

투자의견(유지)	매수
목표주가(유지)	31,500원
현재주가(24/5/9)	19,760원
상승여력	59.4%

영업이익(23F,십억원)	11
Consensus 영업이익(23F,십억원)	-
EPS 성장률(23F,%)	-69.8
MKT EPS 성장률(23F,%)	-
P/E(23F,x)	161.0
MKT P/E(23F,x)	-
KOSDAQ	870.15
시가총액(십억원)	546
발행주식수(백만주)	28
유동주식비율(%)	74.2
외국인 보유비중(%)	26.4
베타(12M) 일간수익률	1.94
52주 최저가(원)	15,000
52주 최고가(원)	38,700

(%)	1M	6M	12M
절대주가	0.4	-12.2	28.6
상대주가	-0.9	-19.0	23.6



[첨단의료기기/디지털헬스]

김충현

choonghyun.kim@miraeasset.com

## 아이센스

## 카카오헬스케어 효과 확인. 거래선은 더 추가된다

## 1Q24 Review: 매출 및 영업이익 모두 시장기대치 하회

동사의 매출은 전년 대비 13% 증가한 687억원을 기록하며 시장 기대치를 하회했다. 영업이익은 8억원으로 전년 대비 83% 감소하며 시장기대치를 하회했다.

품목별로 자가혈당측정 사업은 Agamatrix의 부진(-43% YoY)으로 전년 대비 13% 성장에 그쳤다. 연속혈당측정기 매출은 카카오헬스케어향 매출(14억원)에 힘입어 17억원을 기록했다. 현장진단 사업은 전년 대비 34% 증가한 64억원, 혈액응고 사업은 전년 대비 13% 감소한 43억원을 기록했다.

## 목표주가 31,500원 및 매수의견 유지

1Q24 CGM 매출에서 카카오헬스케어향 매출이 14억원을 기록했다. 이는 동사가 CGM 판매를 개시하고 지금까지 기록한 매출(12억원)보다 크다. 카카오헬스케어의 국내 매출 기여도는 지속적으로 증가할 것으로 예상된다. 하반기부터는 한독향 매출과 유럽 매출도 본격적으로 발생할 것으로 예상된다. 이를 감안한 2024년 동사의 CGM 매출은 165억원으로 예상된다.

다만, 1Q24 Agamatrix의 부진은 아쉽다. 동사는 지난 23년 5월 Agamatrix를 인수한 후 영업망 구조조정을 진행하고 있다. 올해는 BEP를 달성하는 것이 현실적인 목표로 보이며, 실질적인 실적 기여는 2025년부터일 것으로 예상된다.

올해는 CGM 상용화와 Agamatrix 인수로 인한 직판체계 강화 등 동사의 본격적인 체질 개선이 시작된다. 이 과정에서 투자 및 비용 증가가 불가피하다. 이를 고려한 2024년 동사의 실적은 매출은 전년 대비 16% 상승한 3,084억원, 영업이익은 전년 대비 19% 상승한 130억원(OPM 4.2%)를 기록할 것으로 예상된다.

현 주가는 12개월 선행 P/S 기준 1.6배로 글로벌 Peer(4.2배) 및 동사의 지난 3년 평균(1.8배) 대비 저평가되고 있다.

결산기 (12월)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	233	265	265	312	361
영업이익 (십억원)	35	20	11	17	28
영업이익률 (%)	15.0	7.5	4.2	5.4	7.8
순이익 (십억원)	25	16	5	12	22
EPS (원)	927	587	178	445	786
ROE (%)	10.4	5.8	1.7	4.2	7.1
P/E (배)	16.3	28.0	161.0	44.4	25.1
P/B (배)	1.5	1.6	2.7	1.8	1.7
배당수익률 (%)	1.0	1.1	0.3	0.5	0.5

