

아이센스(099190)

2Q19 Preview: 중국 허가를 기다리자

실적은 시장 예상치에 부합할 전망

2분기 실적은 매출액 448억원(+10% YoY), 영업이익 67억원(+51% YoY, 영업이익률 15%)으로 컨센서스(매출액 450억원, 영업이익 66억원)에 부합할 전망이다. 모든 사업부가 고르게 성장하며, 그중 POCT 사업부 성장이 눈에 띈 전망이다. Arkray 향 수출 회복으로 혈당측정기 사업부 매출은 전년대비 7% 증가한 392억원으로 추정한다. POCT 사업부 매출은 전년대비 34% 증가한 55억원으로 예상된다. 이는 1분기 출시된 혈액응고측정기 신제품 CoagSense PT2가 외형성장을 견인하기 때문이다. 기저효과와 혈당측정기 대비 원가율이 좋은 POCT 사업부 비중이 늘어나면서 영업이익률은 4%p 개선될 전망이다.

스트립 중국 CFDA 허가와 CGM에 대한 기대감 유효

스트립 중국 CFDA 허가와 CGM 출시 기대감은 유효하다. 애당초 2분기로 예상됐던 스트립 허가는 아직 심사가 진행 중이다. 아이센스는 미터 중국 허가를 상반기에 획득했고, 한스바이오메드의 경우 6월로 예상됐던 실리콘프팅 중국 허가를 7월 3일에 획득했다. 따라서 우리는 심사기간이 길어지는 이유를 중국의 한국 기업 때리기가 아닌 CFDA 자체 이슈인 것으로 판단하며, 하반기에는 스트립 허가가 나올 것으로 기대한다. 차기성장동력인 CGM 개발의 경우 2020년 2분기 출시를 목표로 계획대로 진행되고 있다.

긍정적인 주가흐름 예상

아이센스에 대한 매수 의견과 목표주가 37,000원을 유지한다. 목표주가는 SOTP 방식으로 영업가치 4,010억원, CGM 가치 1,480억원 합산 후, 순차입금 10억원을 차감해 산출했다. 스트립 중국 허가와 CGM 출시 시점이 다가오면서 주가는 긍정적인 흐름을 기록할 전망이다. 스트립 중국 허가시 추정치 상향이 가능하며, CGM 출시가 다가오면서 기대감이 주가에 반영될 수 있기 때문이다. 글로벌 CGM 업체는 2019F EV/sales 10배에 거래되고 있다. 아이센스의 implied EV/sales는 3배, PER는 22배로 무리한 목표는 아니라고 판단된다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2017A	157	23	16	1,146	(10.5)	30	22.1	12.1	2.1	10.1	0.4
2018A	173	27	23	1,651	44.1	35	13.6	9.1	1.7	13.2	0.7
2019F	190	30	23	1,674	1.4	38	15.3	9.2	1.7	11.9	0.6
2020F	203	33	25	1,819	8.6	42	14.1	8.3	1.5	11.6	0.6
2021F	216	36	27	1,950	7.2	45	13.2	7.6	1.4	11.2	0.6

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

매수(유지)

목표주가: 37,000원(유지)

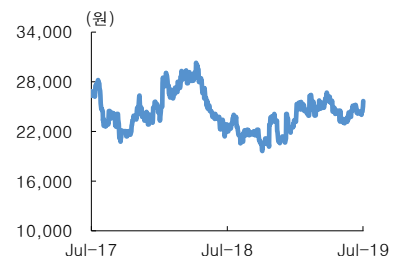
Stock Data

KOSPI(7/9)	2,052
주가(7/9)	25,650
시가총액(십억원)	352
발행주식수(백만)	14
52주 최고/최저(원)	26,700/19,650
일평균거래대금(6개월, 백만원)	1,179
유동주식비율/외국인지분율(%)	74.1/42.7
주요주주(%)	차근식 외 7 인 24.7
	아크레이 10.4

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	4.7	10.8	13.7
KOSDAQ 대비(%p)	12.9	14.0	32.4

주가추이



자료: FnGuide

정은영

eunice.jung@truefriend.com

잠재력이 큰 중국 BGM 시장

우리는 아이센스 스트립 허가에 앞서 중국 BGM 시장을 점검해보고 아이센스의 전략을 분석해 보았다.

