



한국IR협회

기업리서치센터
Stock Research Center

KOSDAQ
건강관리장비와서비스

기업분석 2022.03.18

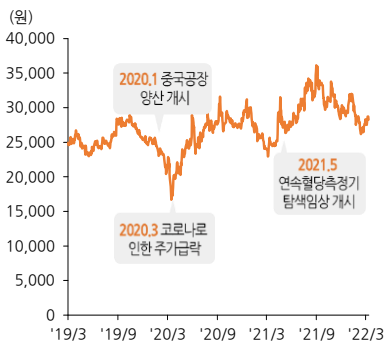
아이센스 (099190)

진행되는 투자와 연속혈당측정 시장 진입 기대

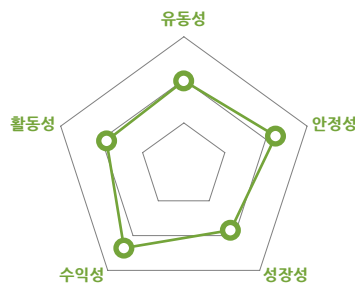
체크 포인트

- 아이센스는 혈당측정기기와 현장진단기기(POCT: Point-of-Care Testing)를 개발, 제조하는 체외진단 전문 기업
- 아이센스의 투자포인트는 1) 연속혈당측정기 시장 진입 기대와 2) 꾸준히 진행되는 사업 다각화 노력, 동사의 올해 연속혈당측정기 본임상을 완료하고 내년부터 본격적으로 생산, 판매하는 것이 목표, 2021년과 2022년 Capex 투자로 영업레버리지 확대
- 현재 아이센스의 22년 예상 PER과 PSR은 각각 14.8배, 1.5배, 2019년 이후 밸류에이션 추이와 비교 시 매력적인 수준은 아님, 2019년부터 현재(3/15)까지 동사의 PER 평균치는 14.7배, 다만, 연속혈당측정기 출시가 성공적으로 이뤄질 경우, 동사 주가는 Re-rating 가능할 전망
- 아이센스의 리스크 요인은 1) 지분 희석 증권 발행 가능 규모 확대와 2) 경영권 방어 노력(황금낙산 규정 신설)에 따른 기업가치 훼손 우려

주가 및 주요 이벤트

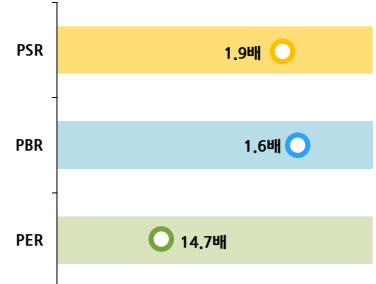


재무 지표



주: 2020년 기준, Fnguide WCS 분류 상 건강관리산업 내 등급화

밸류에이션 지표



주: PSR, PBR은 2020년 기준, PBR은 2021년 3Q 기준 Trailing, Fnguide WCS 분류 상 건강관리산업 내 순위 비교, 우측으로 갈수록 저평가

투자포인트는 1) 연속혈당측정기 시장 진입과 2) 사업 다각화

아이센스는 혈당측정기와 현장진단기기(POCT: Point-of-Care Testing)를 개발, 제조하는 체외진단 전문 기업. 2021년 매출 기준으로 혈당측정기와 현장진단기기가 각각 83%, 17% 비중. 아이센스의 투자포인트는 1) 연속혈당측정기 시장 진입 기대와 2) 꾸준히 진행되는 사업 다각화 노력. 2026년까지 연속혈당측정기 시장은 연평균 27% 성장 예상되며, 현재 과점 시장. 동사의 목표는 올해 본임상을 완료하고 내년부터 본격적으로 생산, 판매하는 것. 아이센스는 사업 다각화를 위해 현장진단기기 (POCT: Point-of-Care Testing) 사업부분도 영위. 2021년과 2022년 Capex 투자로 영업레버리지 확대

현재 PER은 2019년 이후 평균과 비교 시 비슷한 수준

현재 아이센스의 22년 예상 PER과 PSR은 각각 14.8배, 1.5배. 최근 3년간 밸류에이션 추이와 비교 시 매력적인 수준은 아님. 2019년부터 현재(3/15)까지 동사의 PER 평균치는 14.7배. 다만, 연속혈당측정기 출시가 성공적으로 이뤄질 경우, 동사 주가는 Re-rating 가능할 전망

