

산 넘어 산

매수
(유지)

목표가: 39,700원 ▼
상승여력: 20.1%

김충현, CFA choonghyun.kim@miraeeasset.com 이상원 sangwon.lee.b@miraeeasset.com

4Q22 Review

매출액 시장기대치 하회, 영업이익 시장기대치 크게 하회하는 실적 달성

- 매출 5% YoY(시장 기대치 하회), 혈당측정 -4% YoY(스트립 1% YoY, 미터기 -22% YoY), POCT -11% YoY, 혈액응고 40% YoY
- Agamatrix -22% YoY, Arkray -6% YoY, 한독 28% YoY, Nipro -64% YoY
- 미국 -12% YoY, 아시아 -2% YoY, 국내 22% YoY, 유럽 1% YoY, 기타 65% YoY
- 영업적자 전환(시장기대치 크게 하회, OPM -1%): 공급망 이슈로 인한 원재료 상승과 미터기 재고확보로 인한 재고자산 총당금 36억원, 송도공장 가동에 의한 원가 상승 6억원 등으로 GPM(36%)이 크게 악화. 또한, 연말 상여 12억원, 연속혈당측정기 임상비용 11억원 등 판관비도 크게 증가. 12년 이후 처음으로 분기 영업적자 발생

Valuation 및 투자전략

목표주가 39,700원으로 하향하나 매수의견 유지

- 동사의 2023년 매출은 기존 예상과 크게 다르지 않은 2,900억원(9% YoY)을 예상. 다만, 문제는 영업이익으로 전년대비 55% 성장한 311억원(OPM 11%)을 기록하며 지난 5년 평균 영업이익률 14%를 하회할 것으로 전망
- 영업이익률 하향의 가장 큰 요인은 미터기 원가상승과 임상시험 비용. 미터기 원가는 22년 비싸게 구입한 재고를 소진하기 때문이며, 임상비용은 CGM 후속모델 탐색임상과 당화혈색소 POCT 제품의 미국진출을 위한 임상시험이 예정되어 있기 때문
- 12개월 선행 EPS 하향을 반영하여 동사의 목표주가를 39,700원(기존 46,000원)으로 하향. 상승여력이 20.1%인 점을 고려하여 매수의견 유지
- 연속혈당기 스케줄: 1Q23(식약처 및 CE 서류 제출), 3Q23(국내외 허가), 4Q23(국내외 판매 개시)
- 현재 주가는 12개월 FWD PER 기준 18배로 글로벌 Peer(14배)대비 고평가

Key data



현재주가(23/2/2, 원)	33,050	시가총액(십억원)	455
영업이익(22F, 십억원)	20	발행주식수(백만주)	14
Consensus 영업이익(22F, 십억원)	26	유동주식비율(%)	74.9
EPS 성장률(22F, %)	-43.4	외국인 보유비중(%)	44.7
P/E(22F, x)	31.4	베타(12M) 일간수익률	0.90
MKT P/E(22F, x)	11.6	52주 최저가(원)	26,200
KOSDAQ	764.62	52주 최고가(원)	39,350

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	0.6	-3.4	18.9
상대주가	-11.6	1.7	35.7

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2019	2020	2021	2022P	2023F	2024F
매출액 (십억원)	190	204	233	265	290	323
영업이익 (십억원)	30	30	35	20	31	47
영업이익률 (%)	15.8	14.7	15.0	7.5	10.7	14.6
순이익 (십억원)	23	27	25	14	24	38
EPS (원)	1,705	1,954	1,853	1,048	1,767	2,741
ROE (%)	12.3	12.8	10.4	5.2	8.2	11.6
P/E (배)	15.1	15.4	16.3	31.4	18.7	12.1
P/B (배)	1.8	1.9	1.5	1.6	1.5	1.3
배당수익률 (%)	0.8	0.8	1.0	1.1	1.1	1.1

