

씨젠 (096530)

비용 증가가 아닙니다. 미래 성장 동력에 대한 투자입니다

1분기 기저효과로 높은 성장을 달성

씨젠의 1분기 매출액은 연결 기준으로 전년 대비 331% 증가한 3,522억원, 영업이익은 전년 대비 374% 증가한 1,884억원(OPM, 53.5%)으로 추정된다. 매월 관세청 통관데이터를 통해 씨젠의 매출규모를 추정할 수 있는데, 이 수치가 노이즈가 되어 씨젠의 주가 변동률을 높이는 경우를 초래함으로써 씨젠은 매월 매출액 잠정치를 발표한다. 씨젠이 발표한 매출액 잠정치는 1월 1,270억원, 2월 966억원, 3월 1,285억원으로 1분기 합산 매출액 잠정치는 3,521억원이다. 작년 가을부터 전 세계적으로 코로나19 대유행이 시작되면서 4분기 씨젠의 진단키트 수출 금액은 정점을 찍었으나, 1월 확진자 수가 감소하기 시작하면서 1월과 2월 각각 전월 대비 27%, 39% 감소하였다. 그러나 3월 브라질을 중심으로 남반구에서 다시 확진자가 증가하기 시작, 3월 송파구 진단키트 수출 금액은 전월 대비 34% 증가하였다. 예상보다 느린 백신 접종률과 변이 바이러스의 출현으로 이러한 증가세는 2분기에도 이어질 것으로 예상된다. 4월 15일 씨젠은 이탈리아 정부와 약 1,200억원 규모의 코로나19 진단키트 공급 계약을 체결, 이러한 사실을 뒷받침하고 있다. 씨젠은 6월까지 공급을 완료할 것이라고 언급하였다.

규모에 걸맞은 비용집행

2020년 코로나19 바이러스 팬데믹으로 대규모 진단키트를 수출하면서 씨젠은 1년만에 급성장하였다. 영업이익 기준으로는 셀트리온에 뒤를 이어 2위 규모이며, 시가총액 55조원으로 제약바이오 섹터 내 1위인 삼성바이오로직스 대비 2배 가량 큰 규모를 달성하였다. 작년에는 너무 갑작스럽게 성장하는 바람에 비용 집행 증가 속도가 매출 증가 속도를 따라잡지 못해 영업이익률이 60%에 이르렀으나, 올해에는 커진 규모에 걸맞게 비용 집행 규모가 증가할 것으로 예상된다. 특히 3,000억원에 이르는 현금 및 현금성 자산을 미래 성장 동력에 투자하기 위한 인력 보강 및 연구개발비에 집중적으로 투자하면서 인건비와 연구개발비가 전년 대비 각각 41%와 100%씩 증가할 것으로 추정된다. 이로 인해 영업이익률은 전년 대비 약 9.4%p 감소할 것으로 예상된다.

단순 비용증가가 아니라 미래 성장동력에 대한 투자

인건비와 연구개발비 증가는 단순한 비용 증가가 아닌 지속 가능한 성장성을 확보하기 위한 미래 성장동력에 대한 투자라고 볼 수 있다. 씨젠은 M&A 전문가 및 기술 개발 전문가에 대한 인력을 지속적으로 보강하고 있다. 시장에서 씨젠에 대해 우려하는 바는 코로나19가 종식된 이후 과연 씨젠이 지속 가능한 성장을 할 수 있는지에 대한 문제로, 이로 인해 씨젠은 PER 5배 수준까지 주가가 하락했었다. 그러나 씨젠은 풍부한 현금을 바탕으로 미래 성장 동력이 될 수 있는 기술 확보를 위해 다양한 방면으로 투자를 지속해 나가고 있다. 이러한 투자가 가시화된다면 씨젠은 더이상 PER 5배짜리 저밸류 종목으로 머무를 수는 없다. 씨젠에 대한 밸류에이션 리레이팅이 필요한 시점이다.

Earnings Preview

BUY

| TP(12M): 260,000원(상향) | CP(4월 22일): 195,000원

Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	1,025.71
52주 최고/최저(원)	312,200/84,600
시가총액(십억원)	5,115.6
시가총액비중(%)	1.21
발행주식수(천주)	52,226.0
60일 평균 거래량(천주)	710.7
60일 평균 거래대금(십억원)	113.2
21년 배당금(예상, 원)	1,500
21년 배당수익률(예상, %)	0.77
외국인지분율(%)	17.24
주요주주 지분율(%)	
천중윤 외 18 인	31.42

Consensus Data

	2021	2022
매출액(십억원)	1,327.5	1,078
영업이익(십억원)	811.9	620.5
순이익(십억원)	631.5	485.0
EPS(원)	24,073	18,486
BPS(원)	24,376	33,617

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	십억원	122.0	1,125.2	1,401.8	1,263.9	1,186.4
영업이익	십억원	22.4	676.2	710.6	603.7	544.6
세전이익	십억원	27.7	669.1	718.2	615.7	560.6
순이익	십억원	26.7	502.3	543.5	465.9	424.2
EPS	원	1,017	19,146	20,716	17,758	16,169
증감률	%	148.66	1,782.60	8.20	(14.28)	(8.95)
PER	배	30.14	10.08	9.41	10.98	12.06
PBR	배	4.91	7.71	4.41	3.22	2.59
EV/EBITDA	배	23.11	7.00	6.64	7.05	7.09
ROE	%	19.01	125.91	60.55	34.17	23.97
BPS	원	6,242	25,026	44,255	60,527	75,210
DPS	원	100	1,500	1,500	1,500	1,500