리스크 요인은 지분희석증권 발행 가능 규모 확대와 황금낙하산 규정

아이센스의 리스크 요인은 1) 지분 희석 증권 발행 가능 규모 확대와 2) 경영권 방어 노력에 따른 기업가치 훼손 우려. 올해 주총 안건으로 전환사채와 신주인수권부사채의 발행 한도 증액과 황금낙하산 규정 신설하는 안이 포함됨

Forecast earnings & Valuation

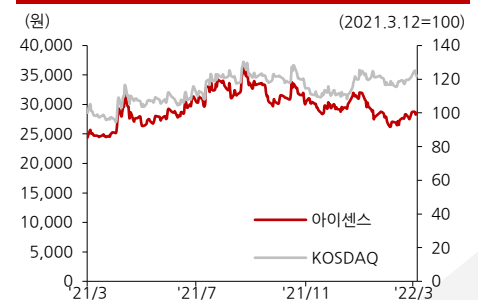
	2018	2019	2020	2021F	2022F
매출액(억원)	1,730	1,898	2,037	2,329	2,594
YoY(%)	10.2	9.7	7.3	14.3	11.4
영업이익(억원)	274	302	305	348	319
OP 마진(%)	15.8	15.9	15.0	14.9	12.3
지배주주순이익(억원)	226	234	268	250	262
EPS(원)	1,647	1,463	1,489	2,150	1,925
YoY(%)	43.7	3.6	14.6	-7.0	5.0
PER(배)	13.7	17.6	20.1	14.1	14.8
PSR(배)	1.8	1.9	2.0	1.8	1.5
EV/EBIDA(배)	9.2	8.5	9.3	9.0	8.6
PBR(배)	1.7	1.8	1.9	1.7	1.5
ROE(%)	13.2	12.3	12.8	10.9	10.4
배당수익률(%)	0.7	0.8	0.8	1.0	1.2

자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

Company Data

현재주가 (3/16)	28,550원
52주 최고가	36,100원
52주 최저가	24,450원
KOSDAQ (3/16)	891.80p
자본금	69억원
시가총액	3,922억원
액면가	500원
발행주식수	14백만주
일평균 거래량 (60일)	6만주
일평균 거래액 (60일)	17억원
외국인지분율	39.87%
주요주주	차근식 외 7인 24.80%
	아크레이 10.44%

Price & Relative Performance



Stock Data

주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	5.9	-14.3	14.0
상대주가	4.3	-0.1	20.2

▶ 참고 1) 표지 재무지표에서 안정성 지표는 '이자보상배율', 성장성 지표는 '매출액 증가율', 수익성 지표는 '영업이익률', 활동성 지표는 '순운전자본회전율', 유동성 지표는 '유동비율임'.

2) 표지 밸류에이션 지표 차트는 해당 산업군내 동사의 상대적 밸류에이션 수준을 표시. 우측으로 갈수록 밸류에이션 매력도 높음.



기업 개요

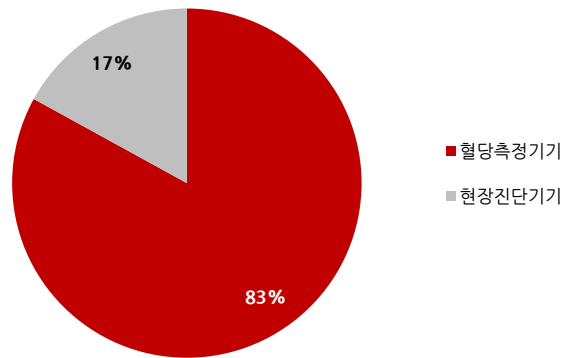
아이센스는 혈당측정기기와
현장진단기기 개발, 제조 기업

1) 연혁

아이센스는 혈당측정기기와 현장진단기기(POCT: Point-of-Care Testing)를 개발, 제조하는 체외진단 전문 기업이다. 2021년 매출 기준으로 혈당측정기기와 현장진단기기가 각각 83%, 17% 비중을 차지하고 있다. 동사의 혈당측정기기는 자가혈당측정기기(BGM: Blood Glucose Monitoring)이다. 현재 동사는 연속혈당측정기기(CGM: Continuous Glucose Monitoring)를 2023년에 상업화한다는 목표 하에 임상 진행 중이다.

