

아이센스(099190)

고마운 환율

환율 효과와 자회사 영업이익 개선으로 컨센서스 26% 상회
하반기에도 환율 효과는 이어질 전망. 스트립 중국 허가도 기대됨
밸류에이션 부담 없음. 목표주가 37,000원 유지

Facts : 환율 효과와 자회사 영업이익 개선으로 컨센서스 상회

2분기 매출액은 463억원(+13% YoY)으로 컨센서스(451억원)에 부합했으며, 영업이익은 87억원(+94% YoY, 영업이익률 19%)으로 컨센서스(69억원)를 26% 상회했다. 영업이익이 컨센서스를 상회한 이유는 환율 효과(전체 매출에서 달러 비중 35%)와 자회사 CoaguSense · 중국 법인의 영업이익 증가에 기인한다. 사업부문별 매출액은 당뇨사업부 407억원(+11% YoY), POCT 사업부 56억원(+35% YoY)이다.

Pros & cons : 하반기 환율 효과와 스트립 중국 허가 기대

하반기에는 환율 효과가 지속되고 중국 스트립 허가가 기대된다. 2분기 평균 환율은 1,166원으로 전년대비 8% 상승했다. 3분기 예상 환율은 1,178원으로 전년대비 5%, 4분기 예상 환율은 1,160원으로 전년대비 3% 상승할 전망이다. 환율 효과를 반영해 우리는 2019년 영업이익 추정치를 6% 상향했다. 2분기로 예상됐던 스트립 중국 허가는 하반기에는 나올 것으로 기대된다. 아이센스는 미터 중국 허가를 상반기에 획득했고, 한스바이오메드의 경우 6월로 예상됐던 실리프팅 중국 허가를 7월 3일에 획득했다. 따라서 우리는 심사기간이 길어지는 이유를 중국의 한국 기업 매리기가 아닌 CFDA 자체 이슈인 것으로 판단한다.

Action : 단기적으로도 좋고, 장기적으로도 좋다

아이센스에 대한 매수 의견과 목표주가 37,000원을 유지한다. 목표주가는 SOTP 방식으로 영업가치 4,020억원, CGM 가치 1,480억원 합산 후, 순차입금 10억원을 차감해 산출했다. 안정적인 실적, 환율 효과, 스트립 중국 허가 예상으로 주가는 긍정적인 흐름을 이어나갈 전망이다. 밸류에이션의 경우 부담이 없다. 현재 주가는 2019F PER 13배에 거래되고 있는데, 이는 BGM 업체 평균 16배에 못미친다. 장기적으로 CGM 출시가 다가오면서 기대감이 주가에 반영될 수 있다는 점도 긍정적이다. 현재 글로벌 CGM 업체는 2019F EV/sales 8배에 거래되고 있다. 아이센스의 implied EV/sales는 1.7배, PER는 20배로 무리한 목표는 아니다.

하 회 부 합 상 회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

매수(유지)

목표주가: 37,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(8/6)	1,918
주가(8/6)	24,450
시가총액(십억원)	336
발행주식수(백만)	14
52주 최고/최저(원)	26,700/19,650
일평균거래대금(6개월, 백만원)	1,103
유동주식비율/외국인지분율(%)	74.1/42.5
주요주주(%)	차근식 외 7 인 24.7
아크레이	10.4

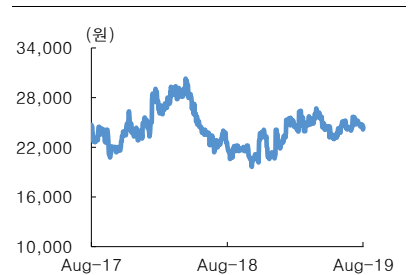
Valuation 지표

	2018A	2019F	2020F
PER(x)	13.6	12.8	12.9
PBR(x)	1.7	1.6	1.5
ROE(%)	13.2	13.4	11.9
DY(%)	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA(x)	9.1	8.3	7.7
EPS(원)	1,651	1,906	1,890
BPS(원)	13,389	15,127	16,849

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	0.2	0.0	10.4
KOSDAQ 대비(%)	20.8	23.1	39.8