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 아이센스, 미래에셋증권 리서치센터

## 1Q24 Review

### 매출액 및 영업이익 모두 시장기대치 하회하는 실적 달성

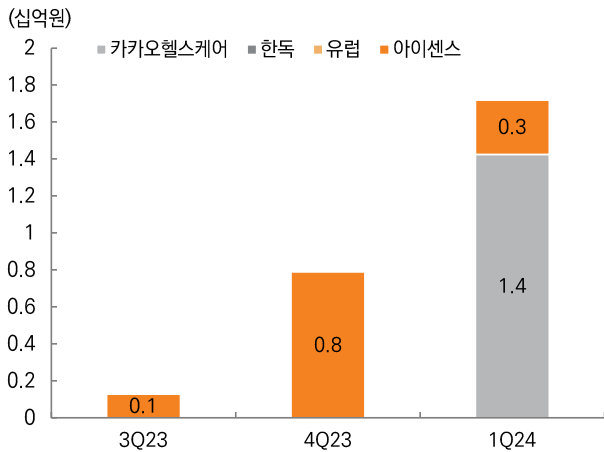
동사의 매출은 전년 대비 13% 증가한 687억원을 기록하며 시장 기대치를 하회했다. 영업이익은 8억원으로 전년 대비 83% 감소하며 시장기대치를 하회했다.

품목별로 자가혈당측정 사업에서 스트립은 전년 대비 5% 증가한 432억원을 기록했고, 미터기가 전년 대비 38% 증가한 96억원을 기록했다. 연속혈당측정기 매출은 17억원을 기록했다. 현장진단 사업은 전년 대비 34% 증가한 64억원, 혈액응고 사업은 전년 대비 13% 감소한 43억원을 기록했다.

주요 고객사별로 Agamatrix가 전년 대비 43% 감소한 25억원, Arkray가 전년 대비 20% 증가한 105억원, 한독약품이 전년 대비 1% 감소한 35억원, Nipro가 전년 대비 23% 감소한 15억원, 카카오헬스케어가 14억원, 기타 고객은 전년 대비 18% 증가한 380억원을 기록했다.

지역별로는 미국이 전년 대비 34% 증가한 246억원, 아시아가 전년 대비 7% 증가한 116억원, 내수가 전년 대비 14% 증가한 142억원, 유럽이 전년 대비 3% 증가한 95억원, 기타 지역이 전년 대비 9% 감소한 89억원을 기록했다.

그림 1. CGM 매출 추이



자료: 아이센스, 미래셋증권 리서치센터

그림 2. 카카오헬스케어의 팝업스토어



자료: 미래셋증권 리서치센터

표 1. 1Q24 실적 비교표

(십억원, %, %p)

	1Q23	4Q23	1Q24P			성장률	
			잠정치	미래에셋증권	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	60.6	74.9	68.7	66.1	72.0	13.3	-8.3
영업이익	4.5	3.0	0.8	1.2	1.4	-83.3	-75.2
영업이익률 (%)	7.4	4.1	1.1	1.8	1.9	-6.3	-3.0
순이익	4.2	-2.4	-0.2	-	-	적전	적지

주: K-IFRS 기준

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 수익예상 변경표

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	24F	25F	24F	25F	24F	25F	
매출액	312.4	360.8	308.4	358.9	-1.3	-0.5	1Q24 실적 반영 Agamatrix 구조조정 비용 반영
영업이익	16.9	28.4	13.0	26.2	-22.8	-7.7	
세전이익	15.0	26.4	9.9	23.0	-33.9	-13.0	
순이익	12.2	21.6	7.4	17.6	-39.4	-18.7	
EPS (원)	445	786	269	637	-39.6	-19.0	

