

투자 의견(유지)	매수
목표주가(하향)	▼ 30,000원
현재주가(24/7/31)	18,630원
상승여력	61.0%

영업이익(24F,십억원)	11
Consensus 영업이익(24F,십억원)	11
EPS 성장률(24F,%)	232.5
MKT EPS 성장률(24F,%)	85.9
P/E(24F,x)	41.6
MKT P/E(24F,x)	10.7
KOSDAQ	803.15
시가총액(십억원)	515
발행주식수(백만주)	28
유동주식비율(%)	74.2
외국인 보유비중(%)	24.4
베타(12M) 일간수익률	1.45
52주 최저가(원)	17,620
52주 최고가(원)	38,700
(%)	1M 6M 12M
절대주가	-1.8 -23.0 -42.8
상대주가	2.8 -23.4 -33.3



[첨단의료기기/디지털헬스]

김충현, CFA
choonghyun.kim@miraeasset.com

아이센스

아쉬운 국내 파트너사 매출, 역시 답은 해외다

2Q24 Review: 매출 시장기대치 부합, 영업이익 시장기대치 하회

동사의 매출은 전년 대비 12% 증가한 699억원을 기록하며 시장기대치에 부합했다. 영업이익은 20억원으로 전년 대비 49% 감소하며 시장기대치를 하회했다.

품목별로 자가혈당측정 사업에서 미터기 매출이 15분기 내 최저 수준으로 감소하고, Agamatrix 및 Arkray 등 주요 고객사가 부진하며 전년 대비 6% 성장에 그쳤다. 연속혈당측정기 매출은 18억원을 기록했다. 현장진단 사업은 전년 대비 29% 증가한 62억원, 혈액응고 사업은 전년 대비 17% 증가한 53억원을 기록했다.

목표주가 30,000원으로 하향하나, 매수의견 유지

동사의 목표주가를 실적추정 하향을 적용하여 30,000원(기존 31,500원)으로 하향하며, 투자 의견은 상승여력이 61%인 점을 고려하여 매수의견을 유지한다.

1Q24 17억원의 CGM 매출 중 14억원을 책임지며 한껏 기대를 모았던 카카오헬스케어형 매출이 2Q24에는 2백만원에 그쳤다. 아직 카카오헬스케어의 마케팅 역량을 판단하기에는 이르다고 생각하지만, 카카오헬스케어에 대한 눈높이는 낮출 필요가 있어 보인다. 다만, 2Q24 아이센스의 자체 판매역량으로 12억원의 매출을 기록하며 카카오헬스케어의 공백을 최소화한 것은 긍정적이다.

2024년 상반기 CGM 실적은 다소 아쉬울 수 있으나, 출시 초기만큼 관대한 시선이 필요하다. 하반기는 한독약품형 매출과 유럽 매출이 본격적으로 발생하며 상반기보다 2배 이상 높은 78억원의 매출이 기대된다. 유럽은 헝가리에서 판매가 시작되었고, 3분기에는 영국, 칠레, 독일, 네덜란드로 판매지역을 확대할 것으로 보인다.

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 12% 상승한 2,963억원, 조정 EBITDA는 전년 대비 10% 상승한 325억원(조정 EBITDA 마진 11%)를 기록할 것으로 예상된다. 현 주가는 12개월 선형 P/S 기준 1.6배로 글로벌 Peer(3.7배) 및 동사의 지난 3년 평균(1.9배) 대비 저평가되고 있다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	265	265	296	341	389
영업이익 (십억원)	20	11	11	24	34
영업이익률 (%)	7.5	4.2	3.7	7.0	8.7
순이익 (십억원)	16	4	12	15	24
EPS (원)	587	135	448	551	853
ROE (%)	5.8	1.3	4.3	5.1	7.4
P/E (배)	28.0	212.1	41.6	33.8	21.8
P/B (배)	1.6	2.8	1.7	1.7	1.6
배당수익률 (%)	1.1	0.3	0.5	0.5	0.5

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

2Q24 Review: 매출액 시장기대치 부합, 영업이익의 시장기대치 하회

동사의 매출은 전년 대비 12% 증가한 699억원을 기록하며 시장기대치에 부합했다. 영업이익은 20억원으로 전년 대비 49% 감소하며 시장기대치를 하회했다.