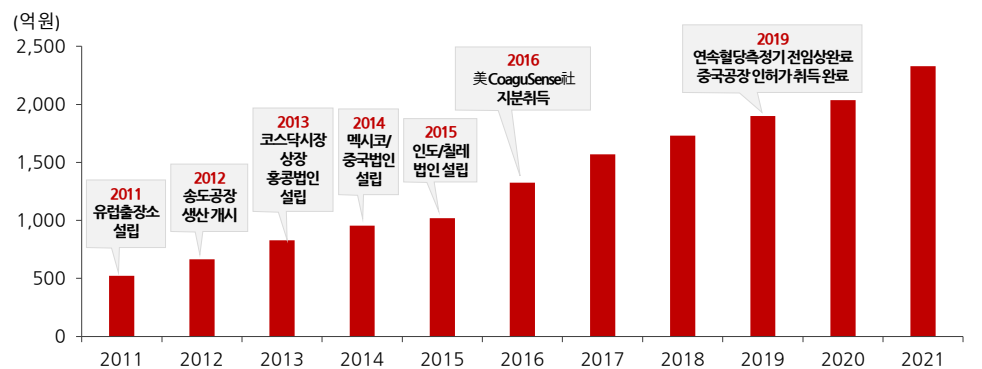
아이센스는 2000년 5월에 설립되었으며, 2003년 혈당측정 스트립 개발을 완료하고 자가혈당측정기 “CareSens”를 국내 출시했다. 현재 동사의 공장은 3곳에 있다. 동사는 2007년 6월에 원주공장, 2012년 3월에는 송도공장을 준공했다. 그리고 2019년에는 중국에 공장 인허가를 취득 완료했고 2020년부터 상업용 가동을 하기 시작했다. 아이센스는 2010년 미국 지사 설립을 시작으로 수출을 위해 해외에도 판매 법인을 설립했다. 동사는 2013년 1월 코스닥 시장에 상장했다.

아이센스의 매출 구성



주: 2021년 기준, 자료: 아이센스, 한국IR협의회 기업리서치센터

아이센스 매출액 추이와 주요 연혁



자료: 아이센스, 한국IR협의회 기업리서치센터

최대주주와
특수관계자 지분율은
24.7%

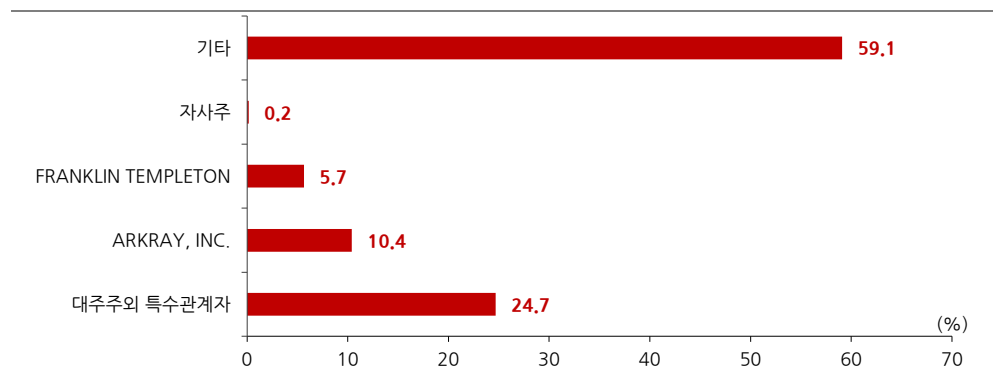
2) 주주와 자회사 현황

아이센스의 CEO인 차근식은 지분율 15.8%로 동사의 최대주주이다. 공동 CEO인 남학현과 차근식의 친척이 각각 지분율 7.2%, 1.65%를 보유 중이다. 2세인 차경화와 차운하는 최근 매수로 지분율을 소폭 확대했다. 대주주 입장에선 경영권 방어가 취약한 지분구조이다. 아이센스의 주요 고객인 ARKRAY사가 동사의 지분 10.4%를 보유하고 있다. 올해 초 직원 상여 지급을 위해 자사주를 처분해, 남아있는 자사주는 22,203주(지분율 0.16%)에 불과하다.