주가추이



자료: FnGuide

정은영

eunice.jung@truefriend.com

〈표 1〉 2분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	40.8	45.7	48.2	40.9	46.3	13.1	13.4	45.1
영업이익	4.5	7.4	9.9	6.7	8.7	30.1	94.2	6.9
영업이익률(%)	11.0	16.2	20.5	16.4	18.7			15.3
세전이익	4.3	8.4	9.4	6.3	9.6	51.2	124.9	6.5
순이익	4.3	6.7	8.4	5.2	8.0	54.5	85.9	5.2

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 실적 추정치 변경

(단위: 십억원, %)

	기존전망		수정전망		차이	
	2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F
매출액	190.1	203.4	192.0	205.7	1.9	2.3
영업이익	30.3	33.3	32.2	34.2	2.0	1.0
영업이익률	15.9	16.4	16.8	16.6		
순이익	22.7	24.7	25.0	25.7	2.3	1.0

자료: 한국투자증권

〈표 3〉 SOTP valuation

(단위: 십억원, 배, 천주)

영업가치	402	
NOPLAT	25	
Target multiple	16	글로벌 BGM 업체 2019F 평균 PER 적용
CGM 가치	148	DCF로 산출
순차입금	1	
주주가치	549	
주식수	13,595	
목표주가(원)	40,408	

자료: 한국투자증권

〈표 4〉 아이센스 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F	2020F
매출액	38	41	46	48	41	46	50	55	157	173	192	206
YoY	6.6	9.3	13.8	10.7	6.9	13.4	9.9	13.3	18.5	10.2	11.0	7.1
월당측정기	35	37	41	45	35.7	40.7	44.2	48.1	141.5	157.3	168.7	178.8
스트립	31	32	36	39	31.3	35.0	38.2	42.2	128.9	137.3	146.7	153.8
미터	3	4	4	4	3.2	4.0	4.2	4.2	10.3	14.7	15.6	18.0
기타	1	1	1	1	1.3	1.7	1.7	1.7	2.3	5.3	6.4	7.0
POCT	3	4	5	5	5.2	5.6	6.0	6.5	14.9	17.3	23.1	26.7
전해질/가스 측정기	2	2	2	2	1.8	1.9	2.1	2.5	6.4	7.5	8.2	9.0
혈액응고 측정기	2	2	2	3	3.1	3.5	3.6	3.7	7.8	8.8	13.8	16.4
기타	0	0	0	0	0.3	0.2	0.3	0.3	0.7	1.0	1.1	1.3
매출원가+판관비	33	36	38	38	34.3	37.6	42.5	45.4	134.2	145.6	159.8	171.5
매출액 대비	85.1	89.1	83.8	79.5	83.7	81.3	84.6	83.2	85.5	84.2	83.2	83.4
영업이익	6	4	7	10	7	9	8	9	23	27	32	34
YoY	7.0	(23.6)	43.2	53.2	17.0	94.2	4.6	(6.8)	(11.4)	20.4	17.7	6.2
영업이익률	14.9	10.9	16.2	20.5	16.3	18.7	15.4	16.8	14.5	15.8	16.8	16.6
당기순이익	3	4	7	8	5	8	6	7	16	23	25	26
YoY	35.5	(18.6)	71.8	101.6	62.8	85.9	(13.6)	(18.0)	(10.4)	43.8	14.5	(0.8)
순이익률	8.3	10.6	14.7	17.5	12.7	17.3	11.5	12.6	10.0	13.1	13.5	12.5

자료: 한국투자증권

〈표 5〉 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	126	138	150
현금성자산	27	27	35	37	39
매출채권및기타채권	38	49	55	60	63
재고자산	29	31	35	38	43
비유동자산	138	141	151	159	170
투자자산	7	8	8	9	11
유형자산	99	102	107	112	116
무형자산	19	20	22	24	25
자산총계	234	252	276	297	320
유동부채	26	28	32	29	26
매입채무및기타채무	17	19	21	22	24
단기차입금및단기사채	0	0	0	0	0
유동성장기부채	4	4	4	4	4
비유동부채	43	41	37	37	37
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	38	34	32	31	31
부채총계	69	69	69	65	63
지배주주지분	163	181	205	228	254
자본금	7	7	7	7	7
자본잉여금	46	46	46	46	46
기타자본	1	(2)	(2)	(2)	(2)
이익잉여금	112	133	157	181	206
비지배주주지분	2	2	3	3	3
자본총계	165	183	207	231	257