품목별로 자가혈당측정 사업에서 스트립은 전년 대비 17% 증가한 483억원을 기록했고, 미터기가 전년 대비 22% 감소한 58억원으로 15분기만에 최저 매출을 기록했다. 연속혈당 측정기 매출은 18억원을 기록했다. 현장진단 사업은 전년 대비 29% 증가한 62억원, 혈액 응고 사업은 전년 대비 17% 증가한 53억원을 기록했다.

주요 고객사별로 Agamatrix가 전년 대비 18% 감소한 26억원, Arkray가 전년 대비 31% 감소한 96억원, 한독약품이 전년 대비 2% 증가한 33억원, Nipro가 전년 대비 50% 증가한 22억원, 카카오헬스케어가 2백만원, 한독약품(CGM)이 7억원, 기타 고객은 전년 대비 27% 증가한 396억원을 기록했다.

지역별로는 미국이 전년 대비 23% 증가한 268억원, 아시아가 전년과 유사한 126억원, 내수가 전년 대비 20% 증가한 146억원, 유럽이 전년 대비 2% 증가한 72억원, 기타 지역이 전년 대비 3% 감소한 87억원을 기록했다.

목표주가 30,000원으로 하향하나, 매수의견 유지

동사의 목표주가를 실적추정 하향을 적용하여 30,000원(기존 31,500원)으로 하향하며, 투자 의견은 상승여력이 61%인 점을 고려하여 매수의견을 유지한다.

1Q24 17억원의 CGM 매출 중 14억원을 책임지며 한껏 기대를 모았던 카카오헬스케어 매출이 2Q24에는 2백만원에 그쳤다. 4월말부터 카카오헬스케어가 팝업스토어나 카카오 그룹 시너지를 활용하는 등 마케팅을 본격적으로 시작했다는 점에서 더욱 아쉬운 대목이다. 아직 카카오헬스케어의 마케팅 역량을 판단하기에는 이르다고 생각하지만, 카카오헬스케어에 대한 눈높이는 낮출 필요가 있어 보인다.

다만, 2Q24 아이센스의 자체 판매역량으로 12억원의 매출을 기록하며 카카오헬스케어의 공백을 최소화한 것은 긍정적이다. 특히 고객관점에서 살펴보면, 카카오헬스케어의 마케팅은 당뇨환자에 집중한 타겟 마케팅이라기보다 대중 마케팅에 가까웠다. 반면 아이센스는 기존 유통망을 활용한 마케팅을 펼쳐 대부분의 신규 고객이 CGM의 주력 고객인 인슐린 집중치료 환자의 비중이 높았을 가능성이 크다. 고객 프로필이 우리가 유추한 것과 비슷하다면 이는 향후 주기적 매출(Recurring Revenue)로 이어질 가능성이 커 긍정적이다.

2024년 상반기 CGM 실적은 다소 아쉬울 수 있으나, 출시 초기만큼 관대한 시선과 격려가 필요하다. 하반기는 한독약품향 매출과 유럽 매출이 본격적으로 발생하며 상반기보다 2배 이상 높은 78억원의 매출이 기대된다. 한독은 작년 BGM 매출 140억원을 발생시킨 동사의 오랜 사업 파트너이며, 병원향 마케팅에 강점이 있다. 유럽은 이미 헝가리에서 보험 등재와 함께 판매가 시작되었다. 3분기에는 영국, 독일, 네덜란드, 칠레 등으로 판매지역을 확대할 것으로 보인다.

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 12% 상승한 2,963억원, 조정 EBITDA는 전년 대비 10% 상승한 325억원(조정 EBITDA 마진 11%)를 기록할 것으로 예상된다.

현 주가는 12개월 선행 P/S 기준 1.6배로 글로벌 Peer(3.7배) 및 동사의 지난 3년 평균 (1.9배) 대비 저평가되고 있다.

