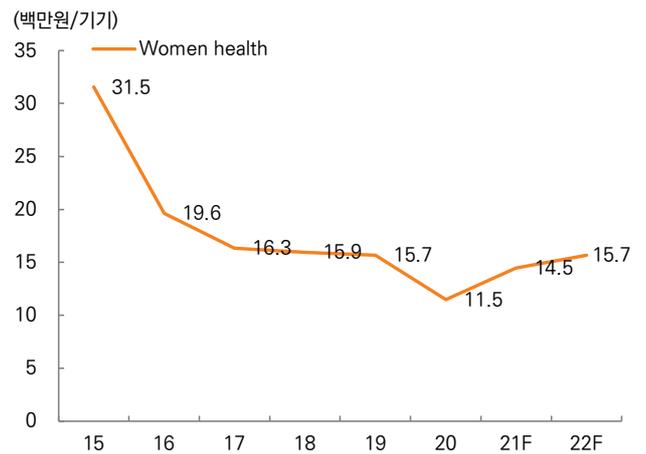
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 25. 기기당 HPV 시약매출 추이



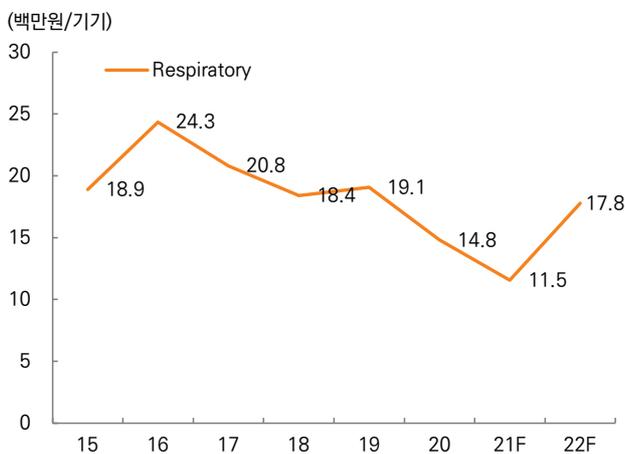
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 26. 기기당 여성건강 시약매출 추이



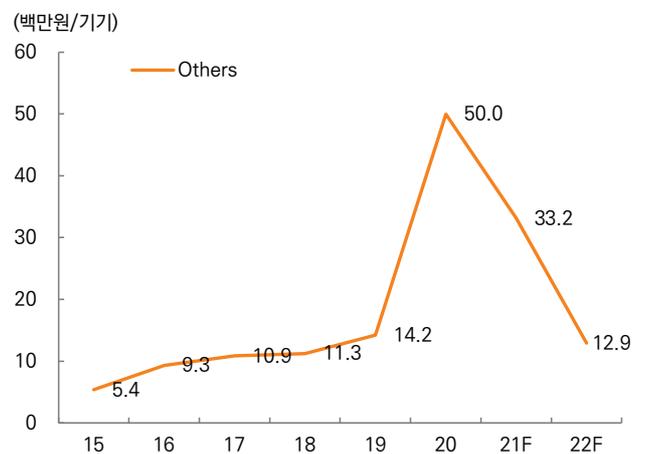
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 27. 분기별 기기당 호흡기 시약매출 추이



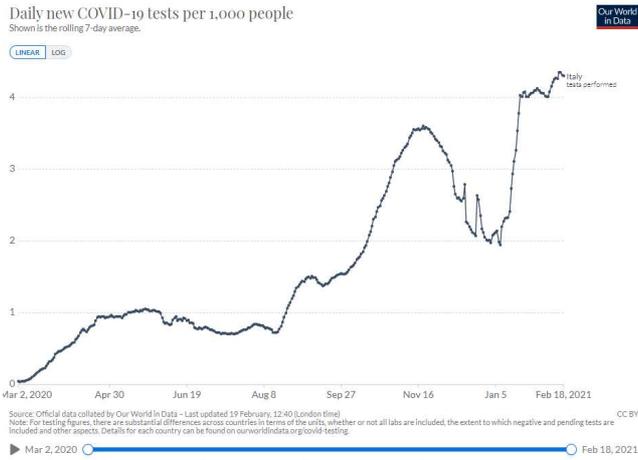
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 28. 분기별 기기당 기타 시약매출 추이