현재 아이센스는 종속회사로 미국, 멕시코, 인도, 칠레, 말레이시아와 독일에 판매법인을 두고 있다. 또한 가격 경쟁이 심한 중국에는 현지 생산으로 가성비를 높이기 위해 제조 및 판매법인을 두고 있다. 동사는 2016년 미국 혈액응고 진단 전문 회사인 CoaguSense사의 지분 62%를 인수했으며 현재 71% 지분을 보유 중이다. 인수 초 적자였던 CoaguSense사는 2020년에 8억원 순이익을 기록했다.

관계회사로는 현장진단기기를 제조하는 업체인 프리시전바이오가 있다. 아이센스는 프리시전바이오 지분율 29.1% 보유한 최대주주로, 아이센스의 차근식회장과 남학현대표가 프리시전바이오의 등기임원을 맡고 있다. 아이센스는 프리시전바이오 지분을 지분법으로 인식하고 있으며, 이 지분은 2020년 상장 후, 올해 12월 22일까지 2년간 매각이 제한되어 있다.

아이센스 지분구조



주: 2021년 3분기 기준, 자사주는 1월 자사주 처분 반영, 자료: 아이센스, 한국IR협회의 기업리서치센터

아이센스 종속회사와 관계회사 현황



주: 2021년 3분기 기준, 자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

산업 현황

**글로벌 혈당기기 시장은
2026년까지
연평균 9.6% 성장 전망**

아이센스는 당뇨병 환자와 정상인들이 혈당수치를 자신이 직접 측정할 수 있게 해주는 혈당측정기와 병원용 장비인 현장진단기기를 개발, 제조 및 판매한다.

혈당측정기 주요 이용자는 당뇨병 환자이다. 국제당뇨병연맹(International Diabetes Federation)은 2021년 전 세계 5.4억명의 성인당뇨병 환자(20~79세)가 2030년 6.4억명, 2045년에 7.8억명까지 증가할 것으로 전망했다. IDF에 의하면, 현재 전세계적으로 당뇨병과 관련된 경제적 비용은 9,660억 달러로 추산된다. 건강보험심사평가원에 따르면, 국내 당뇨병 환자는 2020년 약 333만명으로 2016년 대비 24% 증가했다. 대한당뇨병학회는 당뇨 전 단계에 이른 사람이 830만명, 당뇨병 고위험군에 있는 사람도 1300만명이 넘을 것으로 추정한다. 당뇨병 환자는 중증도에 따라 1형 당뇨 환자(Type1(중증의 환자))와 2형 당뇨 환자(Type2)로 나뉜다.

혈당측정기는 자가혈당 측정기(BGM)와 연속혈당 측정기(CGM)로 나뉜다. 자가혈당 측정기는 손가락 끝에서 피를 내어 혈당값을 측정하는 기기이고 모든 당뇨 환자군에 사용된다. 연속 혈당 측정기는 센서를 피부 아래 피하지방에 위치시켜 연속해서 혈당값을 측정하며, 1형 당뇨 환자와 중증의 2형 당뇨 환자에게 활용되고 있다.

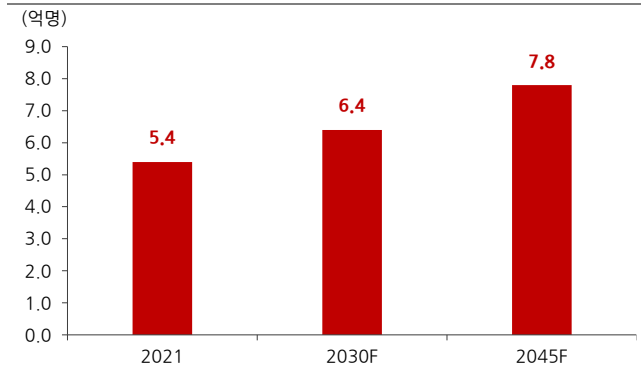
자가혈당측정기는 1990년대부터 출시되었고, 국내에는 1990년 후반 개발되어 2000년 초부터 상용화되었다. 자가혈당측정기는 디바이스인 '미터'와 일회용 소모품인 '스트립'으로 구성되어 있다. 소비자가 '미터'를 구매 시 타회사의 '스트립'과 호환되지 않아 고객을 Lock-In하는 효과가 있다. 통상 회사들은 미터 판매 시 발생하는 적자를 스트립을 판매하면서 커버하고 있다.