표 1. 2Q24 실적 비교표

(십억원, %, %p)

	2Q23	1Q24	2Q24P			성장률	
			잠정치	미래에셋증권	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	62.5	68.4	69.9	71.4	71.9	11.9	2.2
영업이익	3.8	0.8	2.0	2.2	2.4	-48.7	143.3
영업이익률 (%)	6.1	1.2	2.8	3.1	3.3	-3.3	1.6
순이익	2.8	-0.3	0.0	0.9	1.0	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	296.3	341.2	-5.2	-5.4	카카오헬스케어 부진 반영
영업이익	16.9	28.4	11.2	24.1	-33.8	-15.2	매출 추정 하향에 따른 고정비 부담 증가
세전이익	15.0	26.4	15.2	19.6	1.8	-25.9	프리스전바이오 매각 반영
순이익	12.2	21.6	12.4	15.2	1.0	-29.6	
EPS (원)	445	786	448	551	0.7	-29.9	

주: K-IFRS 기준

자료: 미래에셋증권 리서치센터

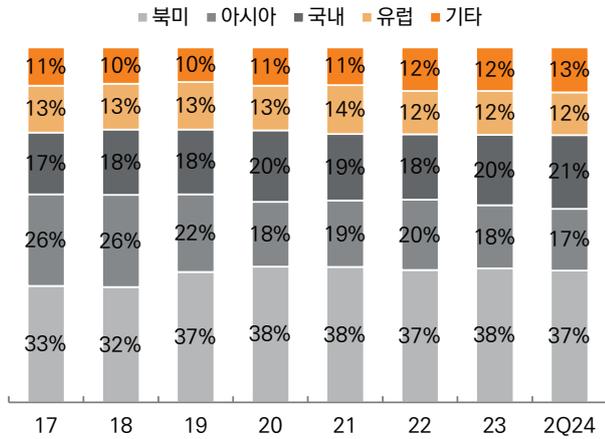
표 3. 분기별 실적 전망표

(십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출액	60.6	62.5	67.0	74.9	68.4	69.9	76.1	81.9	265.1	296.3	341.2
월당 추정치	50.8	52.8	57.5	64.5	55.7	56.2	61.7	65.7	224.7	239.2	266.8
월액 응고 추정치	5.0	4.6	4.1	5.3	4.3	5.3	4.3	5.5	18.9	19.5	21.4
연속월당 추정치	-	-	0.1	0.8	1.7	1.8	3.5	4.3	0.9	11.4	22.0
기타	4.8	5.1	5.4	4.4	6.6	6.5	6.7	6.3	20.6	26.2	31.0
영업이익	4.5	3.8	-0.4	3.0	0.8	2.0	3.3	5.1	10.9	11.2	24.1
순이익(지배)	4.2	2.8	-0.8	-2.4	-0.3	-0.0	8.9	3.7	3.7	12.4	15.2
매출 성장률 (%)	-11.9	1.2	-2.2	14.0	12.8	11.9	13.6	9.3	0.1	11.8	15.1
월당추정치	-16.9	-0.7	-3.7	21.5	13.0	9.8	13.4	8.5	-0.7	11.1	15.2
월액 응고 추정치	16.9	6.9	-10.9	6.3	-13.5	16.7	5.0	5.0	4.7	2.9	10.0
기타	43.2	18.9	29.1	-32.8	38.5	28.5	21.2	22.8	5.0	27.4	18.3
영업이익률 (%)	7.4	6.1	-0.7	4.1	1.2	2.8	4.3	6.2	4.1	3.8	7.1
순이익률 (지배,%)	6.8	4.4	-1.3	-3.5	-0.5	-0.0	12.3	4.8	1.4	4.2	4.5