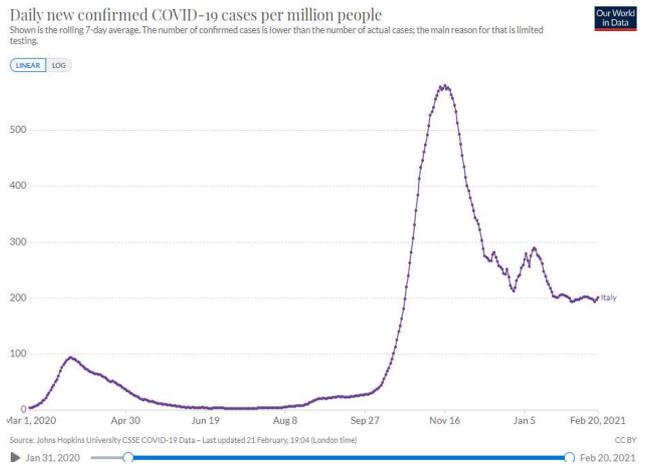
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 29. 이탈리아 코로나19 테스트 수 추이



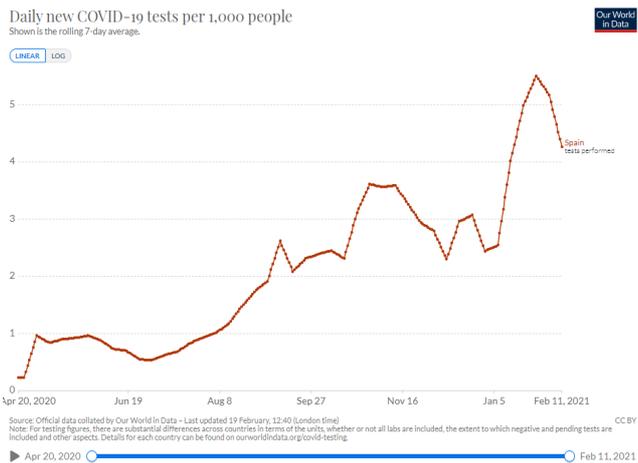
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 30. 이탈리아 코로나19 확진자수 추이



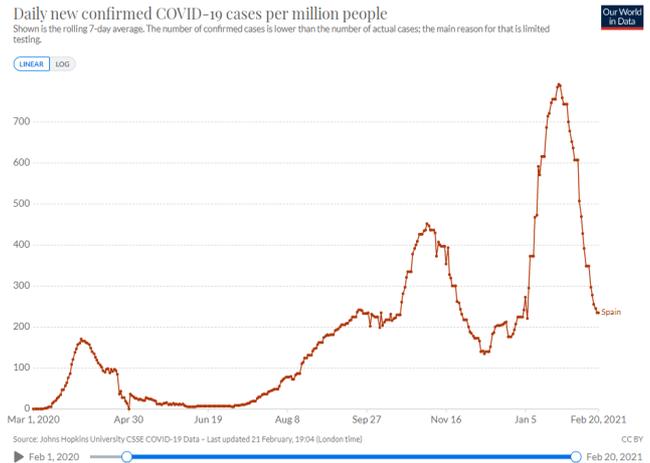
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 31. 스페인 코로나19 테스트 수 추이



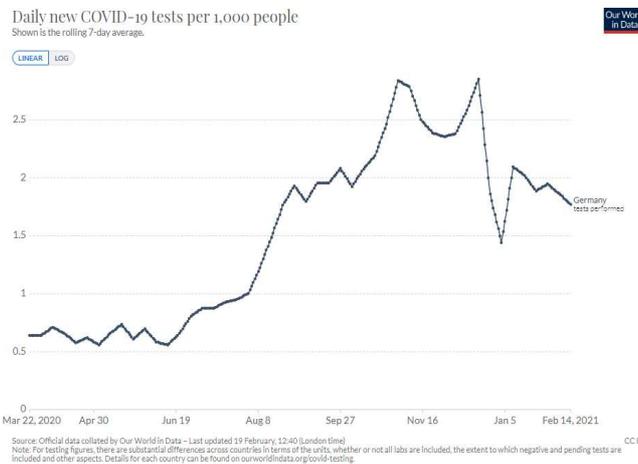
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 32. 스페인 코로나19 확진자수 추이