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 아이센스, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 4Q22 실적 비교표

(십억원, %, %p)

	4Q21	3Q22	4Q22P			성장률	
			잠정치	미래에셋증권	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	63.0	68.5	66.2	69.7	69.7	5.2	-3.3
영업이익	6.3	3.8	-0.8	5.5	5.5	적전	적전
영업이익률 (%)	9.9	5.5	-1.3	7.9	7.9	-11.2	-6.8
세전이익	0.7	3.2	-3.3	5.1	5.1	적전	적전
순이익	2.7	2.0	-3.0	4.6	4.6	적전	적전

주: K-IFRS 기준

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 수익예상 변경표

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	22F	23F	22F	23F	22F	23F	
매출액	268.8	298.3	265.3	290.0	-1.3	-2.8	기존 재고 소진에 의해 원가율 상승, 임상비용 증가 반영
영업이익	26.1	44.2	20.1	31.1	-23.0	-29.6	
세전이익	28.9	42.7	19.8	30.4	-31.7	-28.7	
순이익	22.9	34.1	14.4	24.3	-37.0	-28.7	
EPS (KRW)	1,664	2,479	1,048	1,767	-37.0	-28.7	

주: K-IFRS 기준

자료: 미래에셋증권 리서치센터

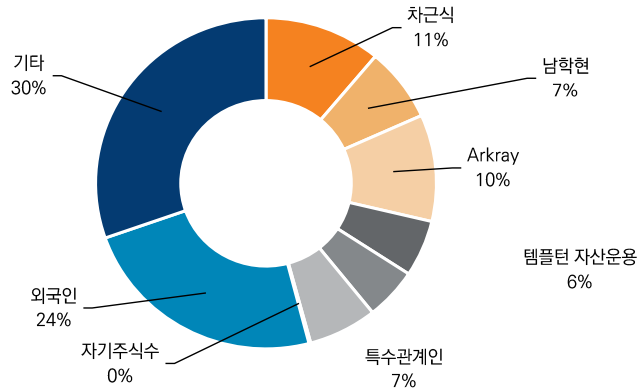
표 3. 분기별 실적 전망표

(십억원, %)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P	2021	2022P	2023F
매출액	52.6	58.4	59.0	63.0	68.8	61.8	68.5	66.2	232.9	265.3	290.0
현당총정기	46.0	51.2	50.8	55.0	61.2	53.2	59.7	53.1	203.1	227.2	250.2
현액 응고 측정기	3.8	3.8	3.7	3.5	4.3	4.3	4.6	5.0	14.9	18.1	20.8
기타	2.7	3.4	4.5	4.4	3.4	4.3	4.3	8.2	15.0	20.1	18.9
영업이익	8.1	11.1	9.5	6.3	9.8	7.3	3.8	-0.8	34.8	20.1	31.1
세전이익	9.3	11.4	9.3	0.7	14.6	5.3	3.2	-3.3	30.7	19.8	30.4
순이익(지배)	6.9	8.9	7.0	2.7	13.0	2.4	2.0	-3.0	25.5	14.4	24.3
영업이익률 (%)	15.3	18.9	16.0	9.9	14.3	11.9	5.5	-1.3	15.0	7.6	10.7
세전순이익률 (%)	17.7	19.5	15.8	1.2	21.2	8.6	4.7	-5.0	13.2	7.5	10.5
순이익률 (%)	13.3	15.3	11.8	3.5	18.8	3.8	2.7	-4.5	10.9	5.4	8.4