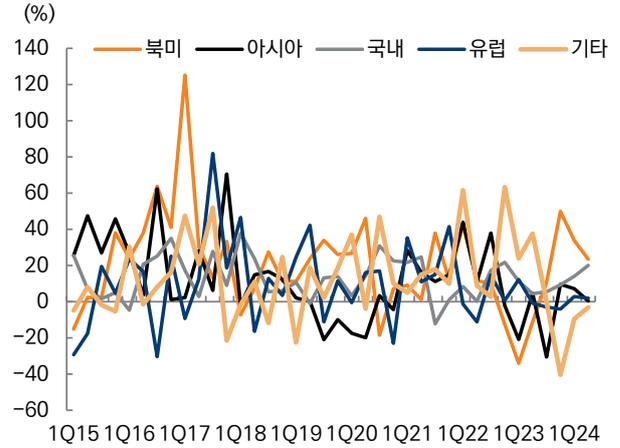
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 지역별 매출 비중



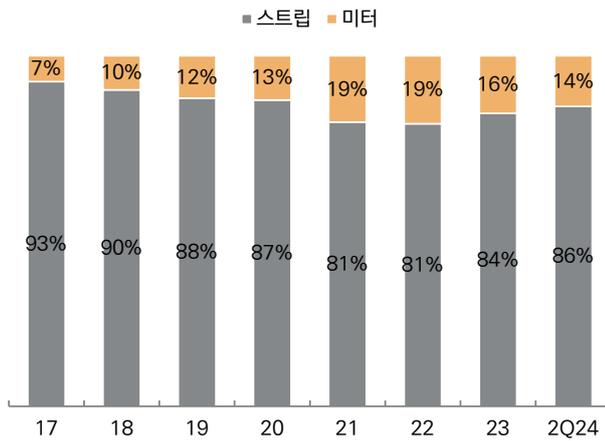
자료: 아이센스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 지역별 매출 성장률 추이



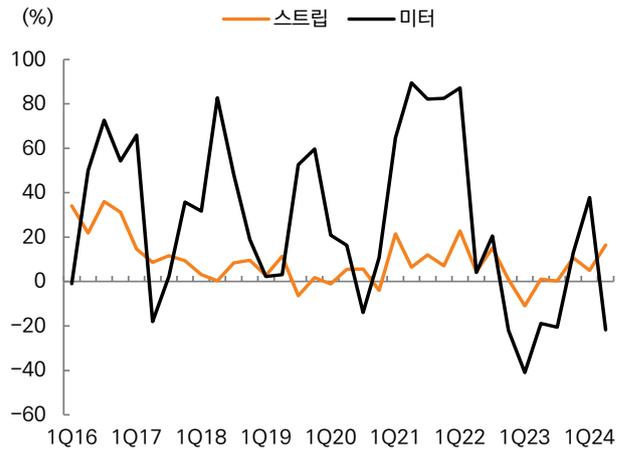
자료: 아이센스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 스트립 vs. 미터기 매출 비중



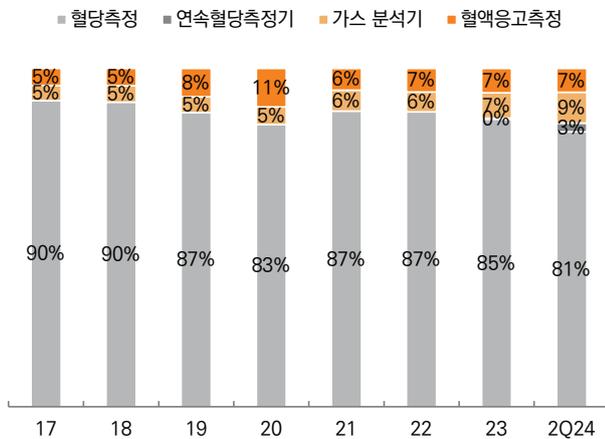
자료: 아이센스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 스트립 vs. 미터기 매출 성장률 추이