주: K-IFRS 기준

자료: 미래에셋증권 리서치센터

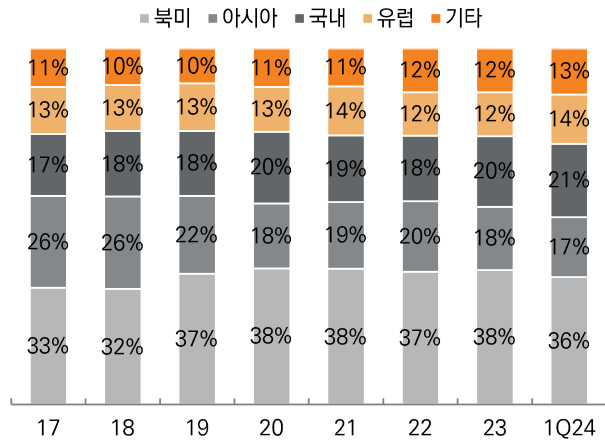
표 3. 분기별 실적 전망표

(십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출액	60.6	62.5	67.0	74.9	68.7	71.4	80.7	87.6	265.1	308.4	358.9
월당 측정기	50.8	52.8	57.5	64.5	57.4	60.6	69.8	75.7	225.6	263.5	307.5
혈액 응고 측정기	5.0	4.6	4.1	5.3	4.3	4.8	4.3	5.5	18.9	18.9	20.8
연속혈당 측정기	-	-	0.1	0.8	1.7	2.2	5.6	7.0	0.9	16.5	35.8
기타	4.8	5.1	5.4	4.4	5.2	3.8	1.1	-0.7	19.6	9.5	-5.2
영업이익	4.5	3.8	-0.4	3.0	0.8	2.2	4.4	5.7	10.9	13.0	26.2
순이익(지배)	4.2	2.8	-0.8	-2.4	-0.2	0.9	2.9	3.9	3.7	7.4	17.6
매출 성장률 (%)	-11.9	1.2	-2.2	14.0	13.3	14.3	20.4	16.9	0.1	16.3	16.4
월당측정기	-16.9	-0.7	-3.7	21.5	13.0	14.7	21.4	17.3	-0.7	16.8	16.7
혈액 응고 측정기	16.9	6.9	-10.9	6.3	-13.5	5.0	5.0	5.0	4.7	0.1	10.0
기타	43.2	18.9	29.1	-32.8	44.6	18.8	21.5	23.1	5.0	26.6	17.6
영업이익률 (%)	7.4	6.1	-0.7	4.1	1.1	3.0	5.5	6.5	4.1	4.2	7.3
순이익률 (지배, %)	6.8	4.4	-1.3	-3.5	-0.4	1.3	3.9	4.8	1.4	2.4	4.9

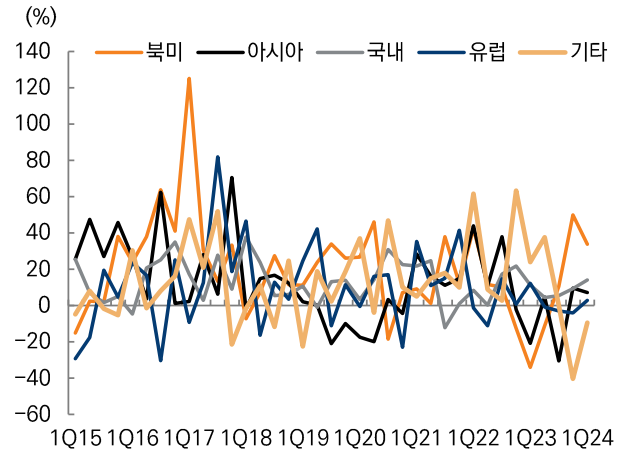
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 지역별 매출 비중



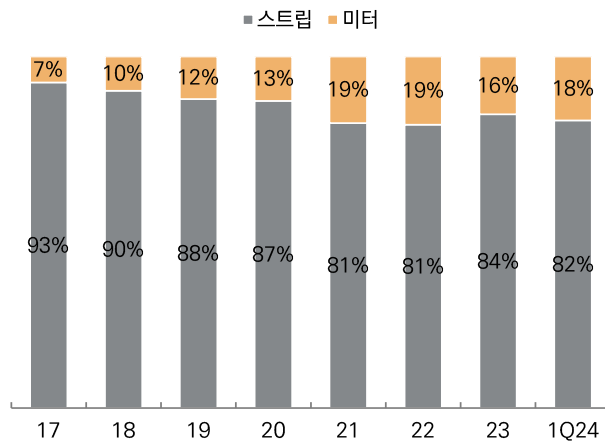
자료: 아이센스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 지역별 매출 성장률 추이



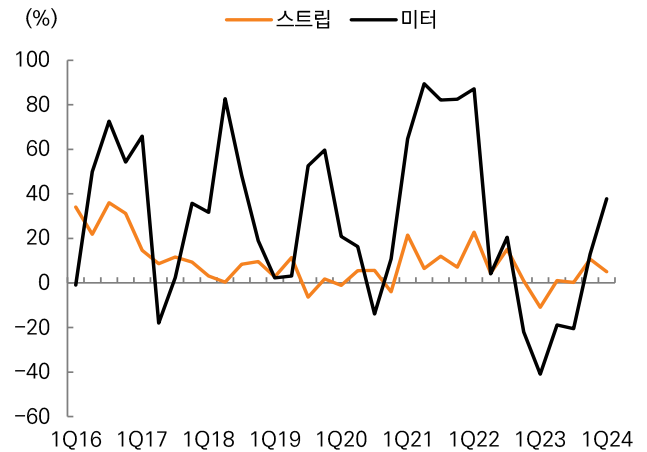
자료: 아이센스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 스트립 vs. 미터기 매출 비중