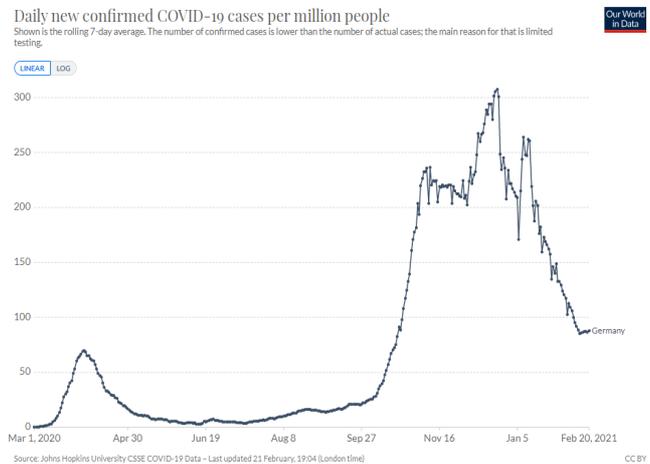
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 33. 독일 코로나19 테스트 수 추이



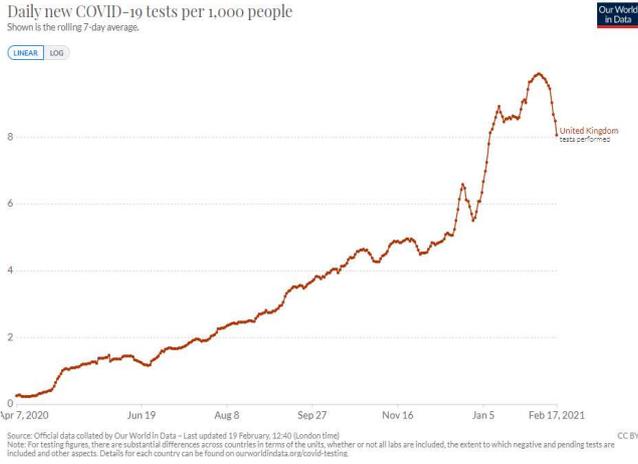
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 34. 독일 코로나19 확진자수 추이



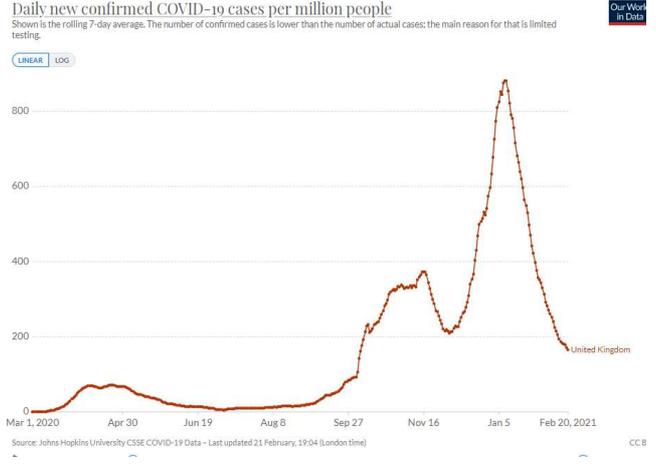
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 35. 영국 코로나19 테스트 수 추이



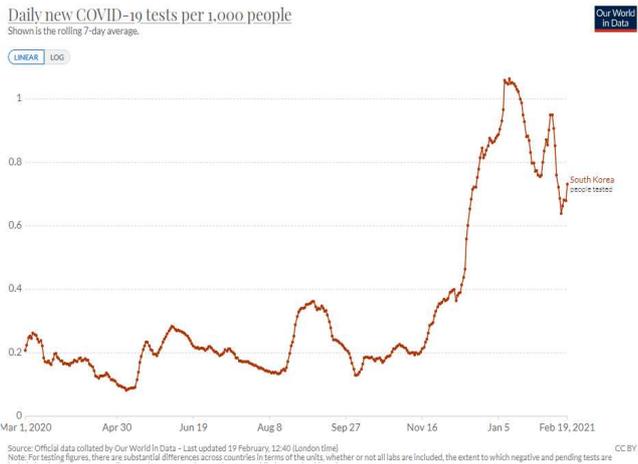
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 36. 영국 코로나19 확진자수 추이