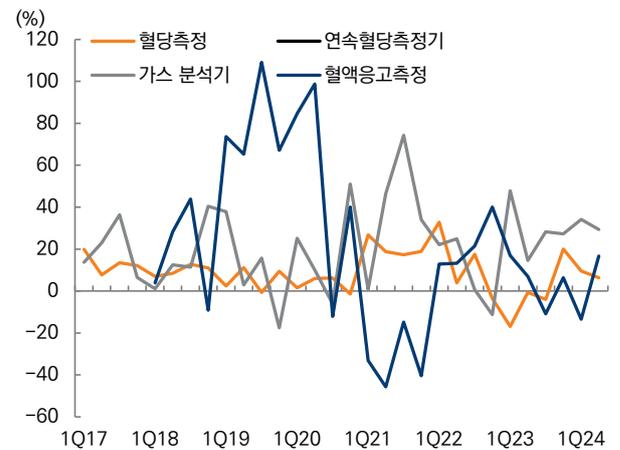
자료: 아이센스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 품목별 매출 비중



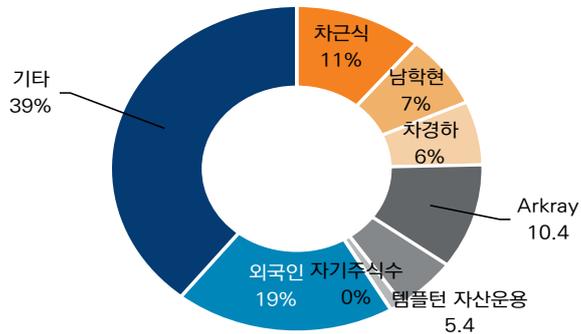
자료: 아이센스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 품목별 매출 성장률 추이



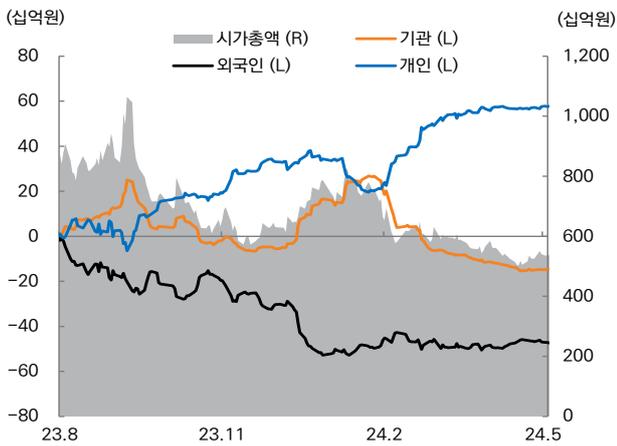
자료: 아이센스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 지분율



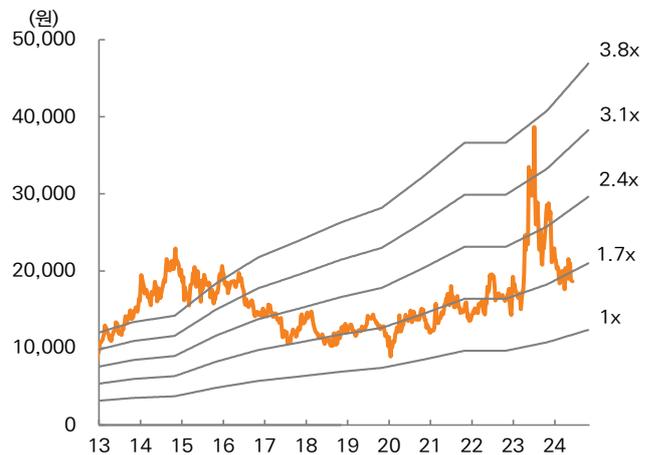
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 투자자별 순매수량 vs. 시가총액 추이



자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 12개월 선행 P/S 밴드 차트



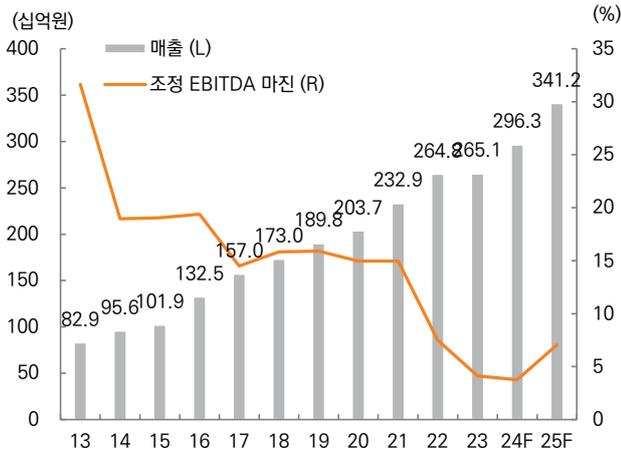
자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