중국 BGM 시장은 잠재력이 크다. 중국은 당뇨병 환자가 많을 뿐만 아니라 BGM 침투율이 낮고, 미진단 환자도 많기 때문이다. 전세계 당뇨 환자의 27%가 중국인이다. 그중 자신이 당뇨병 환자인지 모르는 미진단 환자는 54%를 차지한다. 또한 중국은 BGM 침투율(도시 25~30%, 농가 5~10%)이 선진국(90%) 대비 낮아 향후 침투 여력이 높다.

〈표 1〉 중국 당뇨병 환자가 전세계 당뇨병 환자의 27%

(단위: 백만명)

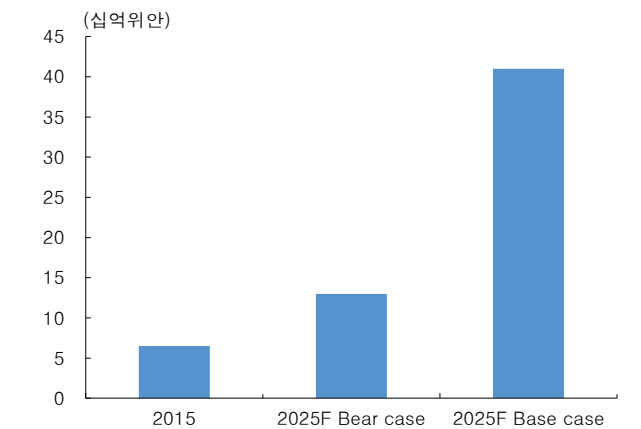
		당뇨 환자 수	미진단 환자	인구 수	당뇨 환자 수/ 인구	미진단환자 비중
	전세계	425	213	7,530	6%	50%
1	중국	114	61	1,386	8%	54%
2	인도	73	42	1,339	5%	58%
3	미국	30	12	325	9%	38%
4	브라질	13	6	209	6%	46%
5	멕시코	12	5	129	9%	38%
6	인도네시아	10	8	264	4%	74%
7	러시아	9	5	144	6%	53%
8	이집트	8	4	98	8%	54%
9	독일	8	3	83	9%	34%
10	파키스탄	8	5	197	4%	61%
	한국	3	1	51	7%	38%

주: 2017년 기준

자료: IDS, 한국투자증권

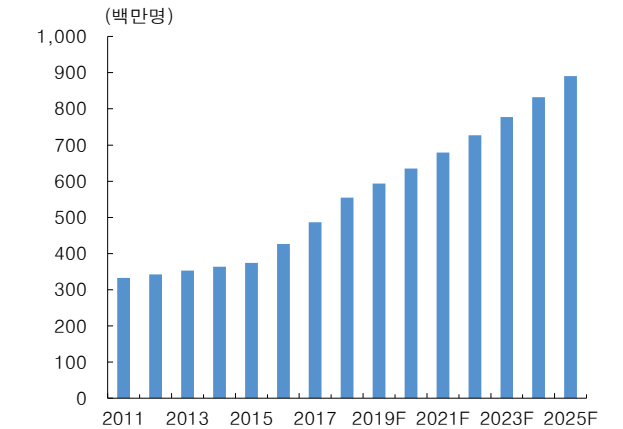
BGM 수요 증가와 더불어 중국 BGM 시장 규모는 꾸준히 증가할 전망이다. Bloomberg Intelligence 분석에 따르면 중국 BGM 시장은 2015년 65억위안(1.1조원)에서 2025년 Bear case, Base case 각각 130억위안(2.2조원), 410억위안(7조원)을 달성할 전망이다. 건강 검진자가 늘어나면서 미진단 환자 비중은 줄어들고, 당뇨병 환자의 BGM 침투율은 상승할 것이다. 이는 중국인의 평균 소득 증가가 건강과 의료에 대한 인식제고로 이어져 의료비 지출이 증가하고, 중국 정부가 만성질환 예방과 치료에 앞장서고 있기 때문이다. Bloomberg는 중국 도시근로자 소득이 2011~2017년 사이 연평균 10% 증가할때 의료 지출은 16% 늘고, 농가소득이 13% 증가할 때 의료지출은 25% 늘었다고 밝혔다. 의료 지출 증가와 더불어 중국인 건강 검진자 수도 꾸준히 증가하고 있다. 건강 검진자 수는 2011년 3.3억명에서 2018년 중국인의 40%인 5.5억명으로 증가했다. 2025년에는 중국인의 64%가 건강검진을 받을 것으로 추정되며, 장기적으로 선진국 일본과 독일 수준의 침투율인 75%, 95%까지 달성할 전망이다. 중국정부는 만성질환 예방과 치료를 위해 장기 계획(2017~2025년)을 발표했다. 이 계획의 목표는 의료비 부담 경감과 기대수명 개선이다. 중국 정부는 조기 진단을 늘리고 의료비 부담을 줄이기 위해 보험 제도를 개선시킬 것이라고 밝혔다.