Analyst 선민정
02-3771-7785
rssun@hanafn.com

RA 강승원
02-3771-3454
seungwonkang@hanafn.com

표 1. 씨젠 1Q21 실적 프리뷰 (연결 기준)

(단위: 십억원, %)

	1Q21F	1Q20	YoY	Consen	%Diff
매출액	352.2	81.8	330.7	352.3	(0.0)
영업이익	188.4	39.8	374.0	215.7	(12.6)
세전이익	189.6	42.6	344.9	211.6	(10.4)
지배주주순이익	143.5	33.6	326.8	181.6	(21.0)
OPM %	53.5	48.6		61.2	
NPM %	40.7	41.1		51.5	

자료: 하나금융투자

표 2. 씨젠 연간 실적 추정 (연결 기준)

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	20	21F	22F
매출액	81.8	274.8	326.9	441.7	352.2	352.8	341.7	355.0	1,125.2	1,401.8	1,263.9
YoY	197.6%	838.0%	941.1%	1207.9%	330.7%	28.4%	4.5%	-19.6%	822.7%	24.6%	-9.8%
시약	58.4	232.1	283.2	376.7	316.4	318.7	309.0	309.5	950.5	1,253.6	1,114.2
YoY	182.3%	1025.5%	1155.5%	1525.5%	442.1%	37.3%	9.1%	-17.8%	992.1%	31.9%	-11.1%
호흡기	12.7	7.4	10.1	7.3	13.4	8.1	10.7	8.2	37.5	40.4	43.8
YoY	49.8%	-0.7%	34.2%	1.7%	6.0%	10.0%	6.0%	12.0%	22.4%	8.0%	8.2%
여성질환	10.6	4.1	10.3	13.3	12.2	9.1	12.1	16.3	38.2	49.6	57.5
YoY	44.6%	-46.7%	11.5%	41.7%	15.0%	120.0%	18.0%	23.0%	13.7%	29.9%	15.8%
COVID19	29.0	200.9	216.4	301.9	260.1	262.1	249.0	236.2	748.2	1007.3	87516.0%
YoY					797.8%	30.4%	15.1%	-21.8%		0.3	-13.1%
주당 생산 개수(만개)			215	300	255	260	250	240			
가격(원)			8,400	8,500	8,500	8,400	8,300	8,200			
기타(자회사 포함)	6.1	19.7	46.5	54.3	30.7	39.4	37.2	48.9	126.6	156.2	137.8
YoY	25.5%	262.6%	695.7%	717.8%	400.0%	100.0%	-20.0%	-10.0%	455.2%	23.3%	-11.7%
장비	23.4	42.7	43.6	65.0	35.8	34.1	32.7	45.5	174.7	148.2	149.7
YoY	243.8%	392.2%	393.8%	513.2%	53.0%	-20.0%	-25.0%	-30.0%	400.4%	-15.2%	1.0%
매출원가	20.8	68.2	72.8	105.6	96.5	98.8	97.0	102.9	267.5	395.3	361.0
YoY	159.9%	639.8%	643.5%	674.6%	364.1%	44.8%	33.2%	-2.6%	557.9%	47.8%	-8.7%
매출총이익	61.0	206.6	254.0	336.1	255.7	254.0	244.7	252.0	857.7	1,006.5	903.0
YoY	213.0%	929.1%	1076.0%	1569.1%	319.3%	23.0%	-3.7%	-25.0%	955.1%	17.3%	-10.3%
GPM	74.6%	75.2%	77.7%	76.1%	72.6%	72.0%	71.6%	71.0%	76.2%	71.8%	71.4%
판매관리비	21.2	37.6	44.1	78.6	67.3	69.5	71.8	87.3	181.5	295.9	299.3
YoY	55.3%	143.7%	198.8%	422.0%	217.0%	84.8%	62.7%	11.1%	208.1%	63.0%	1.2%
영업이익	39.8	169.0	209.9	257.5	188.4	184.5	172.9	164.7	676.2	710.6	603.7
YoY	584.3%	3540.0%	2967.6%	4965.7%	374.0%	9.2%	-17.6%	-36.0%	2921.6%	5.1%	-15.0%
OPM	48.6%	61.5%	64.2%	58.3%	53.5%	52.3%	50.6%	46.4%	60.1%	50.7%	47.8%
당기순이익	33.7	131.6	152.5	185.3	143.7	141.7	132.0	127.0	503.1	544.4	466.7
YoY	579.0%	1192.1%	2486.3%	3170.9%	326.8%	7.7%	-13.5%	-31.5%	1783.8%	8.2%	-14.3%
NPM	41.2%	47.9%	46.7%	42.0%	40.8%	40.2%	38.6%	35.8%	44.7%	38.8%	36.9%

자료: 하나금융투자

씨젠 목표주가 상향

목표주가 260,000원으로 상향, 투자의견 BUY

목표주가 26만원으로 상향
 투자의견 BUY 유지

씨젠에 대해 목표주가 260,000원으로 상향, 투자의견 BUY 유지한다. 씨젠의 목표주가는 2021년 예상 순이익 5,444억원에 코스피 평균 12개월 Fwd PER를 15% 할인, 11.0배를 부과하여 적용하였다. 씨젠의 판관비 증가로 과거 추정치보다 순이익은 감소하였으나, 비용 증가는 대부분 전문가 확보를 위한 인건비 증가와 연구개발비 증가로 미래 성장동력을 확보하기 위한 투자로 판단, 멀티플을 증가시켰다.