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	1,045,698	18.9	34.1	38.7	77.6	58.7	41.9	20.2	17.8	14.4	84.4	49.2	35.7	44,589	59,434	73,217
노보 노디스크	810,138	44.2	44.2	46.0	-	39.4	31.4	-	14.0	11.6	33.9	-	-	44,046	58,635	70,887
로슈 홀딩	364,318	26.2	33.6	33.8	21.5	15.8	14.4	3.9	3.9	3.7	12.6	11.9	10.8	85,436	94,085	99,257
애보트 래버러토리	252,162	16.2	22.3	23.1	29.8	22.7	20.6	4.5	4.4	4.1	21.4	17.8	16.3	52,409	57,711	61,901
메드트로닉	140,896	15.9	26.1	26.4	19.5	14.8	13.8	3.3	3.1	2.9	15.8	12.4	11.5	42,843	46,112	48,301
텍스컴	37,179	16.5	19.6	21.2	40.2	40.2	33.9	6.7	6.8	5.9	50.6	23.5	19.5	4,733	5,547	6,401
인솔렛	18,622	13.0	13.6	14.7	60.1	62.8	52.1	7.6	6.9	5.8	39.1	35.4	29.7	2,218	2,742	3,245
탠덤 다이아비티즈 케어	3,268	-31.2	-13.6	-8.3	-	-	-	3.1	2.8	2.5	-	-	47.9	977	1,201	1,339
Sinocare Inc	2,438	8.0	10.0	11.1	42.9	29.6	24.0	2.9	2.7	2.4	-	17.5	15.0	749	889	1,015
타이보 과기	644	20.1	-	-	15.1	-	-	3.6	-	-	12.3	-	-	202	-	-
아이센스	515	4.1	3.6	4.2	-	124.2	99.1	1.8	1.7	1.5	31.0	24.0	18.6	265	302	350
전체 평균		13.8	19.4	21.1	38.3	45.3	36.8	5.8	6.4	5.5	33.5	24.0	22.8	25,315	32,666	36,591

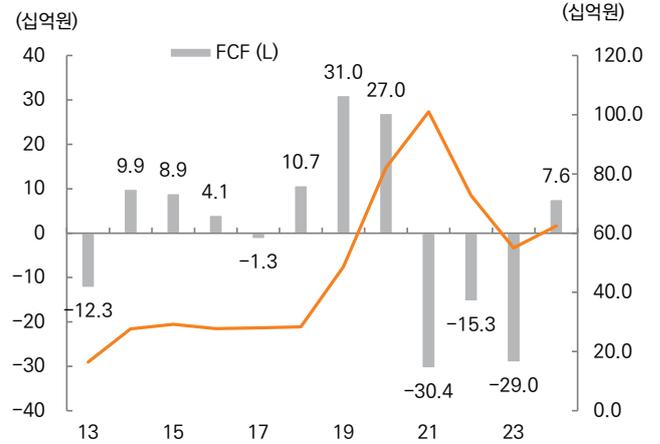
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 매출 및 조정 EBITDA 추이