[그림 1] 중국 BGM 시장은 꾸준히 성장한다



자료: WHO, Bloomberg Intelligence, 한국투자증권

[그림 2] 중국 건강검진자 또한 꾸준히 증가하는 중

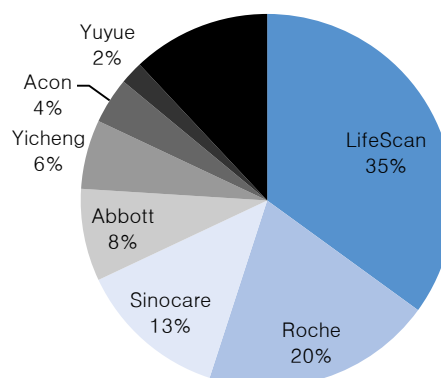


자료: The Year Book of Health in China, Bloomberg Intelligence, 한국투자증권

아이센스의 전략은?

아이센스는 중국시장에서 가성비 전략으로 시장 점유율을 확보할 전망이다. 중국 BGM 시장 점유율은 글로벌 의료기기 업체 63%, 중국 업체인 Sinocare, Yicheng, Yuyue가 각각 13%, 6%, 2% 수준이다. 글로벌 의료기기 업체와 중국 업체간 가격 차이는 상당했다. 중국 JD.com에 게시된 평균 가격 기준으로 LifeScan 700위안, Roche와 Abbott 300위안, Sinocare와 Yueyue 120위안 수준이다. 글로벌 업체는 자체 생산 시설이 중국에 없기 때문에 가격경쟁력 확보가 어렵다. 반면 중국 업체는 자체 생산 시설은 있지만 정확도가 글로벌 업체 대비 낮다. 중국 공장을 보유하고 있는 아이센스는 글로벌 업체 수준의 정확도와 중국 업체보다 비싸지만 글로벌 업체대비 저렴한 가격으로 시장을 공략할 전망이다.

[그림 3] 전체 시장의 63%가 글로벌 의료기기 업체



주: 2017년 기준

자료: China Industry and Development Research, Bloomberg, 한국투자증권

〈표 2〉 SOTP valuation

(단위: 십억원, 배, 천주)

영업가치	401	
NOPLAT	24	
Target multiple	17	글로벌 BGM 업체 2019F 평균 PER 적용
CGM 가치	148	DCF로 산출
순차입금	1	
주주가치	548	
주식수	13,595	
목표주가(원)	40,340	