연속혈당측정기는 1990년 후반부터 개발돼 사용되기 시작했다. 국내에는 2018년 제약사인 휴온스를 통해 미국 '덱스콤(Dexcom) G5'가 출시되면서 본격적으로 연속혈당측정기기 시장이 형성됐다. 현재 식품의약품안전처의 허가를 받고 정식으로 판매되고 있는 제품은 덱스콤의 'G6', 메드트로닉(Medtronic)의 'Guardian3'과 애보트(Abbott)의 'Libre'가 있다. 연속혈당기기는 '센서', '송신기'와 '수신기'로 이뤄져 있다. 센서는 피부에 삽입된 카터테를 통해 세포간액의 포도당 농도를 측정하고, 송신기는 여기서 얻은 데이터를 무선주파수를 이용해 수신기에 전송하는 역할을 한다. 수신기는 얻은 정보를 디스플레이로 보여주는데, 최근에는 수신기를 어플리케이션으로 대체해 환자의 휴대폰이나 스마트워치에서 보여준다. 이와 별도로 센서를 부착시키는 '삽입기(어플리케이터)'가 포함되어 있는 상품도 있다.

2021년 글로벌 혈당기기 시장은 172억 달러로 추산된다. Mordor Intelligence는 글로벌 혈당기기 시장을 연평균 9.6%로 성장해 2026년에는 272억 달러 규모가 될 것으로 전망했다. 1) 당뇨병 환자의 증가 및 2) 2형 당뇨환자의 혈당기기 사용 증가, 3) 비만에 따른 2형 당뇨환자의 증가와 4) 혈당 측정의 편의성을 높인 기기들의 출현 때문이다.

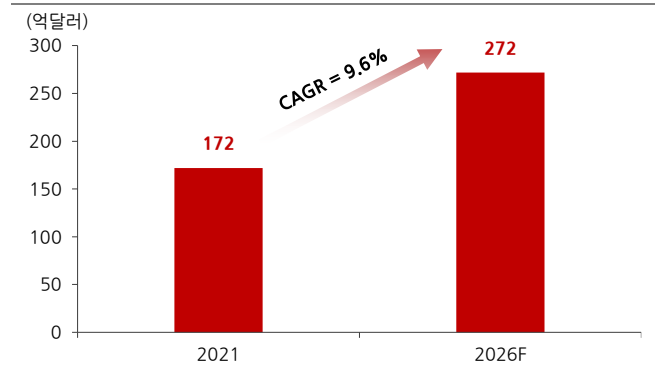
글로벌 자가혈당측정기 시장의 주요 참여자는 Roche, LifeScan, Abbott가 있다. 2018년 기준 이들의 시장 점유율은 각각 25%, 20%, 11%이다. 연속혈당측정기 시장은 과점 형태를 보이고 있는데, 주요 참여자는 Abbott, Dexcom, Medtronic이 있다. 2018년 기준 이들의 시장점유율은 각각 40%, 37%, 23%이다.

전세계 당뇨병 환자 현황과 예상치



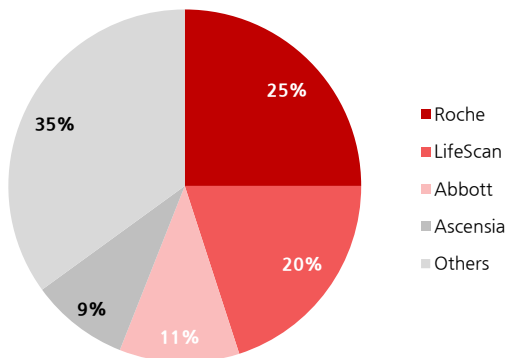
자료: International Diabetes Federation, 한국IR협회의 기업리서치센터

글로벌 혈당기기 시장 현황과 예상치



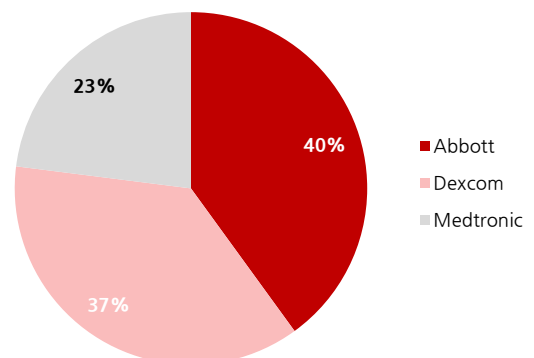
자료: Mordor Intelligence, 한국IR협회의 기업리서치센터