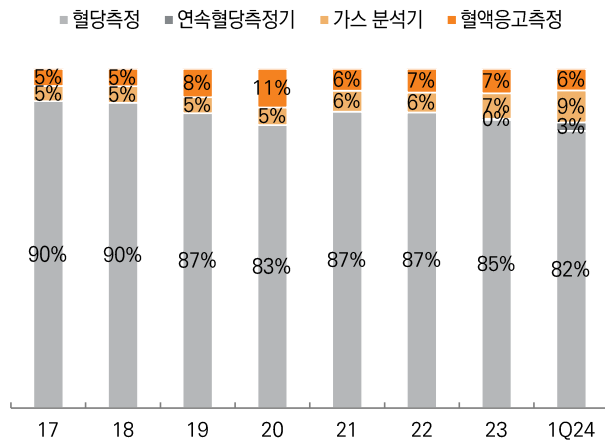
자료: 아이센스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 스트립 vs. 미터기 매출 성장률 추이



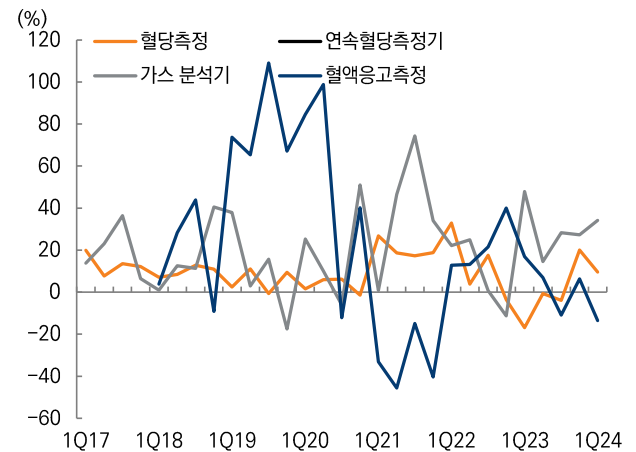
자료: 아이센스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 품목별 매출 비중



자료: 아이센스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 품목별 매출 성장률 추이



자료: 아이센스, 미래에셋증권 리서치센터

## 목표주가 31,500원 및 매수의견 유지

1Q24 CGM 매출에서 카카오헬스케어항 매출이 14억원을 기록했다. 이는 동사가 CGM 판매를 개시하고 지금까지 기록한 매출(12억원)보다 크다. 카카오헬스케어 파스타 서비스 런칭이 2월 1일부터라는 점과 3월까지 본격적인 마케팅이 이루어지지 않았다는 점에서 주목할만한 숫자다. 카카오헬스케어는 4월 말부터 팝업스토어를 진행하고 있는데 하루 평균 1,000명 이상의 방문객이 다녀가고 있는 것으로 추산된다. 카카오헬스케어의 국내 매출 기여도는 지속적으로 증가할 것으로 예상된다.

하반기부터는 한독항 매출과 유럽 매출도 본격적으로 발생할 것으로 예상된다. 한독은 작년 BGM 매출 140억원을 발생시킨 동사의 오랜 사업 파트너다. 카카오헬스케어가 B2C에 강점이 있다면, 한독은 병원향 마케팅에 강점이 있어 판매처 다각화 효과가 커 보인다. 유럽은 5월부터 5개국에 출시하며 올해 15개국까지 판매처를 확대하는 것이 목표다. 유럽 보험 코드 등재에 시간이 소요되어 본격적인 매출은 4Q24 이후가 예상되나 글로벌 사업이 시작된다는 것의 의미가 크다.

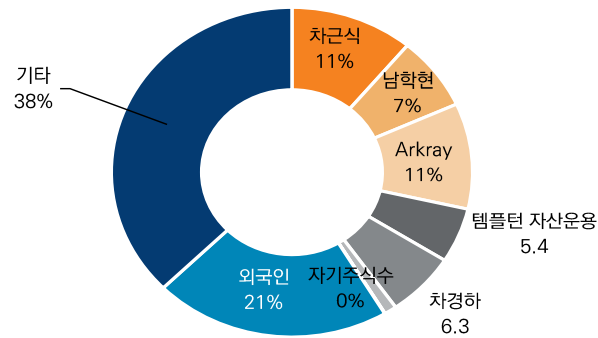
동사는 올해 CGM 매출을 약 150억원으로 예상하는 것으로 알려져 있으나, 카카오헬스케어, 한독, 유럽 등의 신규 매출을 고려할 때 우리는 2024년 동사의 CGM 매출을 165억원으로 예상한다. 향후 동사의 CGM관련 스케줄은 3Q24(유럽 국가별 보험 등재 완료, BGM 신규 OEM 매출 개시), 4Q24(FDA 승인을 위한 임상시험 준비 착수, CGM 자동화 라인 셋업 개시)이다. 해당 이벤트 달성여부와 시점에 따라 목표 주가배수 상향 요인이 될 수 있다.