자료: 한국투자증권

〈표 3〉 아이센스 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F	2020F
매출액	38	41	46	48	41	45	50	54	157	173	190	203
YoY	6.6	9.3	13.8	10.7	6.9	9.6	9.5	12.9	18.5	10.2	9.9	7.0
혈당측정기	34.9	36.6	41.1	44.7	35.7	39.2	44.2	48.1	141.5	157.3	167.3	177.4
스트립	30.6	31.5	35.8	39.5	31.3	33.3	38.2	42.2	128.9	137.3	145.0	152.1
미터	3.1	3.9	3.9	3.8	3.2	4.5	4.4	4.4	10.3	14.7	16.5	19.0
기타	1.2	1.3	1.4	1.4	1.3	1.4	1.5	1.6	2.3	5.3	5.8	6.3
POCT	3.5	4.1	4.6	5.2	5.2	5.5	5.7	6.2	14.9	17.3	22.6	25.8
전해질/가스 측정기	1.5	1.8	1.9	2.4	1.8	2.0	2.1	2.5	6.4	7.5	8.3	9.2
혈액응고 측정기	1.8	2.1	2.4	2.5	3.1	3.3	3.4	3.4	7.8	8.8	13.1	15.3
기타	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.7	1.0	1.1	1.3
매출원가+판매비	32.6	36.4	38.3	38.3	34.3	38.0	42.5	45.0	134.2	145.6	159.8	170.1
매출액 대비	85.1	89.1	83.8	79.5	83.7	84.9	85.1	82.7	85.5	84.2	84.1	83.6
영업이익	6	4	7	10	7	7	7	9	23	27	30	33
YoY	7.0	(23.6)	43.2	53.2	17.0	51.0	1.1	(4.6)	(11.4)	20.4	10.5	9.9
영업이익률	14.9	10.9	16.2	20.5	16.3	15.1	14.9	17.3	14.5	15.8	15.9	16.4
당기순이익	3	4	7	8	5	5	6	7	16	23	23	25
YoY	35.5	(18.6)	71.8	101.6	62.8	15.2	(17.3)	(16.7)	(10.4)	43.8	0.6	8.6
순이익률	8.3	10.6	14.7	17.5	12.7	11.1	11.1	12.9	10.0	13.1	12.0	12.2

자료: 한국투자증권

〈표 4〉 주요 모멘텀 타임라인

	2019F				2020F			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
혈액응고측정기 FDA 허가								
중국 혈당측정기 판매 허가								
CGM 출시								

자료: 한국투자증권

기업개요

아이센스는 혈당 측정기와 POCT 기기를 생산 및 판매하는 체외진단 업체임. 2000년 5월 설립되어, 2013년 1월 코스닥에 상장함. 최대주주는 지분 25%를 보유한 차근식 대표이사이며, 자회사로는 i-Sens USA, i-Sens Hong Kong, CoagueSense 등이 있음. 주요 사업부문은 혈당측정기 및 POCT 제품으로, 2018년 기준 매출 비중은 혈당측정기 90%, POCT 10%임.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	96	111	124	134	142
현금성자산	27	27	34	37	39
매출채권및기타채권	38	49	54	58	62
재고자산	29	31	34	38	40
비유동자산	138	141	155	168	176
투자자산	7	8	8	9	9
유형자산	99	102	112	122	127
무형자산	19	20	22	24	25
자산총계	234	252	279	302	318
유동부채	26	28	38	39	33
매입채무및기타채무	17	19	21	22	24
단기차입금및단기사채	0	0	0	0	0
유동성장기부채	4	4	4	4	4
비유동부채	43	41	37	35	33
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	38	34	32	30	28
부채총계	69	69	75	74	66
지배주주지분	163	181	202	224	249
자본금	7	7	7	7	7
자본잉여금	46	46	46	46	46
기타자본	1	(2)	(2)	(2)	(2)
이익잉여금	112	133	154	176	201
비지배주주지분	2	2	3	3	4
자본총계	165	183	204	228	252

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	22	20	34	30	25
당기순이익	15	22	23	25	27
유형자산감가상각비	6	6	7	7	8
무형자산상각비	1	1	1	1	2
자산부채변동	(3)	(18)	3	(6)	(13)
기타	3	9	0	3	1
투자활동현금흐름	(28)	(13)	(23)	(23)	(18)
유형자산투자	(24)	(9)	(17)	(17)	(13)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(0)	(1)	(2)	(2)	(2)
무형자산순증	(1)	(2)	(3)	(3)	(3)
기타	(3)	(1)	(1)	(1)	0
재무활동현금흐름	8	(8)	(4)	(4)	(5)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	9	(4)	(2)	(2)	(2)
배당금지급	(1)	(1)	(2)	(2)	(2)
기타	0	(3)	0	0	(1)
기타현금흐름	(1)	1	0	0	0
현금의증가	2	(0)	7	2	2