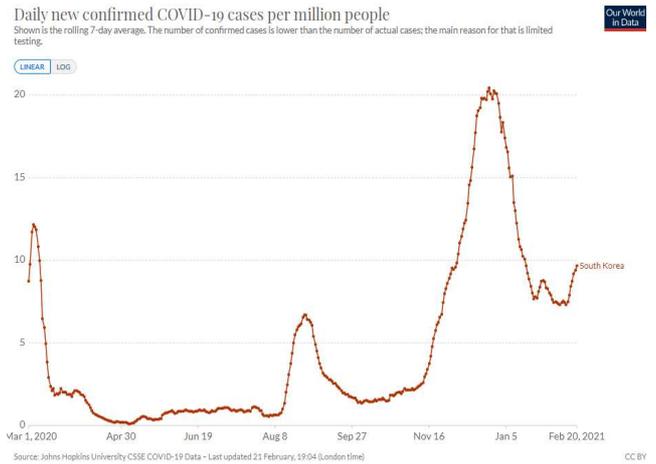
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 37. 대한민국 코로나19 테스트 수 추이



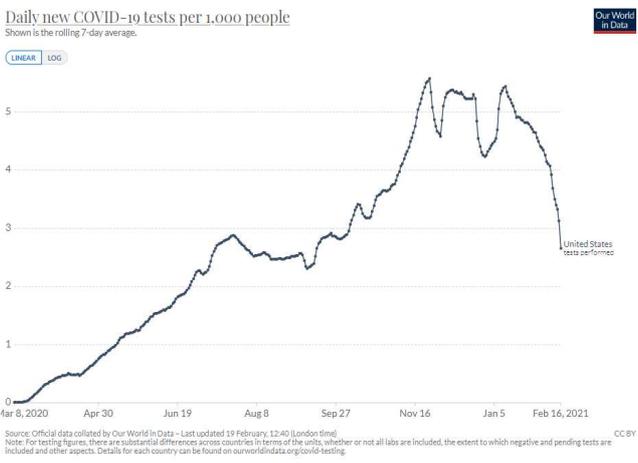
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 38. 대한민국 코로나19 확진자수 추이



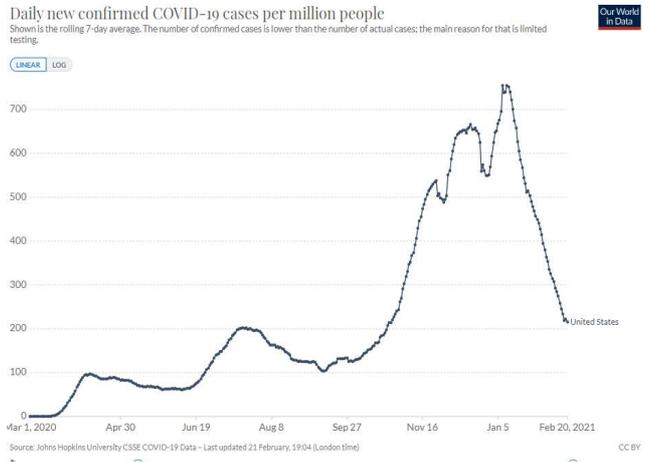
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 39. 미국 코로나19 테스트 수 추이



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 40 미국 코로나19 확진자수 추이



자료: 미래에셋대우 리서치센터

## 2. 목표주가 188,000원으로 하향하며, 투자의견은 매수로 상향

동사의 목표주가는 2022년 순이익에 글로벌 체외진단 평균 P/E 멀티플(23.4배)를 적용한 188,000원(기존 275,800원)으로 하향한다. 상승여력이 51.2%인 점을 고려하여 투자의견은 Trading Buy에서 매수로 상향한다.

동사의 현재 주가는 12개월 FWD P/E 기준 7배, 2022년 EPS 기준 P/E는 16.1배로 Peer 평균 대비 현저한 저평가 상태다. 동사 주가하락의 가장 큰 원인은 코로나19 진단 키트 수요 감소에 의한 실적둔화다. 우리는 2022년 코로나19 진단 키트 매출을 상당히 보수적으로 추정하였다.

동사의 주가는 20년 8월 대비 60% 하락하며, 현재주가는 코로나19 진단 키트 매출 급감에 대한 우려가 충분히 반영되었다고 볼 수 있다. 오히려 향후 씨젠이 발표할 사업다각화 뉴스가 반영된다면 충분히 주가 상승을 기대해볼 만한 밸류에이션이라는 판단이다.