다만, 1Q24 Agamatrix의 부진은 아쉽다. 동사는 지난 23년 5월 Agamatrix를 인수한 후 영업망 구조조정을 진행하고 있다. 올해는 BEP를 달성하는 것이 현실적인 목표로 보이며, 실질적인 실적기여는 2025년부터일 것으로 예상된다.

올해는 CGM 상용화와 Agamatrix 인수로 인한 직판체계 강화 등 동사의 본격적인 체질 개선이 시작된다. 이 과정에서 투자 및 비용 증가가 불가피하다. 이를 고려한 2024년 동사의 실적은 매출은 전년 대비 16% 상승한 3,084억원, 영업이익은 전년 대비 19% 상승한 130억원(OPM 4.2%)을 기록할 것으로 예상된다.

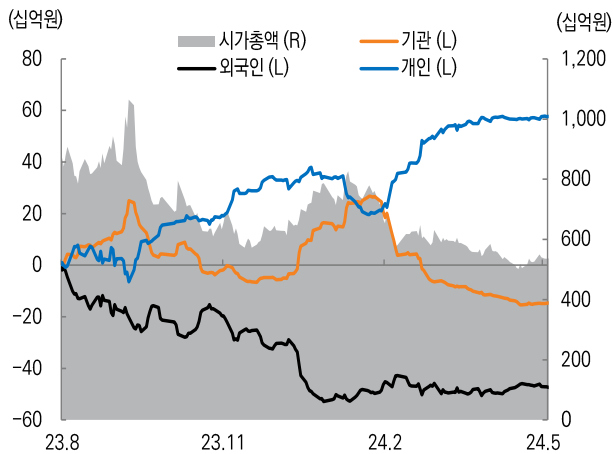
현 주가는 12개월 선행 P/S 기준 1.6배로 글로벌 Peer(4.2배) 및 동사의 지난 3년 평균(1.8배) 대비 저평가되고 있다.

그림 9. 지분율



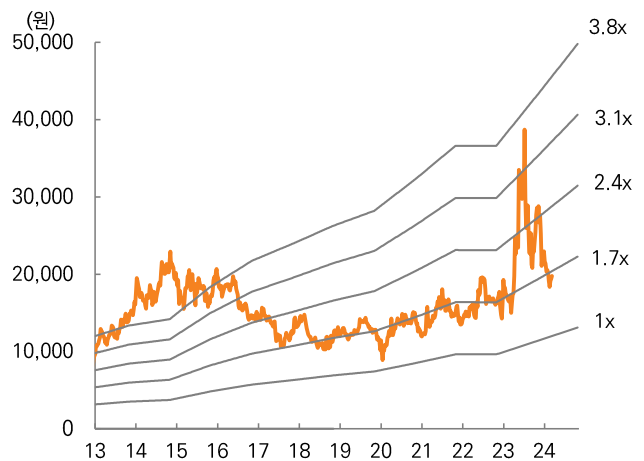
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 투자자별 순매수량 vs. 시가총액 추이



자료: QuantWise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. 12개월 선행 P/S 밴드 차트



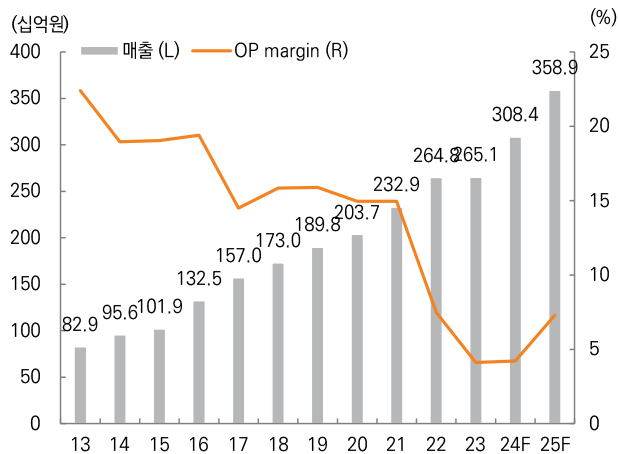
자료: QuantWise, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. Global peer valuation