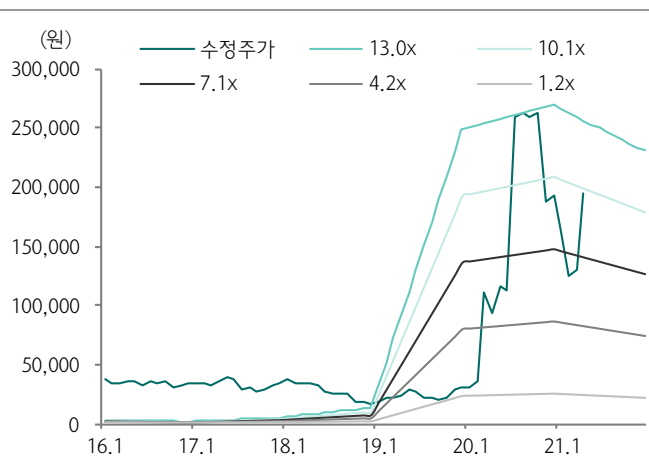
표 3. 목표주가 산정

(단위: 십억원)

		비고
기존 영업가치	6,010.9	
2021년 순이익	544.4	
2021년 PER	11.0	코스피 평균 12MF PER 13.0배를 15% 할인 적용
순부채	(656)	
자사주	37	
적정자본가치	6,703.6	
주식 수(1,000주)	26,234	
적정주가	255,531	

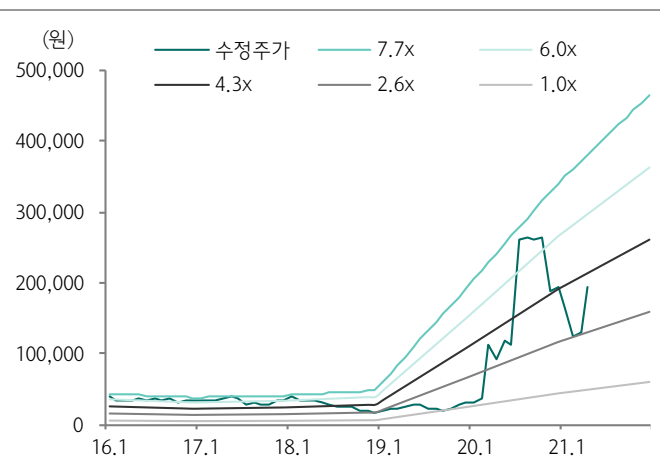
자료: 하나금융투자

그림 1. 씨젠 12MF PER 밴드



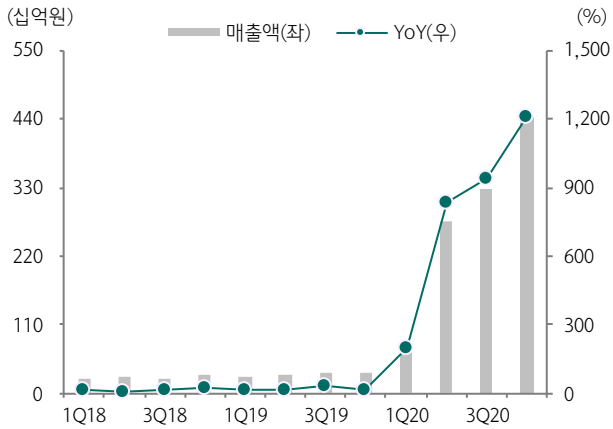
자료: 하나금융투자

그림 2. 씨젠 12MF PBR 밴드



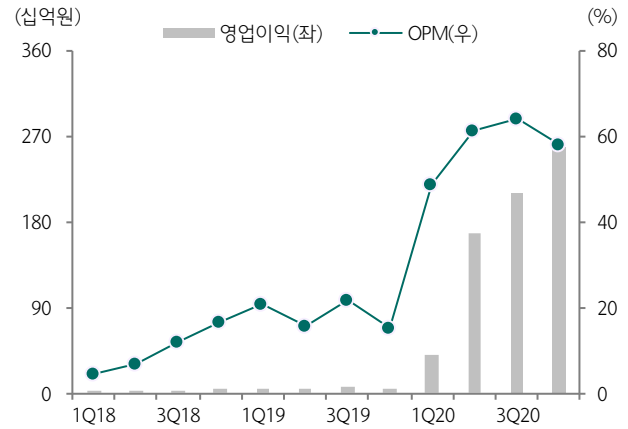
자료: 하나금융투자

그림 3. 분기별 매출액 추이



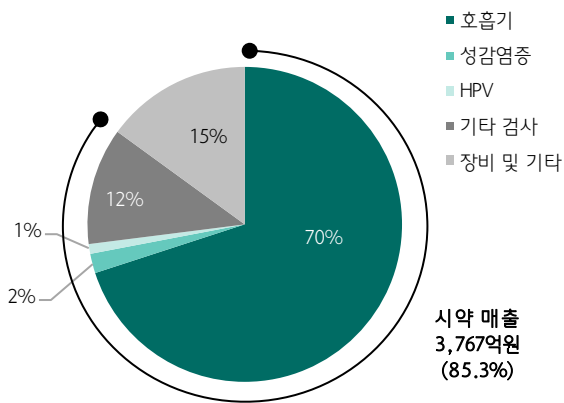
자료: 씨젠, 하나금융투자

그림 4. 분기별 영업이익 추이



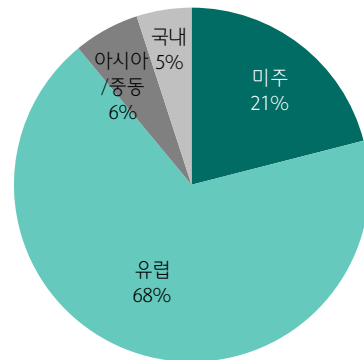
자료: 씨젠, 하나금융투자

그림 5. 품목별 매출 비중(4Q20 기준)