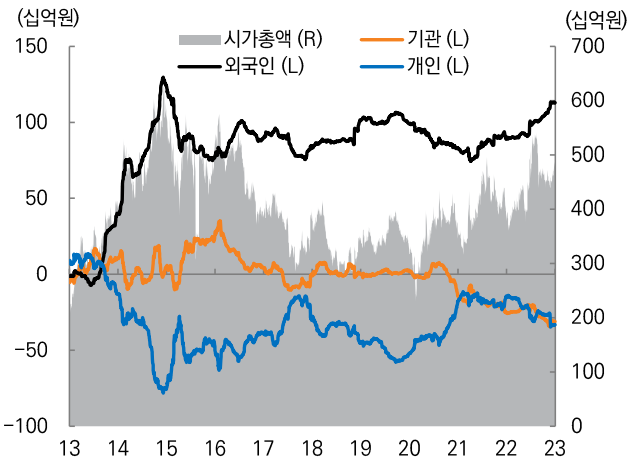
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 자본율



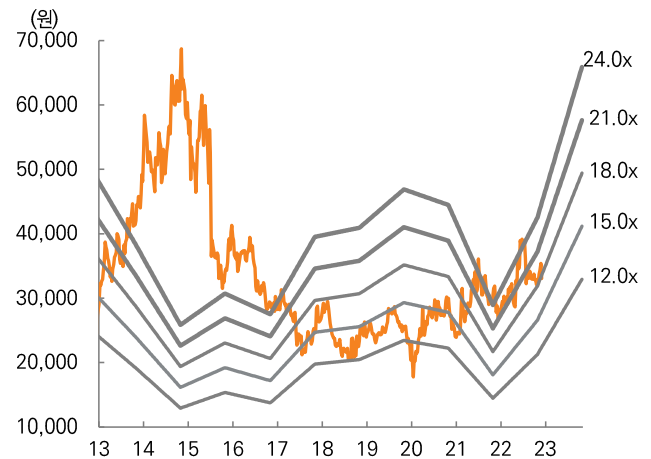
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 투자자별 순매수량 vs. 시가총액 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 12개월 선행 PER 밴드 차트



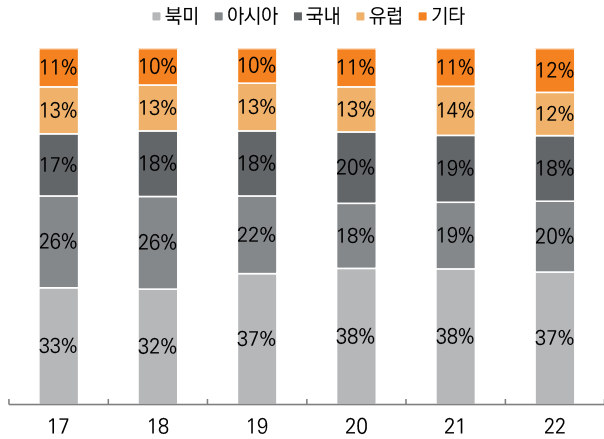
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 4. Global peer valuation

회사명	시가총액	영업이익률 (%)			PER (배)			PSR (배)			ROE (%)			매출액 (십억원)		
		21	22F	23F	21	22F	23F	21	22F	23F	21	22F	23F	21	22F	23F
일라이 릴리	403,199	22.4	27.3	29.1	43.8	44.8	40.7	10.6	11.4	10.7	67.7	68.8	65.6	32,432	35,201	37,442
노보 노디스크	387,092	41.7	42.8	43.2	-	38.6	31.1	-	12.2	10.7	74.0	73.3	76.6	25,631	31,680	36,107
로슈 홀딩	317,655	28.9	34.5	34.0	15.9	13.8	14.1	3.6	3.7	3.8	46.5	53.8	43.7	78,664	84,570	83,393
애보트 래버러토리	237,665	19.2	21.9	23.0	25.4	25.2	23.0	4.4	4.8	4.6	22.5	20.5	21.4	56,415	49,278	51,991
메드트로닉	137,262	18.2	27.0	26.8	20.0	15.9	15.4	3.6	3.7	3.5	8.3	12.7	12.6	37,299	37,653	38,865
덱스컴	51,003	10.9	15.6	16.8	-	-	-	14.9	14.2	11.9	11.6	14.9	16.7	2,804	3,586	4,282
인솔렛	24,603	11.5	6.5	8.7	-	-	-	16.0	15.8	13.6	3.6	5.2	11.9	1,258	1,565	1,812
Sinocare Inc	3,748	10.6	20.4	19.0	-	-	-	7.9	7.5	6.2	9.3	14.2	14.2	419	514	621
탠덤 다이아비티즈 케어	3,230	3.2	-7.4	-4.5	-	-	-	3.3	3.3	2.9	-16.7	-15.6	-7.5	805	992	1,101
타이보 과기	697	32.3	44.4	27.0	5.1	4.8	13.0	1.8	1.7	2.8	40.2	36.5	15.3	266	400	260
아이센스	481	15.0	11.8	12.3	23.9	4.6	4.0	1.8	0.4	0.3	7.5	11.0	11.5	233	1,346	1,462
전체 평균		16.6	19.4	18.1	18.0	12.9	13.9	6.4	6.1	5.5	14.8	17.0	15.5	19,796	19,989	20,421