표 5. 목표주가 밸류에이션 (1)

항목	가치	비고
타켓 멀티플(배)	23.4	Peer 평균 밸류에이션
순이익(십억원)	202.9	22년 순이익
순부채 (십억원)	-164.0	3Q20 기준
기업가치 (십억원)	4,912.1	
발행 주식수(주)	25,991,974	
목표주가(원)	188,000	

자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 6. 목표주가 Valuation (2)

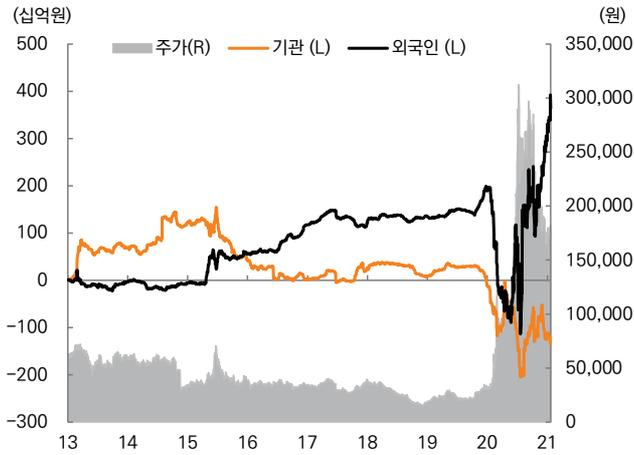
(원)

	20% 하락	10% 하락	Peer 평균	10% 상승	20% 상승
목표 멀티플	18.7	21.1	23.4	25.7	28.1
21년 3월	328,093	368,316	408,539	448,761	488,984
21년 4월	308,577	346,360	384,144	421,927	459,711
21년 5월	289,061	324,405	359,749	395,093	430,437
21년 6월	269,545	302,450	335,354	368,259	401,163
21년 7월	250,029	280,494	310,959	341,424	371,889
21년 8월	230,513	258,539	286,565	314,590	342,616
21년 9월	210,998	236,584	262,170	287,756	313,342
21년 10월	191,482	214,628	237,775	260,922	284,068
21년 11월	171,966	192,673	213,380	234,087	254,794
21년 12월	152,450	170,718	188,985	207,253	225,521

주: 순차입금 -1,640억원(3Q20 기준), 유통주식수 25,991,974주

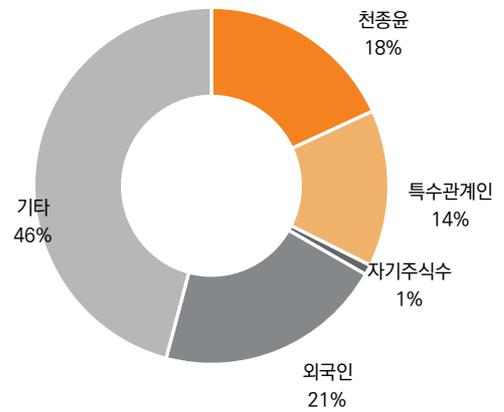
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 41. 기관 및 외국인 순매수 추이