회사명	시가총액 (십억원)	영업이익률 (%)			PER (배)			PSR (배)			EV/EBITDA (x)			매출액 (십억원)		
		23	24F	25F	23	24F	25F	23	24F	25F	23	24F	25F	23	24F	25F
일라이 릴리	1,005,344	18.9	34.0	38.8	74.7	57.6	40.9	19.4	17.4	14.1	84.4	47.9	34.4	44,589	58,591	72,256
노보 노디스크	772,090	44.2	45.2	45.8	-	37.5	30.6	-	13.5	11.2	33.9	-	-	44,046	56,792	68,428
로슈 홀딩	273,710	25.5	32.3	33.3	15.5	12.4	11.3	2.9	3.0	2.8	11.6	9.3	8.5	87,946	90,852	96,048
애보트 래버러토리	249,174	16.2	22.4	23.2	30.1	22.6	20.5	4.5	4.4	4.1	21.4	17.6	16.2	52,409	56,640	60,729
메드트로닉	147,798	17.6	25.6	25.9	19.3	15.7	15.0	3.4	3.4	3.2	15.9	13.4	12.7	41,106	44,384	46,267
덱스컴	69,164	16.5	19.7	21.6	79.8	70.9	56.9	13.0	11.7	9.8	64.3	42.2	33.6	4,733	5,941	7,078
인술렛	16,780	13.0	13.0	14.6	63.8	57.5	45.5	7.2	6.3	5.3	54.3	33.5	27.0	2,218	2,662	3,146
탠덤 다이아비티즈 케어	3,716	-31.2	-13.3	-8.3	-	-	-	3.6	3.1	2.8	-	5,082	63.5	977	1,178	1,306
Sinocare Inc	2,606	-	10.6	11.6	-	28.8	23.4	-	2.9	2.5	-	-	-	-	911	1,049
타이보 과기	651	20.1	-	-	15.1	-	-	3.6	-	-	10.4	-	-	202	-	-
아이센스	543	4.1	7.3	10.0	-	30.3	18.4	2.0	1.7	1.4	36.7	17.7	12.3	265	317	382
전체 평균		14.5	19.7	21.7	42.6	37.0	29.2	6.6	6.7	5.7	37.0	658.0	26.0	27,849	31,826	35,669

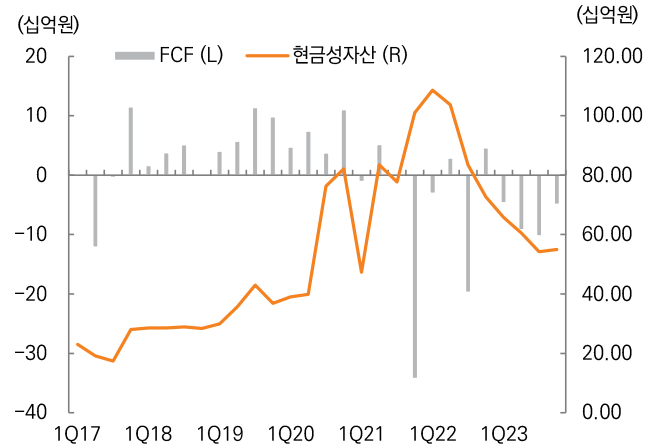
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. 매출 및 영업이익률 추이



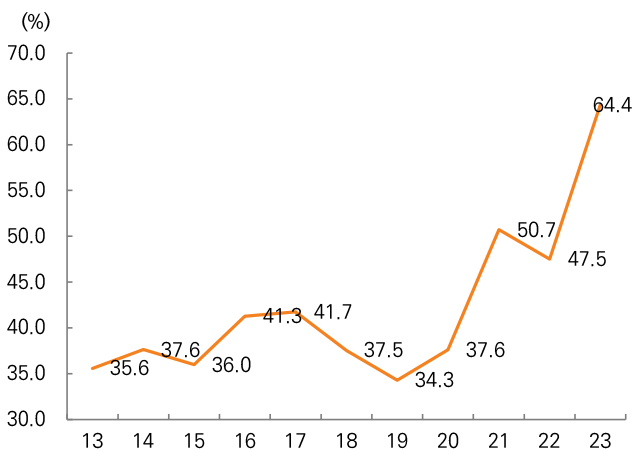
자료: 아이센스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. FCF 추이