글로벌 자가혈당측정기기 시장 점유율



주: 2018년 기준, 자료: 아이센스, 한국IR협회의 기업리서치센터

글로벌 연속혈당측정기기 시장 점유율



주: 2018년 기준, 자료: 아이센스, 한국IR협회의 기업리서치센터

아이센스의 자가혈당측정기기와 연속혈당측정기기



자료: 아이센스, 한국IR협회의 기업리서치센터

환자 증증도에 따른 측정기기 사용



자료: 아이센스, 한국IR협의회 기업리서치센터

혈당측정기기 구분

	CGM(연속혈당 측정기)	BGM(자가혈당 측정기)
측정 방식	센서를 피부 아래 피하지방에 위치시켜 연속해서 혈당값 측정	손가락 끝에서 피를 내어 혈당값 측정
사용 대상	1형 당뇨병 환자(Type 1), 중증 2형 당뇨병환자(Type 2)	모든 당뇨병 환자군
측정 부위	복부, 팔뚝	손가락
측정 샘플	세포간액(혈액이 아님)	모세혈
센서 교체주기	센서 장착 후, 1~2주	1회 사용
장점	혈당 추이 분석 용이, 저/고혈압당 알림기능, 채혈 통증 없음, 쉬운 데이터 공유	높은 정확도 및 낮은 가격
단점	높은 가격, 피부 트러블, BGM대비 낮은 정확도	빈번한 측정, 채혈 통증, 저혈당 쇼크

자료: 아이센스, 한국IR협의회 기업리서치센터

투자포인트
아이센스 투자포인트**1) 연속혈당측정기 시장 진입 기대**

아이센스의 투자포인트는 1) 연속혈당측정기 시장 진입 기대와 2) 꾸준히 진행되는 사업 다각화 노력이다.

아이센스는 현재 연속혈당측정기(CGM)를 개발 중이다. 2016년까지 기반 기술을 연구하고 시제품을 개발한 동사는 2019년까지 전임상을 완료했다. 2020년부터 임상을 본격적으로 진행할 계획이었으나 코로나로 임상이 지연되며 2021년까지 탐색임상을 진행했다. 올해부터는 한국, 독일, 뉴질랜드에서 본임상인 확증임상을 진행할 계획이 있다. 시기는 2~3분기 중 시행될 예정이다. 동사의 목표는 연속혈당측정기 확증임상을 올해 완료하고 국내 식약처에 등록해, 내년부터 본격적으로 생산, 판매하는 것이다.

연속혈당측정기 시장 성장은 가파르다. 2016년까지 혈당기기 시장의 10%에 불과했던 연속혈당측정기는 빠르게 성장해 2021년에 비중이 50%에 육박했을 것으로 추정된다. 또한 ResearchAndMarkets에 의하면 2026년까지 연속혈당측정기 시장은 연평균 27.3%로 고성장을 전망한다.

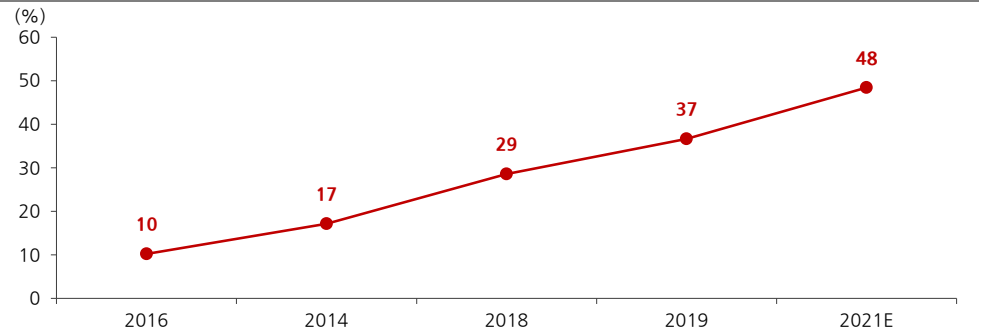
특히, 국내에서 연속혈당측정기 구입비용에 대해 건강보험급여 지원이 이뤄지고 있고 추가적인 급여 확대 움직임도 지속되고 있다는 점은 국내 연속혈당측정기 시장 성장에 긍정적이다. 복지부는 2020년 1월부터 제 1형 당뇨병환자를 대상으로 연속혈당측정기 구입비용을 건강보험급여(건강보험 요양비)를 통해 지원하고 있다. 지원금액은 기기당 84만원을 기준금액으로 하고, 기준금액과 실구입가 중 낮은 금액의 70%를 지원한다. 또한, 최근에는 대한당뇨학회를 중심으로 의료계에서 건강보험제도 적용 상 요양비로 되어 있는 연속혈당측정기를 의약품처럼 원내에서 처방 가능하도록 건강보험 급여체제로 전환해야 한다고 주장하고 있다. 이와 같은 주장은 간접적으로 비용 통제를 통해 연속혈당측정기 저변 확대를 도울 수 있다.