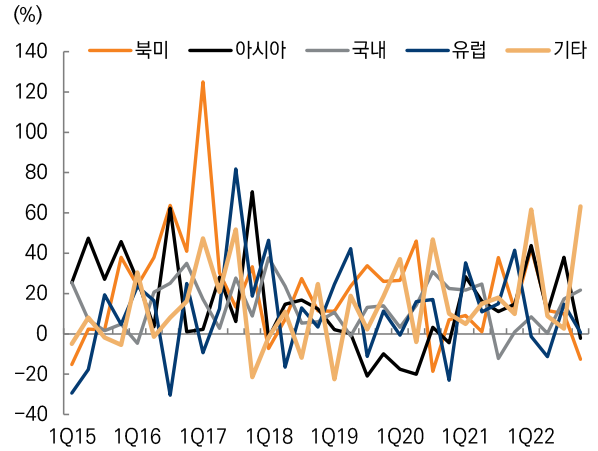
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 지역별 매출 비중



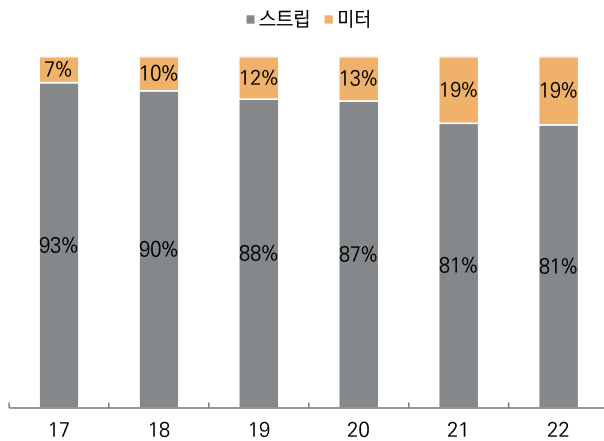
자료: 아이센스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 지역별 매출 성장률 추이



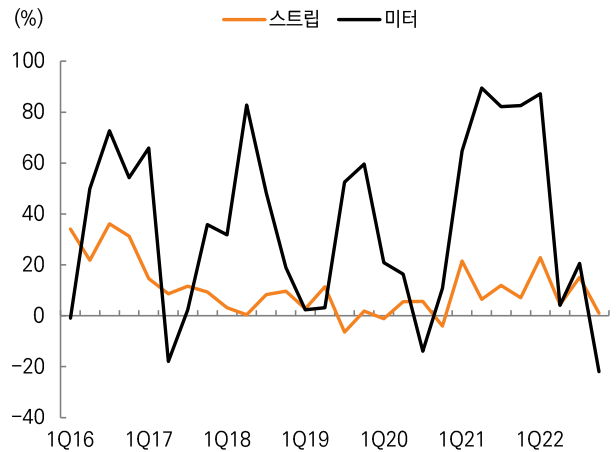
자료: 아이센스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 스트립 vs. 미터기 매출 비중