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

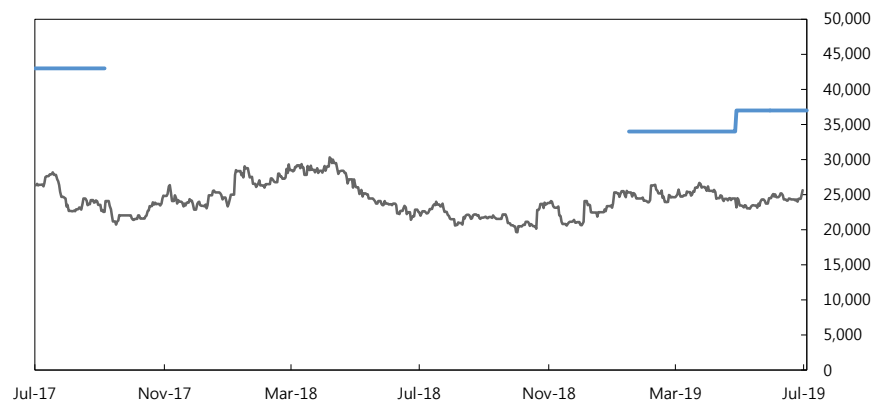
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	157	173	190	203	216
매출원가	88	95	101	107	114
매출총이익	69	78	89	96	103
판매관리비	46	50	59	63	67
영업이익	23	27	30	33	36
금융수익	2	2	1	1	1
이자수익	0	0	0	0	0
금융비용	2	3	2	2	2
이자비용	1	1	1	1	1
기타영업외손익	(0)	2	1	1	1
관계기업관련손익	(2)	(2)	(1)	(1)	(1)
세전계속사업이익	19	26	29	32	35
법인세비용	4	4	6	7	8
연결당기순이익	15	22	23	25	27
지배주주지분순이익	16	23	23	25	27
기타포괄이익	(2)	(0)	0	0	0
총포괄이익	13	22	23	25	27
지배주주지분포괄이익	14	22	23	25	27
EBITDA	30	35	38	42	45

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	1,146	1,651	1,674	1,819	1,950
BPS	11,856	13,389	14,898	16,549	18,331
DPS	100	150	150	150	150
성장성(% , YoY)					
매출증가율	18.5	10.2	9.9	7.0	6.4
영업이익증가율	(11.4)	20.4	10.5	9.9	7.0
순이익증가율	(10.4)	43.8	0.6	8.6	7.2
EPS증가율	(10.5)	44.1	1.4	8.6	7.2
EBITDA증가율	(4.8)	16.5	9.9	9.6	7.2
수익성(%)					
영업이익률	14.5	15.8	15.9	16.4	16.5
순이익률	10.0	13.1	12.0	12.2	12.3
EBITDA Margin	19.1	20.2	20.2	20.7	20.9
ROA	6.7	9.2	8.7	8.7	8.7
ROE	10.1	13.2	11.9	11.6	11.2
배당수익률	0.4	0.7	0.6	0.6	0.6
배당성향	8.7	9.0	9.0	8.2	7.7
안정성					
순차입금(십억원)	15	10	1	(3)	(8)
차입금/자본총계비율(%)	25.9	21.1	18.0	15.3	13.0
Valuation(X)					
PER	22.1	13.6	15.3	14.1	13.2
PBR	2.1	1.7	1.7	1.5	1.4
EV/EBITDA	12.1	9.1	9.2	8.3	7.6

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
아이센스 (099190)	2017.01.10	매수	43,000원	-35.4	-27.0
	2017.09.15	NR	-	-	-
	2018.09.15	1년경과	-	-	-
	2019.01.25	매수	34,000원	-26.2	-21.5
	2019.05.07	매수	37,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2019년 7월 10일 현재 아이센스 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2019. 6. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
82.5%	17.5%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.