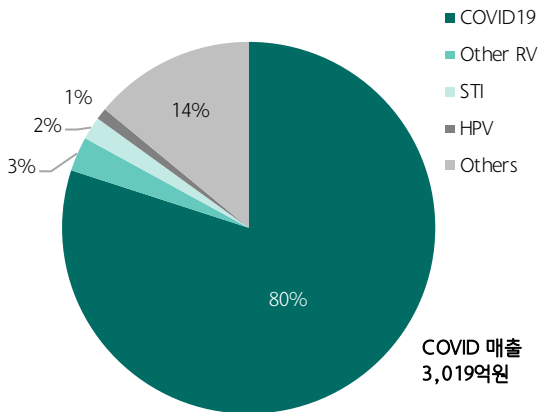
자료: 씨젠, 하나금융투자

그림 6. 지역별 매출 비중(4Q20 기준)



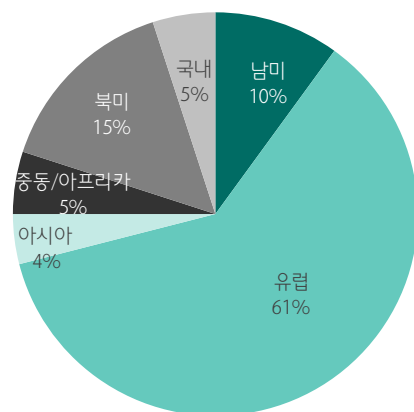
자료: 씨젠, 하나금융투자

그림 7. 시약 중 COVID19 시약 비중: 80%



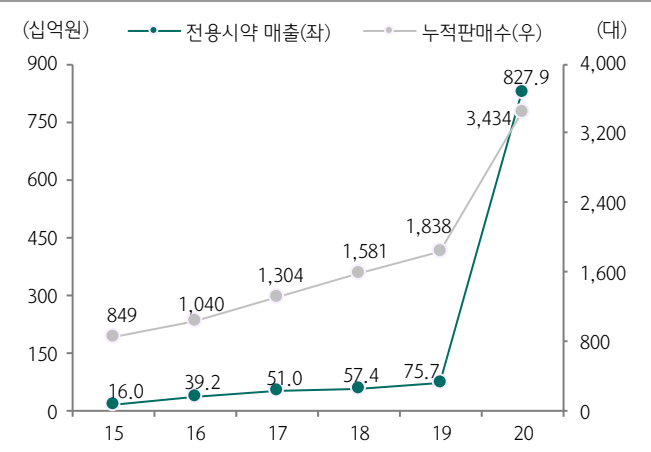
자료: 씨젠, 하나금융투자

그림 8. COVID19 시약의 지역별 매출 비중



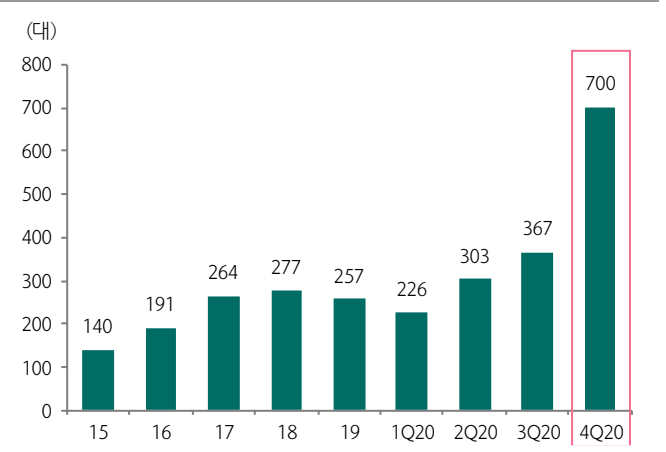
자료: 씨젠, 하나금융투자

그림 9. 씨젠의 장비(CFX96™) 판매 누적 추이



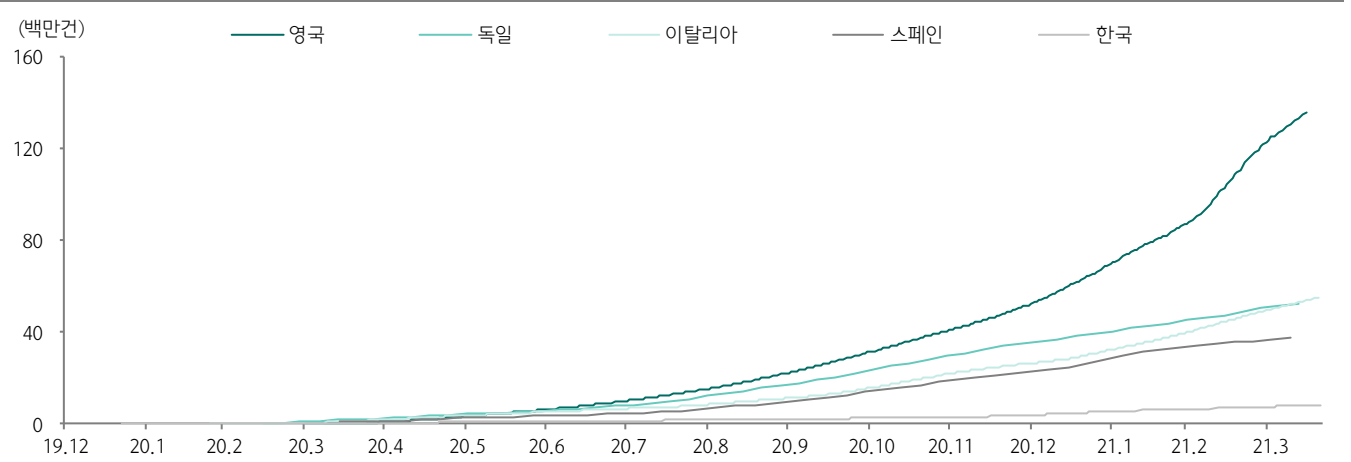
자료: 씨젠, 하나금융투자

그림 10. 씨젠 장비 연도별 판매 추이



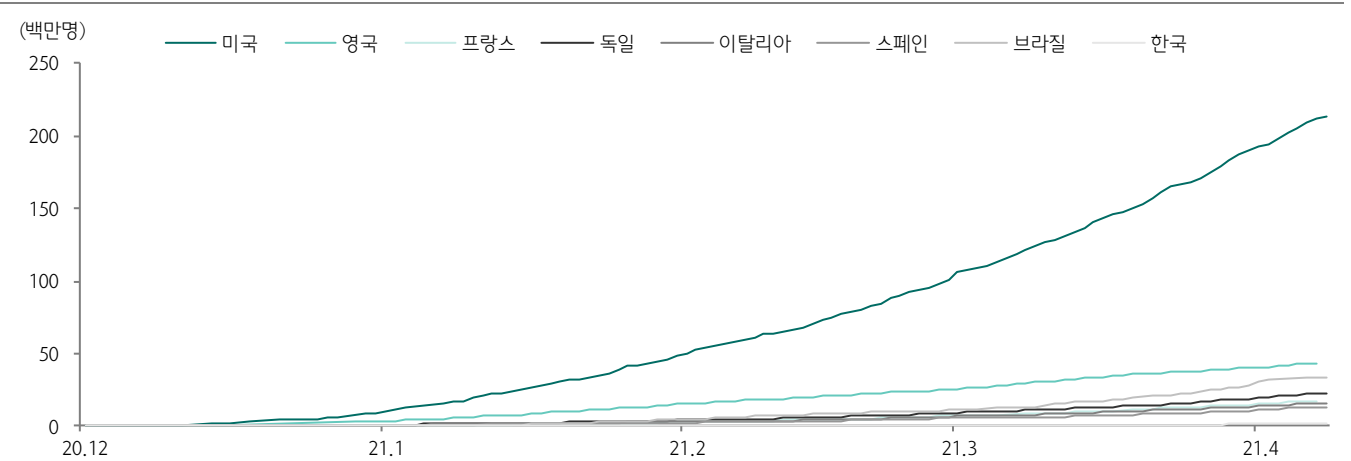
자료: 씨젠, 하나금융투자

그림 11. 지역별 COVID19 진단 테스트 누적 건수



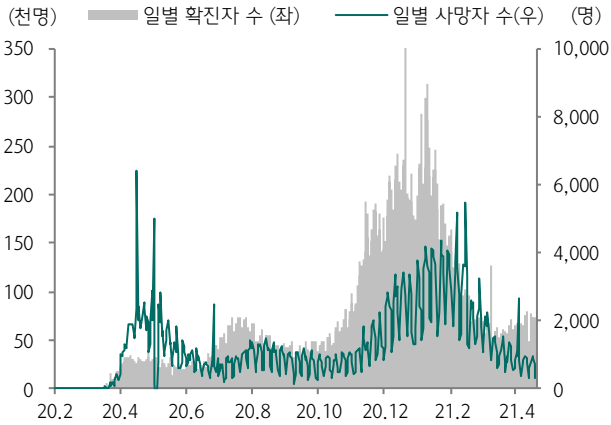
자료: Ourworldindata, 하나금융투자

그림 12. 지역별 COVID19 백신 누적 접종자 수



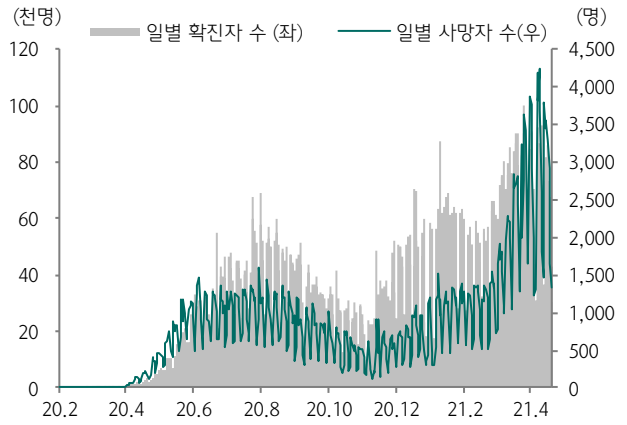
자료: Ourworldindata, 하나금융투자

그림 13. 미국 일별 확진자 및 사망자 수 추이



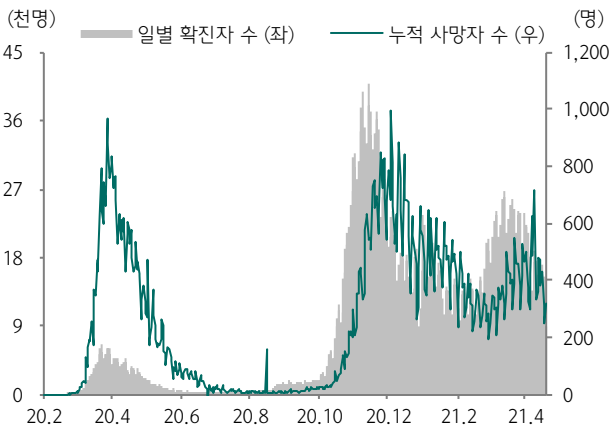
자료: WHO, 하나금융투자