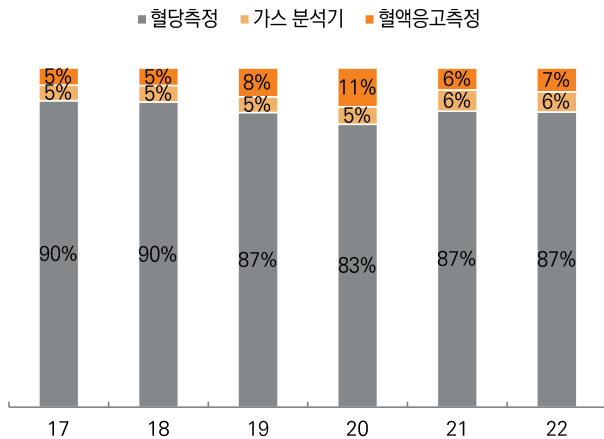
자료: 아이센스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 스트립 vs. 미터기 매출 성장률 추이



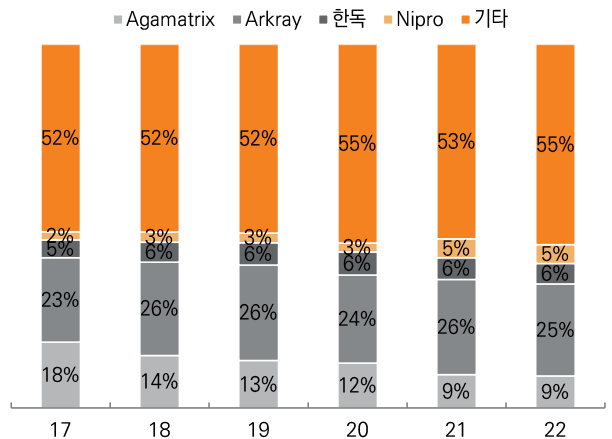
자료: 아이센스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 품목별 매출 비중



자료: 아이센스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 월당측정사업부 주요 고객사별 매출 비중



자료: 아이센스, 미래에셋증권 리서치센터

아이센스 (099190)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	233	265	290	323
매출원가	131	160	171	179
매출총이익	102	105	119	144
판매비와관리비	67	86	88	97
조정영업이익	35	20	31	47
영업이익	35	20	31	47
비영업손익	-4	0	-1	0
금융손익	1	-1	-1	0
관계기업등 투자손익	-1	-2	0	0
세전계속사업손익	31	20	30	47
계속사업법인세비용	6	6	6	9
계속사업이익	25	14	24	38
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	25	14	24	38
지배주주	25	14	24	38
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	52	21	24	38
지배주주	52	21	22	35
비지배주주	0	1	2	3
EBITDA	46	32	44	60
FCF	-30	-22	6	30
EBITDA 마진율 (%)	19.7	12.1	15.2	18.6
영업이익률 (%)	15.0	7.5	10.7	14.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	10.7	5.3	8.3	11.8

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2021	2022F	2023F	2024F
유동자산	208	205	236	277
현금 및 현금성자산	47	56	49	69
매출채권 및 기타채권	50	53	65	72
재고자산	51	53	65	72
기타유동자산	60	43	57	64
비유동자산	222	254	253	252
관계기업투자등	11	12	14	16
유형자산	171	198	196	195
무형자산	14	16	15	13
자산총계	429	460	489	528
유동부채	38	60	68	73
매입채무 및 기타채무	23	24	30	33
단기금융부채	7	27	28	28
기타유동부채	8	9	10	12
비유동부채	106	93	95	97
장기금융부채	96	82	82	82
기타비유동부채	10	11	13	15
부채총계	144	153	163	170
지배주주지분	269	288	308	341
자본금	7	7	7	7
자본잉여금	46	47	47	47
이익잉여금	199	210	229	262
비지배주주지분	16	18	18	18
자본총계	285	306	326	359