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 42. 지분율



자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 7. Global peer valuation

회사명	시가총액	영업이익률 (%)			PER (배)			PSR (배)			ROE (%)			EV/EBITDA (배)		
		19	20F	21F	19	20F	21F	19	20F	21F	19	20F	21F	19	20F	21F
로슈	325,228	31.8	36.9	37.9	18.1	15.6	14.5	4.4	4.3	4.2	41.4	40.5	36.2	11.9	10.6	10.2
애보트 래버러토리	240,706	15.5	25.9	27.6	49.0	24.4	22.7	6.3	5.2	5.2	14.1	25.3	24.6	23.8	18.9	18.0
써모 피셔 사이언티픽	203,579	18.0	29.8	27.3	36.6	21.4	23.0	6.4	5.2	5.3	15.9	22.9	19.1	21.8	17.5	19.1
다나허	177,763	18.3	28.5	28.7	57.0	30.0	27.8	7.8	6.2	5.8	10.6	12.8	12.2	33.4	22.5	20.9
백톤 디킨슨	79,256	8.7	25.0	25.8	21.3	19.2	18.3	3.8	3.7	3.7	6.9	15.5	15.2	19.4	14.9	14.2
Siemens Healthineer	67,765	13.7	17.0	17.6	31.1	26.7	24.7	3.3	3.2	3.0	14.0	13.9	14.4	16.5	16.2	14.8
시스멕스	26,020	18.3	16.8	18.7	77.5	74.6	59.2	8.3	8.2	7.5	11.2	11.3	13.0	33.7	32.2	27.6
홀로직	21,302	29.3	50.9	39.2	14.8	8.4	14.3	4.3	3.4	4.3	50.1	62.0	25.2	9.4	6.5	11.2
바이오레드	20,315	16.1	16.7	16.9	-	-	-	7.1	7.1	6.7	48.7	4.0	-	28.1	31.9	29.9
비오메리외	17,638	13.9	18.5	16.8	42.8	30.8	32.6	4.5	4.2	4.0	13.8	16.8	14.7	24.1	17.6	17.4
퍼킨엘머	16,104	12.6	30.8	24.3	30.4	14.5	20.6	4.5	3.5	4.0	13.9	23.9	13.8	18.0	12.2	16.4
씨젠	3,644	18.4	59.9	58.6	11.2	-	-	5.0	3.2	4.3	106.1	58.8	26.0	15.2	4.9	7.3
젠마크	1,576	-	-	-	-	-	-	8.6	8.5	7.9	-49.2	-34.3	-6.5	-	-	130.9
루미빅스	1,367	-3.6	13.8	14.7	65.9	-	-	3.0	2.6	2.4	3.8	8.1	9.3	14.9	11.7	10.8
<b>전체 평균</b>		<b>16.2</b>	<b>28.5</b>	<b>27.2</b>	<b>38.0</b>	<b>26.6</b>	<b>25.8</b>	<b>5.5</b>	<b>4.9</b>	<b>4.9</b>	<b>21.5</b>	<b>20.1</b>	<b>16.7</b>	<b>20.8</b>	<b>16.7</b>	<b>24.9</b>

자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

씨젠 (096530)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2019	2020F	2021F	2022F
<b>매출액</b>	<b>122</b>	<b>1,125</b>	<b>1,210</b>	<b>596</b>
매출원가	41	288	305	173
매출총이익	81	837	905	423
판매비와관리비	59	161	243	168
조정영업이익	22	676	662	254
영업이익	22	676	662	254
비영업손익	6	-7	-2	0
금융손익	0	-1	-2	-1
관계기업등 투자손익	1	12	0	0
세전계속사업손익	28	669	660	254
계속사업법인세비용	1	166	132	51
계속사업이익	27	503	528	203
중단사업이익	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>27</b>	<b>503</b>	<b>528</b>	<b>203</b>
지배주주	27	502	527	203
비지배주주	0	1	1	0
<b>총포괄이익</b>	<b>27</b>	<b>497</b>	<b>528</b>	<b>203</b>
지배주주	27	494	525	202
비지배주주	0	3	3	1
EBITDA	33	692	679	271
FCF	23	154	605	277
EBITDA 마진율 (%)	27.0	61.5	56.1	45.5
영업이익률 (%)	18.0	60.1	54.7	42.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	22.1	44.6	43.6	34.1

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2019	2020F	2021F	2022F
<b>유동자산</b>	<b>139</b>	<b>836</b>	<b>1,213</b>	<b>1,356</b>
현금 및 현금성자산	49	319	918	1,191
매출채권 및 기타채권	52	357	186	106
재고자산	19	119	84	41
기타유동자산	19	41	25	18
<b>비유동자산</b>	<b>57</b>	<b>258</b>	<b>244</b>	<b>237</b>
관계기업투자등	3	15	15	15
유형자산	24	168	168	167
무형자산	7	6	5	4
<b>자산총계</b>	<b>196</b>	<b>1,094</b>	<b>1,456</b>	<b>1,593</b>
<b>유동부채</b>	<b>28</b>	<b>373</b>	<b>221</b>	<b>163</b>
매입채무 및 기타채무	13	130	59	35
단기금융부채	9	113	97	91
기타유동부채	6	130	65	37
<b>비유동부채</b>	<b>15</b>	<b>74</b>	<b>62</b>	<b>57</b>
장기금융부채	6	51	51	51
기타비유동부채	9	23	11	6
<b>부채총계</b>	<b>43</b>	<b>447</b>	<b>284</b>	<b>220</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>153</b>	<b>646</b>	<b>1,170</b>	<b>1,370</b>
자본금	13	13	13	13
자본잉여금	81	81	81	81
이익잉여금	70	565	1,090	1,290
<b>비지배주주지분</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>
<b>자본총계</b>	<b>153</b>	<b>647</b>	<b>1,172</b>	<b>1,373</b>