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	22	20	29	25	27
당기순이익	15	22	26	26	28
유형자산감가상각비	6	6	7	7	8
무형자산상각비	1	1	1	1	2
자산부채변동	(3)	(18)	(4)	(12)	(12)
기타	3	9	(1)	3	1
투자활동현금흐름	(28)	(13)	(17)	(19)	(22)
유형자산투자	(24)	(9)	(12)	(12)	(12)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(0)	(1)	(1)	(2)	(3)
무형자산순증	(1)	(2)	(4)	(3)	(3)
기타	(3)	(1)	0	(2)	(4)
재무활동현금흐름	8	(8)	(4)	(3)	(2)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	9	(4)	(2)	(1)	0
배당금지급	(1)	(1)	(2)	(2)	(2)
기타	0	(3)	0	0	0
기타현금흐름	(1)	1	0	0	0
현금의증가	2	(0)	8	2	2

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

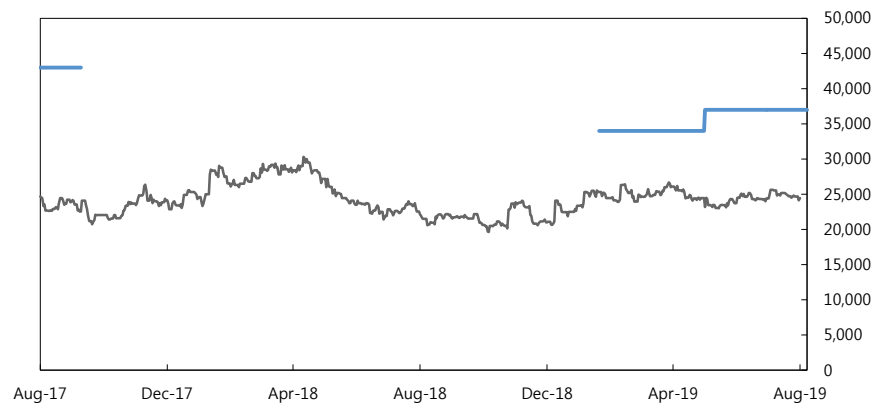
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	157	173	192	206	219
매출원가	88	95	102	109	116
매출총이익	69	78	90	96	103
판매관리비	46	50	58	62	66
영업이익	23	27	32	34	37
금융수익	2	2	1	1	1
이자수익	0	0	0	0	0
금융비용	2	3	2	2	2
이자비용	1	1	1	1	1
기타영업외손익	(0)	2	1	1	1
관계기업관련손익	(2)	(2)	(0)	(1)	(1)
세전계속사업이익	19	26	32	33	36
법인세비용	4	4	6	7	8
연결당기순이익	15	22	26	26	28
지배주주지분순이익	16	23	26	26	28
기타포괄이익	(2)	(0)	0	0	0
총포괄이익	13	22	26	26	28
지배주주지분포괄이익	14	22	26	26	28
EBITDA	30	35	40	43	46

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	1,146	1,651	1,906	1,890	2,024
BPS	11,856	13,389	15,127	16,849	18,704
DPS	100	150	150	150	150
성장성(% , YoY)					
매출증가율	18.5	10.2	11.0	7.1	6.4
영업이익증가율	(11.4)	20.4	17.7	6.2	6.9
순이익증가율	(10.4)	43.8	14.5	(0.8)	7.1
EPS증가율	(10.5)	44.1	15.4	(0.8)	7.1
EBITDA증가율	(4.8)	16.5	15.6	6.7	7.0
수익성(%)					
영업이익률	14.5	15.8	16.8	16.6	16.7
순이익률	10.0	13.1	13.5	12.5	12.6
EBITDA Margin	19.1	20.2	21.0	20.9	21.1
ROA	6.7	9.2	9.9	9.0	9.0
ROE	10.1	13.2	13.4	11.9	11.4
배당수익률	0.4	0.7	0.6	0.6	0.6
배당성향	8.7	9.0	7.9	7.9	7.4
안정성					
순차입금(십억원)	15	10	1	(4)	(8)
차입금/자본총계비율(%)	25.9	21.1	17.7	15.5	13.9
Valuation(X)					
PER	22.1	13.6	12.8	12.9	12.1
PBR	2.1	1.7	1.6	1.5	1.3
EV/EBITDA	12.1	9.1	8.3	7.7	7.1

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

•

■ 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.