자료: 아이센스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. FCF 추이



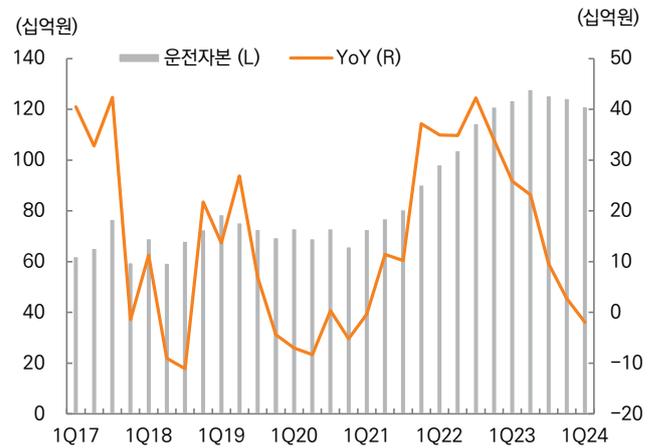
자료: 아이센스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. 부채비율 추이



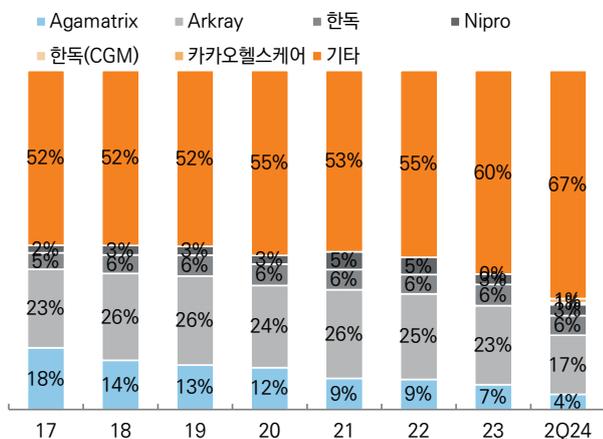
자료: 아이센스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. 운전자본 추이



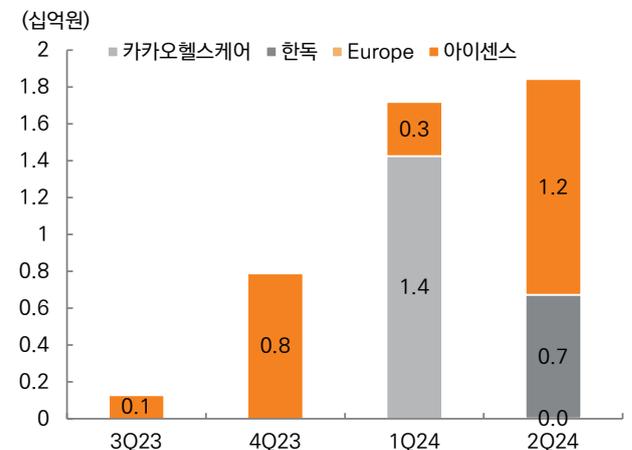
자료: 아이센스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 14. 혈당측정사업부 주요 고객사별 매출 비중



자료: 아이센스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 15. CGM 매출 추이



자료: 아이센스, 미래에셋증권 리서치센터

아이센스 (099190)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	265	296	341	389
매출원가	159	175	200	226
매출총이익	106	121	141	163
판매비와관리비	95	110	117	129
조정영업이익	11	11	24	34
영업이익	11	11	24	34
비영업손익	-5	4	-4	-4
금융손익	-1	-5	-4	-4
관계기업등 투자손익	-2	-1	0	0
세전계속사업손익	6	15	20	30
계속사업법인세비용	3	2	4	5
계속사업이익	3	13	16	25
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	3	13	16	25
지배주주	4	12	15	24
비지배주주	0	1	1	1
총포괄이익	2	16	16	25
지배주주	2	15	15	23
비지배주주	0	1	1	2
EBITDA	24	27	40	49
FCF	-29	-6	11	15
EBITDA 마진율 (%)	9.1	9.1	11.7	12.6
영업이익률 (%)	4.2	3.7	7.0	8.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	1.5	4.1	4.4	6.2