그림 14. 브라질 일별 확진자 및 사망자 수 추이



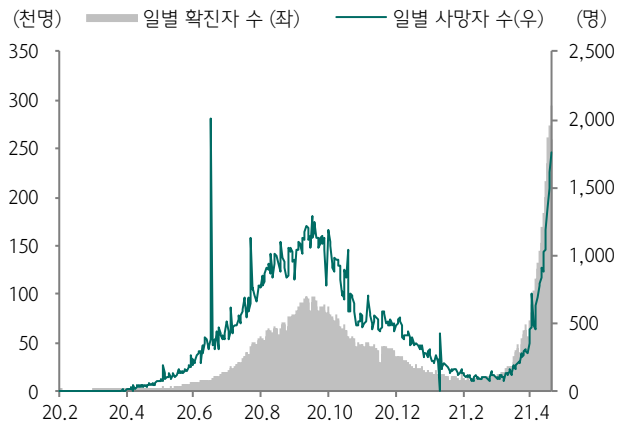
자료: WHO, 하나금융투자

그림 15. 이탈리아 일별 확진자 및 사망자 수 추이



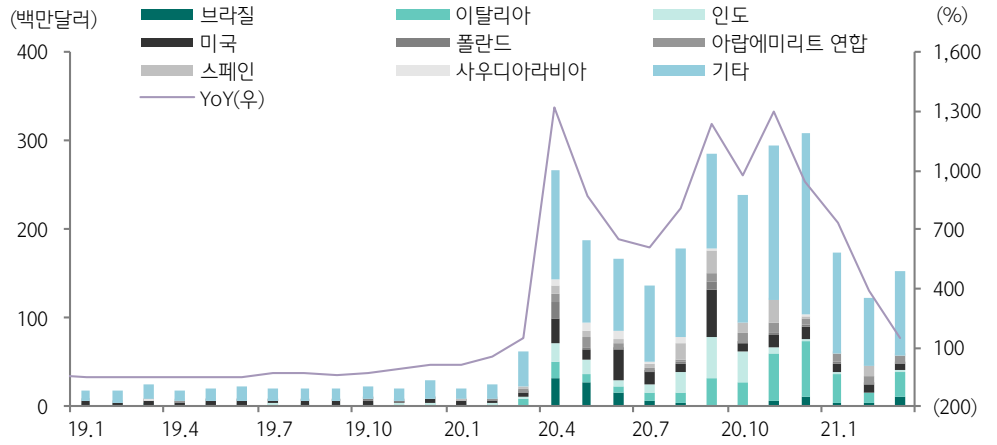
자료: WHO, 하나금융투자

그림 16. 인도 일별 확진자 및 사망자 수 추이



자료: WHO, 하나금융투자

그림 17. 관세청 진단키트(HS코드 3822.00) 수출 데이터



주: 수리일 기준
자료: 관세청, 하나금융투자

그림 18. 전체 진단키트 수출금액 중 서울시 송파구 비중

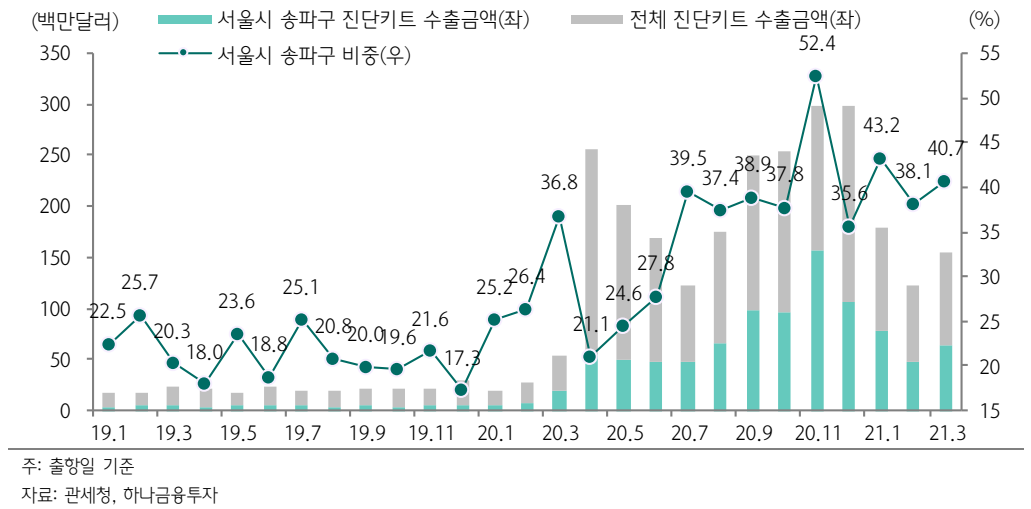


그림 19. 서울시 송파구 진단키트 수출데이터

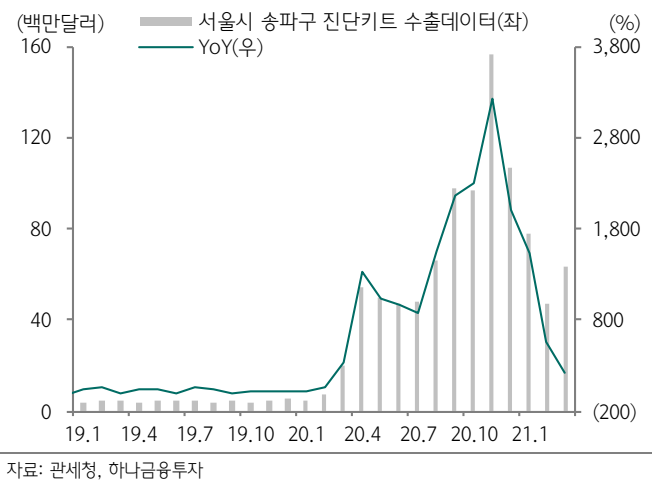
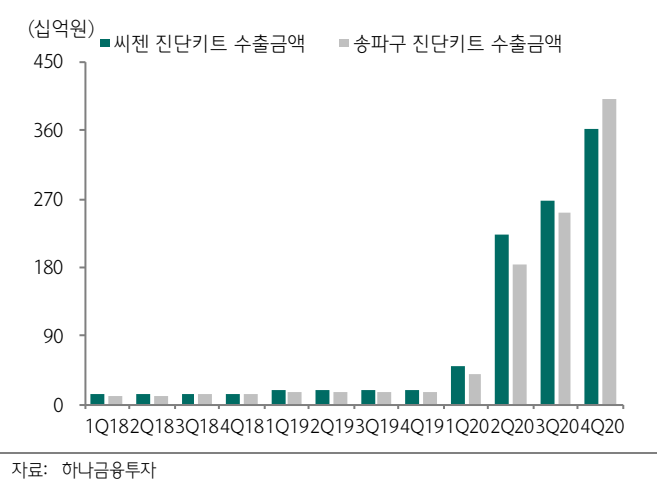


그림 20. 분기별 씨젠 진단키트 수출금액과 비교(상관계수 99%)



추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	122.0	1,125.2	1,401.8	1,263.9	1,186.4
매출원가	40.7	267.5	395.3	361.0	344.1
매출총이익	81.3	857.7	1,006.5	903.0	842.4
판매비	58.9	181.5	295.9	299.3	297.8
영업이익	22.4	676.2	710.6	603.7	544.6
금융손익	0.9	(16.0)	(9.0)	(8.1)	(1.5)