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2019	2020F	2021F	2022F
<b>영업활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>27</b>	<b>310</b>	<b>621</b>	<b>293</b>
당기순이익	27	503	528	203
비현금수익비용가감	9	176	151	68
유형자산감가상각비	9	15	17	16
무형자산상각비	1	1	1	1
기타	-1	160	133	51
영업활동으로인한자산및부채의변동	-12	-294	75	73
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	2	-275	155	68
재고자산 감소(증가)	0	-103	35	43
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-8	90	-54	-16
법인세납부	0	-74	-132	-51
<b>투자활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-7</b>	<b>-178</b>	<b>-3</b>	<b>-10</b>
유형자산처분(취득)	-4	-154	-16	-16
무형자산감소(증가)	-1	-1	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	1	-23	13	6
기타투자활동	-3	0	0	0
<b>재무활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-4</b>	<b>140</b>	<b>-18</b>	<b>-9</b>
장단기금융부채의 증가(감소)	5	149	-16	-7
자본의 증가(감소)	-2	0	0	0
배당금의 지급	0	-3	-3	-3
기타재무활동	-7	-6	1	1
<b>현금의 증가</b>	<b>16</b>	<b>269</b>	<b>600</b>	<b>273</b>
기초현금	33	49	319	918
기말현금	49	319	918	1,191

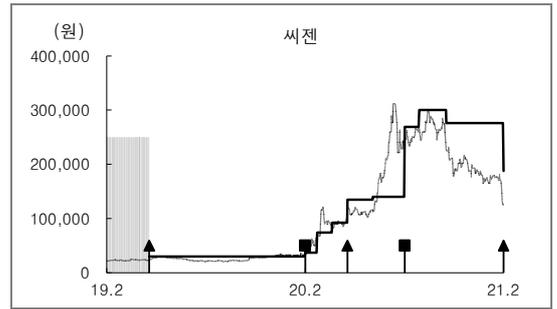
자료: 씨젠, 미래에셋대우 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2019	2020F	2021F	2022F
P/E (x)	30.1	10.1	6.2	16.1
P/CF (x)	22.6	7.5	4.8	12.0
P/B (x)	4.9	7.7	2.8	2.4
EV/EBITDA (x)	23.5	7.1	3.7	8.1
EPS (원)	1,017	19,144	20,089	7,719
CFPS (원)	1,353	25,882	25,895	10,346
BPS (원)	6,242	25,043	45,033	52,653
DPS (원)	100	100	100	100
배당성향 (%)	9.7	0.5	0.5	1.3
배당수익률 (%)	0.3	0.1	0.1	0.1
매출액증가율 (%)	19.6	822.1	7.6	-50.7
EBITDA증가율 (%)	83.3	1,997.0	-1.9	-60.1
조정영업이익증가율 (%)	100.0	2,972.7	-2.1	-61.6
EPS증가율 (%)	148.7	1,782.4	4.9	-61.6
매출채권 회전을 (회)	2.9	6.2	5.1	4.7
재고자산 회전을 (회)	5.8	16.3	11.9	9.6
매입채무 회전을 (회)	4.3	5.6	4.4	5.2
ROA (%)	14.9	78.0	41.4	13.3
ROE (%)	19.0	125.8	58.0	15.9
ROIC (%)	23.0	181.6	128.5	62.1
부채비율 (%)	28.1	69.1	24.2	16.1
유동비율 (%)	491.1	223.9	547.6	832.4
순차입금/자기자본 (%)	-25.5	-25.4	-66.5	-77.2
조정영업이익/금융비용 (x)	46.2	512.7	224.4	89.7

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
씨젠 (096530)				
2021.02.25	매수	188,000	-	-
2020.11.12	Trading Buy	275,800	-32.48	-16.03
2020.09.23	Trading Buy	300,000	-10.35	-1.00
2020.08.27	Trading Buy	268,800	-5.84	0.15
2020.06.30	매수	140,000	54.98	123.00
2020.05.14	매수	135,000	-17.56	-10.59
2020.04.16	Trading Buy	92,100	-0.92	7.71
2020.03.19	Trading Buy	74,000	25.74	63.51
2020.02.26	Trading Buy	36,900	33.43	73.71
2019.05.15	매수	30,000	-13.04	18.50



\* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 약화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(-), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
78.43%	11.76%	8.50%	1.31%

\* 2020년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 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.