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	218	302	334	377
현금 및 현금성자산	45	102	109	119
매출채권 및 기타채권	63	65	73	84
재고자산	84	98	111	126
기타유동자산	26	37	41	48
비유동자산	281	269	258	248
관계기업투자등	11	3	4	4
유형자산	200	196	187	178
무형자산	38	38	36	34
자산총계	499	571	592	624
유동부채	139	150	157	166
매입채무 및 기타채무	33	19	21	25
단기금융부채	95	97	97	98
기타유동부채	11	34	39	43
비유동부채	56	106	107	108
장기금융부채	49	98	98	98
기타비유동부채	7	8	9	10
부채총계	195	256	264	274
지배주주지분	284	295	307	328
자본금	14	14	14	14
자본잉여금	42	42	42	42
이익잉여금	212	221	234	254
비지배주주지분	19	20	21	22
자본총계	303	315	328	350

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	13	3	15	19
당기순이익	3	13	16	25
비현금수익비용가감	26	15	23	24
유형자산감가상각비	12	14	13	13
무형자산상각비	1	2	2	2
기타	13	-1	8	9
영업활동으로인한자산및부채의변동	-10	-18	-17	-21
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-12	-5	-8	-10
재고자산 감소(증가)	6	-12	-13	-16
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-4	-2	2	3
법인세납부	-8	-2	-4	-5
투자활동으로 인한 현금흐름	-64	-9	-5	-6
유형자산처분(취득)	-42	-10	-4	-4
무형자산감소(증가)	-1	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	6	-8	-1	-2
기타투자활동	-27	9	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	35	48	-2	-2
장단기금융부채의 증가(감소)	42	51	0	0
자본의 증가(감소)	2	0	0	0
배당금의 지급	-5	0	-3	-3
기타재무활동	-4	-3	1	1
현금의 증가	-16	57	6	10
기초현금	62	45	102	109
기말현금	45	102	109	119

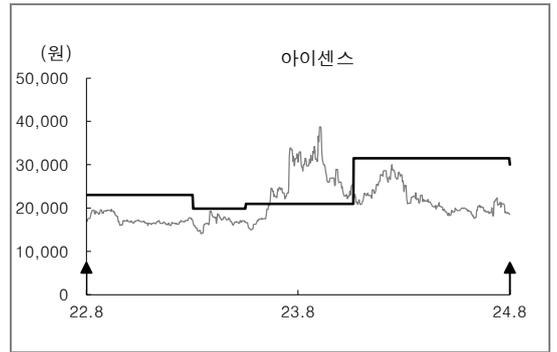
자료: 아이센스, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	212.1	41.6	33.8	21.8
P/CF (x)	27.0	18.1	13.0	10.5
P/B (x)	2.8	1.7	1.7	1.6
EV/EBITDA (x)	36.8	22.7	15.5	12.2
EPS (원)	135	448	551	853
CFPS (원)	1,061	1,029	1,430	1,780
BPS (원)	10,341	10,680	11,131	11,884
DPS (원)	100	100	100	100
배당성향 (%)	80.8	21.4	17.2	11.1
배당수익률 (%)	0.3	0.5	0.5	0.5
매출액증가율 (%)	0.1	11.8	15.1	14.1
EBITDA증가율 (%)	-23.1	11.2	45.0	24.5
조정영업이익증가율 (%)	-44.8	2.0	115.7	43.3
EPS증가율 (%)	-77.0	232.5	23.0	54.7
매출채권 회전율 (회)	4.7	4.7	5.1	5.1
재고자산 회전율 (회)	3.2	3.3	3.3	3.3
매입채무 회전율 (회)	10.3	9.6	9.9	9.8
ROA (%)	0.7	2.4	2.8	4.1
ROE (%)	1.3	4.3	5.1	7.4
ROIC (%)	1.8	2.6	5.2	7.3
부채비율 (%)	64.4	81.2	80.3	78.1
유동비율 (%)	156.3	201.5	213.2	227.4
순차입금/자기자본 (%)	31.8	26.1	22.8	18.0
조정영업이익/금융비용 (x)	3.7	1.6	3.1	4.4

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
아이센스 (099190)				
2024.08.01	매수	30,000	-	-
2023.11.06	매수	31,500	-30.76	-4.60
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



* 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 주가하락이 예상	

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

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
79.52%	12.05%	8.43%	0%

* 2024년 06월 30일 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.