종속/관계기업손익	0.6	14.8	15.0	18.0	16.0
기타영업외손익	3.8	(5.8)	1.6	2.1	1.5
세전이익	27.7	669.1	718.2	615.7	560.6
법인세	1.0	166.0	173.8	149.0	135.7
계속사업이익	26.7	503.1	544.4	466.7	424.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	26.7	503.1	544.4	466.7	424.9
비배주주지분 순이익	0.0	0.9	0.9	0.8	0.7
지배주주순이익	26.7	502.3	543.5	465.9	424.2
지배주주지분포괄이익	26.5	495.4	543.5	465.9	424.2
NOPAT	21.6	508.4	538.6	457.6	412.8
EBITDA	32.6	692.7	729.2	618.7	557.2
성장성(%)					
매출액증가율	19.26	822.66	24.58	-9.83	-6.13
NOPAT증가율	116.00	2,253.70	5.94	(15.04)	(9.79)
EBITDA증가율	77.17	2024.80	5.27	(15.15)	(9.94)
영업이익증가율	111.32	2915.59	5.09	(15.05)	(9.79)
(지배주주)순이익증가율	149.53	1783.17	8.20	(14.28)	(8.95)
EPS증가율	148.66	1783.17	8.20	(14.28)	(8.95)
수익성(%)					
매출총이익률	66.64	76.22	71.80	71.44	71.00
EBITDA이익률	26.72	61.56	52.02	48.95	46.97
영업이익률	18.36	60.09	50.69	47.76	45.90
계속사업이익률	21.89	44.72	38.84	36.92	35.81

투자지표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	1,017	19,146	20,716	17,758	16,169
BPS	6,242	25,026	44,255	60,527	75,210
CFPS	1,353	26,058	27,857	23,664	21,298
EBITDAPS	1,243	26,404	27,796	23,584	21,241
SPS	4,649	42,891	53,433	48,179	45,225
DPS	100	1,500	1,500	1,500	1,500
주가지표(배)					
PER	30.14	10.08	9.41	10.98	12.06
PBR	4.91	7.71	4.41	3.22	2.59
PCFR	22.65	7.41	7.00	8.24	9.16
EV/EBITDA	23.11	7.00	6.64	7.05	7.09
PSR	6.59	4.50	3.65	4.05	4.31
재무비율(%)					
ROE	19.01	125.91	60.55	34.17	23.97
ROA	14.84	77.86	39.84	25.52	19.33
ROIC	36.53	291.83	184.77	160.77	150.94
부채비율	28.06	69.33	41.82	27.71	20.62
순부채비율	(33.37)	(33.76)	(56.93)	(71.64)	(78.54)
이자보상배율(배)	46.17	496.01	473.73	503.05	544.57