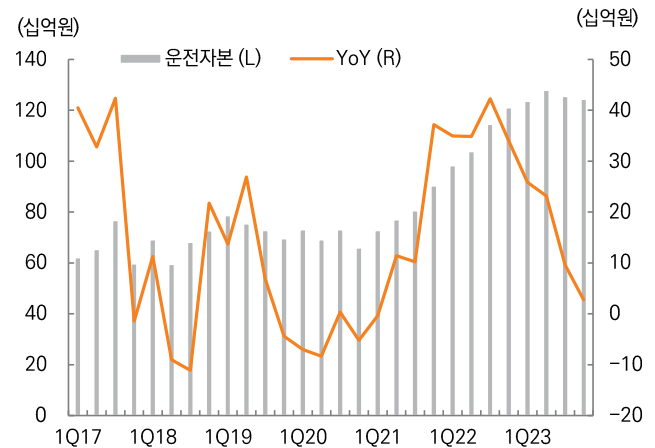
자료: 아이센스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 14. 부채비율 추이



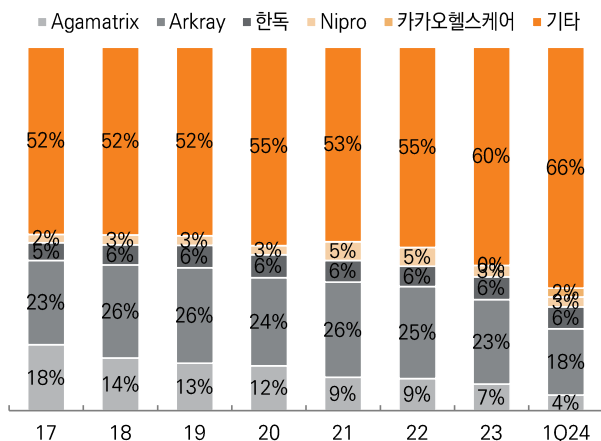
자료: 아이센스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 15. 운전자본 추이



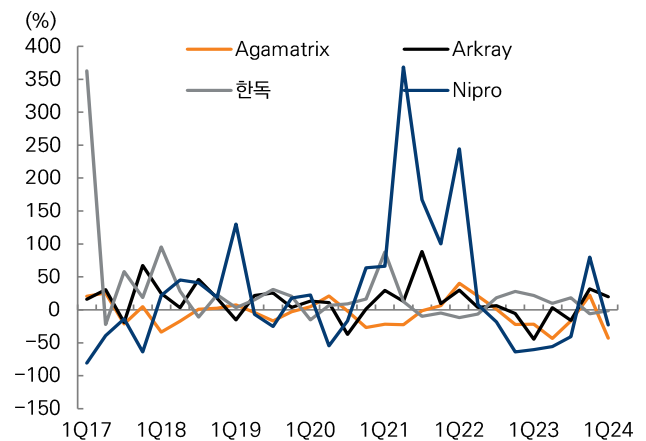
자료: 아이센스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 16. 혈당측정사업부 주요 고객사별 매출 비중



자료: 아이센스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 17. 혈당측정사업부 주요 고객사별 매출 성장률 추이



자료: 아이센스, 미래에셋증권 리서치센터

## 아이센스 (099190)

## 예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	265	265	312	361
매출원가	159	159	190	218
매출총이익	106	106	122	143
판매비와관리비	86	95	106	115
조정영업이익	20	11	17	28
영업이익	20	11	17	28
비영업손익	-1	-4	-2	-2
금융손익	0	-1	-2	-2
관계기업등 투자손익	-2	-1	0	0
세전계속사업손익	19	7	15	26
계속사업법인세비용	3	2	3	5
계속사업이익	16	5	12	22
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	16	5	12	22
지배주주	16	5	12	22
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	19	7	12	22
지배주주	19	7	4	6
비지배주주	0	-1	9	15
EBITDA	32	24	30	41
FCF	-15	-36	-2	13
EBITDA 마진율 (%)	12.1	9.1	9.6	11.4
영업이익률 (%)	7.5	4.2	5.4	7.8
지배주주귀속 순이익률 (%)	6.0	1.9	3.8	6.1