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동으로 인한 현금흐름	17	19	16	40
당기순이익	25	14	24	38
비현금수익비용가감	24	18	20	23
유형자산감가상각비	9	10	12	12
무형자산상각비	2	1	1	1
기타	13	7	7	10
영업활동으로인한자산및부채의변동	-31	-12	-21	-11
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-10	-64	-11	-7
재고자산 감소(증가)	-15	-1	-12	-7
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	3	1	2	1
법인세납부	-6	-6	-6	-9
투자활동으로 인한 현금흐름	-60	-6	-17	-14
유형자산처분(취득)	-48	-31	-10	-10
무형자산감소(증가)	-1	-3	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-14	-2	-7	-4
기타투자활동	3	30	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	58	-9	-4	-4
장단기금융부채의 증가(감소)	53	7	1	0
자본의 증가(감소)	0	1	0	0
배당금의 지급	-3	-4	-5	-5
기타재무활동	8	-13	0	1
현금의 증가	17	9	-7	20
기초현금	31	47	56	49
기말현금	47	56	49	69

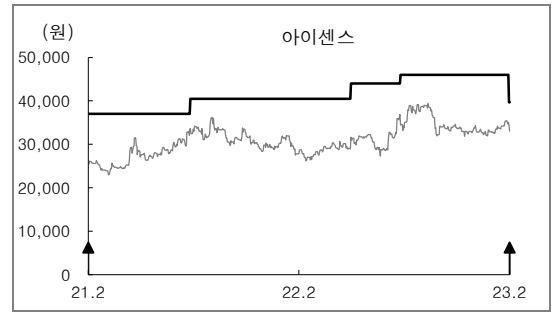
자료: 아이센스, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2021	2022F	2023F	2024F
P/E (x)	16.3	31.4	18.7	12.1
P/CF (x)	8.5	13.9	10.2	7.5
P/B (x)	1.5	1.6	1.5	1.3
EV/EBITDA (x)	10.0	15.4	11.1	7.8
EPS (원)	1,853	1,048	1,767	2,741
CFPS (원)	3,542	2,371	3,233	4,398
BPS (원)	19,752	21,006	22,424	24,815
DPS (원)	300	350	350	350
배당성향 (%)	16.2	34.1	19.8	12.7
배당수익률 (%)	1.0	1.1	1.1	1.1
매출액증가율 (%)	14.3	13.9	9.3	11.5
EBITDA증가율 (%)	10.5	-30.0	39.0	36.0
조정영업이익증가율 (%)	14.4	-42.3	54.6	52.3
EPS증가율 (%)	-5.2	-43.4	68.6	55.1
매출채권 회전을 (회)	5.2	5.2	5.0	4.8
재고자산 회전을 (회)	5.5	5.1	4.9	4.7
매입채무 회전을 (회)	14.7	15.7	14.8	13.4
ROA (%)	6.8	3.2	5.1	7.4
ROE (%)	10.4	5.2	8.2	11.6
ROIC (%)	12.6	4.8	8.0	11.4
부채비율 (%)	50.7	50.0	50.1	47.3
유동비율 (%)	540.9	340.2	346.2	378.6
순차입금/자기자본 (%)	9.1	7.1	7.0	-0.2
조정영업이익/금융비용 (x)	40.7	6.8	9.6	14.5

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
아이센스 (099190)				
2023.02.02	매수	39,700	-	-
2022.07.28	매수	46,000	-24.78	-14.46
2022.05.03	매수	44,000	-29.47	-16.14
2021.07.29	매수	40,500	-24.88	-10.86
2020.10.28	매수	37,000	-25.63	-9.46



* 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(◆), 주가(-), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
85.18%	8.89%	5.19%	0.74%

* 2022년 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.