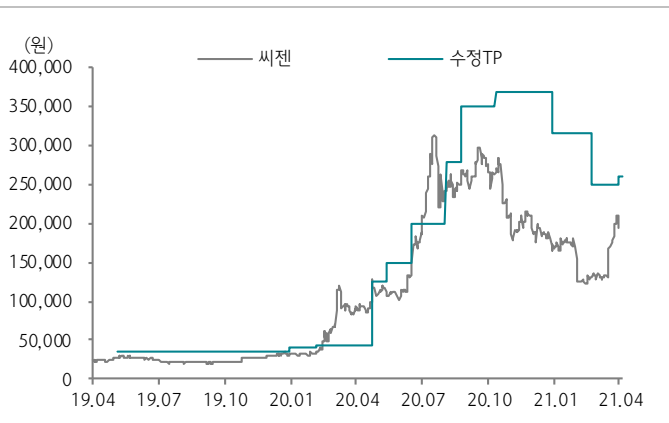
자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	138.5	782.9	1,324.7	1,721.2	2,081.0
금융자산	66.1	319.4	747.3	1,202.7	1,594.3
현금성자산	49.1	308.1	736.1	1,189.4	1,581.1
매출채권	44.0	266.3	331.8	299.2	280.8
재고자산	18.7	139.1	173.3	156.3	146.7
기타유동자산	9.7	56.2	70.0	63.1	59.2
비유동자산	57.2	311.7	308.8	295.9	289.7
투자자산	5.7	34.9	40.6	37.8	36.2
금융자산	2.4	16.7	18.0	17.4	17.0
유형자산	23.8	186.7	179.1	169.8	165.8
무형자산	6.7	6.7	5.8	5.0	4.3
기타비유동자산	21.0	83.4	83.4	83.4	83.4
자산총계	195.7	1,094.6	1,633.6	2,017.2	2,370.7
유동부채	28.2	375.3	415.3	385.0	368.6
금융부채	8.8	44.5	45.5	34.6	29.2
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동부채	19.4	330.8	369.9	350.4	339.4
비유동부채	14.7	72.9	66.4	52.6	36.7
금융부채	6.3	58.5	48.5	36.5	21.5
기타비유동부채	8.4	14.3	17.9	12.6	1,287.9
부채총계	42.9	448.2	481.7	437.7	405.3
지배주주지분	152.5	645.3	1,149.8	1,576.7	1,961.9
자본금	13.1	13.1	13.1	13.1	13.1
자본잉여금	81.3	81.3	81.3	81.3	81.3
자본조정	(11.2)	(11.2)	(11.2)	(11.2)	(11.2)
기타포괄이익누계액	(0.3)	(2.4)	(2.4)	(2.4)	(2.4)
이익잉여금	69.6	564.5	1,068.9	1,495.8	1,881.0
비배주주지분	0.3	1.1	2.0	2.8	3.6
자본총계	152.8	646.4	1,151.8	1,579.5	1,965.4
순금융부채	(51.0)	(218.2)	(655.7)	(1,131.6)	(1,543.6)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	27.1	383.2	551.2	475.3	429.8
당기순이익	26.7	503.1	544.4	466.7	424.9
조정	12.2	169.1	12.1	5.9	3.4
감가상각비	10.2	16.5	18.6	15.1	12.7
외환거래손익	(0.0)	3.9	8.5	8.9	6.7
지분법손익	(1.3)	(14.8)	(15.0)	(18.0)	(16.0)
기타	3.3	163.5	(0.0)	(0.1)	0.0
영업활동 자산부채 변동	(11.8)	(289.0)	(5.3)	2.7	1.5
투자활동 현금흐름	(6.9)	(192.7)	(9.7)	7.2	3.0
투자자산감소(증가)	1.0	(14.3)	9.3	20.9	17.6
자본증가(감소)	(3.9)	(171.1)	(10.0)	(5.0)	(8.0)
기타	(4.0)	(7.3)	(9.0)	(8.7)	(6.6)
재무활동 현금흐름	(4.2)	71.9	(48.1)	(61.8)	(59.4)
금융부채증가(감소)	4.8	88.0	(9.1)	(22.8)	(20.5)
자본증가(감소)	(2.0)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(7.0)	(13.5)	0.0	0.0	0.1
배당지급	0.0	(2.6)	(39.0)	(39.0)	(39.0)
현금의 증감	16.5	262.4	424.6	453.3	391.7
Unlevered CFO	35.5	683.6	730.8	620.8	558.7
Free Cash Flow	23.1	209.1	541.2	470.3	421.8

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

씨젠



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.4.22	BUY	260,000		
21.3.15	BUY	250,000	-38.73%	-16.24%
21.1.19	BUY	315,000	-50.49%	-42.29%
20.11.2	BUY	370,000	-44.37%	-22.89%
20.9.15	BUY	350,000	-22.99%	-15.14%
20.8.25	BUY	280,000	-11.43%	-6.07%
20.7.8	BUY	200,000	16.02%	56.10%
20.6.3	BUY	150,000	-24.58%	-11.80%
20.5.14	BUY	126,000	-10.15%	-15.63%
20.2.27	BUY	42,000	90.07%	188.10%
20.1.20	BUY	40,000	-18.86%	-11.13%
19.5.27	BUY	34,000	-26.20%	2.79%

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

• 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

• 기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

• 산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.27%	5.73%	0.00%	100%

* 기준일: 2021년 4월 22일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(선민정)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2021년 4월 23일 현재 해당회사의 지분을 1% 이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(선민정)는 2021년 4월 23일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.