## 예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	217	209	226	259
현금 및 현금성자산	62	38	29	35
매출채권 및 기타채권	53	60	70	79
재고자산	81	95	109	124
기타유동자산	21	16	18	21
비유동자산	232	291	293	288
관계기업투자등	12	13	15	17
유형자산	178	207	205	198
무형자산	15	39	38	37
자산총계	450	500	519	547
유동부채	75	101	109	118
매입채무 및 기타채무	29	34	39	44
단기금융부채	35	47	48	48
기타유동부채	11	20	22	26
비유동부채	70	93	94	95
장기금융부채	66	89	89	89
기타비유동부채	4	4	5	6
부채총계	145	194	203	212
지배주주지분	286	287	297	316
자본금	7	14	14	14
자본잉여금	47	41	41	41
이익잉여금	214	214	223	242
비지배주주지분	19	19	19	19
자본총계	305	306	316	335

## 예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	7	-1	8	17
당기순이익	16	5	12	22
비현금수익비용가감	26	20	17	19
유형자산감가상각비	10	11	12	11
무형자산상각비	2	1	1	1
기타	14	8	4	7
영업활동으로인한자산및부채의변동	-33	-22	-17	-17
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-5	-65	-9	-9
재고자산 감소(증가)	-32	-5	-15	-15
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	9	-8	2	2
법인세납부	-7	-7	-3	-5
투자활동으로 인한 현금흐름	17	-47	-13	-7
유형자산처분(취득)	-12	-35	-10	-4
무형자산감소(증가)	-1	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	16	-9	-3	-3
기타투자활동	14	-3	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-9	27	-2	-2
장단기금융부채의 증가(감소)	-2	35	0	0
자본의 증가(감소)	1	1	0	0
배당금의 지급	-4	-5	-3	-3
기타재무활동	-4	-4	1	1
현금의 증가	14	-24	-10	6
기초현금	47	62	38	29
기말현금	62	38	29	35

자료: 아이센스, 미래에셋증권 리서치센터

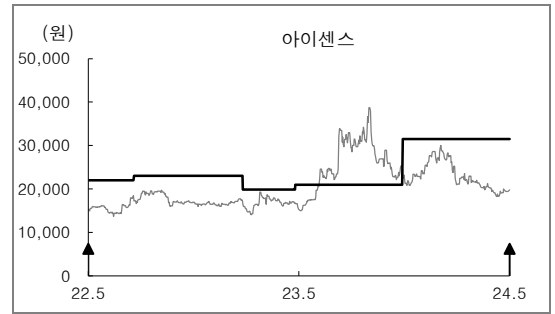
## 예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	28.0	161.0	44.4	25.1
P/CF (x)	10.7	31.6	18.3	13.3
P/B (x)	1.6	2.7	1.8	1.7
EV/EBITDA (x)	15.9	37.6	22.6	16.2
EPS (원)	587	178	445	786
CFPS (원)	1,538	905	1,078	1,484
BPS (원)	10,416	10,446	10,791	11,478
DPS (원)	175	100	100	100
배당성향 (%)	30.2	57.9	22.4	12.7
배당수익률 (%)	1.1	0.3	0.5	0.5
매출액증가율 (%)	13.7	0.1	17.9	15.5
EBITDA증가율 (%)	-30.3	-24.9	23.9	37.7
조정영업이익증가율 (%)	-43.1	-43.0	49.3	68.3
EPS증가율 (%)	-36.6	-69.8	150.6	76.7
매출채권 회전율 (회)	5.2	4.8	4.9	4.9
재고자산 회전율 (회)	4.0	3.0	3.1	3.1
매입채무 회전율 (회)	13.7	11.1	11.6	11.6
ROA (%)	3.6	1.0	2.4	4.1
ROE (%)	5.8	1.7	4.2	7.1
ROIC (%)	5.7	2.2	3.7	6.0
부채비율 (%)	47.5	63.3	64.3	63.5
유동비율 (%)	291.3	207.9	207.5	220.1
순차입금/자기자본 (%)	11.4	31.0	33.0	29.2
조정영업이익/금융비용 (x)	10.6	4.3	4.8	8.1



## 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
아이센스 (099190)				
2023.11.06	매수	31,500	-	-
2023.05.04	매수	21,000	21.54	84.29
2023.02.02	매수	19,867	-15.54	-3.02
2022.07.28	매수	23,019	-24.79	-14.46
2022.05.03	매수	22,018	-29.46	-16.13



\* 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 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	
매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 추가(—), 목표주가(→), Not covered(■)	

## 투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
85.36%	9.15%	5.49%	0%

\* 2024년 03월 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.