아이센스는 초기에는 경쟁사 대비 합리적 가격을 경쟁력으로 내세워 진입할 계획이다. 연속혈당측정기가 웨어러블 의료기기임을 감안 시, 장기적으로는 정확성과 사용 편리성이 중요할 것으로 판단한다.

아이센스는 연속혈당측정기를 수출할 계획을 가지고 있다. 이에 앞서 언급한 것처럼 독일, 뉴질랜드에서도 본임상을 진행할 계획이다. 동사는 2023년엔 뉴질랜드, 호주, 독일, 영국, 일본 등에 2024년엔 중국, 미국, 캐나다 등지에 수출할 계획을 가지고 있다.

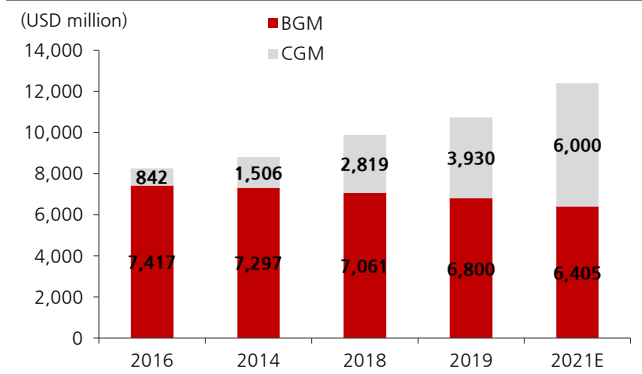
연속혈당측정기 시장이 전세계적으로 과점 구조에 있고, 향후 고성장이 예상된다는 점을 감안하면, 아이센스의 성공적인 연속혈당측정기 시장 진입 시 동사 주가는 Re-rating할 전망이다.

글로벌 혈당측정기 시장에서 연속혈당측정기가 차지하는 비중 추이



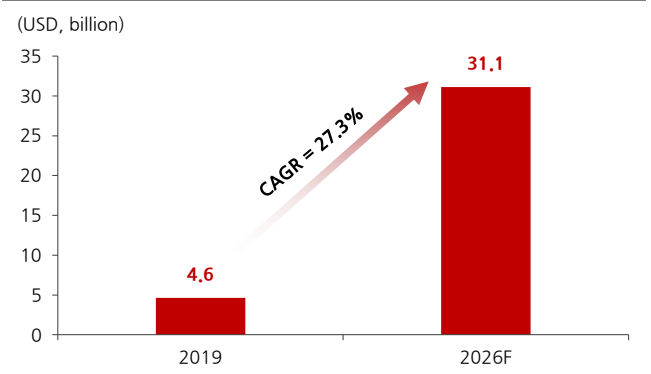
자료: Glucose Monitoring Global Market, 아이센스, 한국IR협의회 기업리서치센터

글로벌 혈당측정 시장규모 추이



자료: Glucose Monitoring Global Market, 아이센스, 한국IR협의회 기업리서치센터

글로벌 연속혈당측정기 시장 성장 전망



자료: ResearchAndMarkets, 한국IR협의회 기업리서치센터

아이센스 투자포인트

2) 현장진단기기를 통한 사업 다각화 노력

아이센스의 사업 다각화 노력은 지속되고 있다.

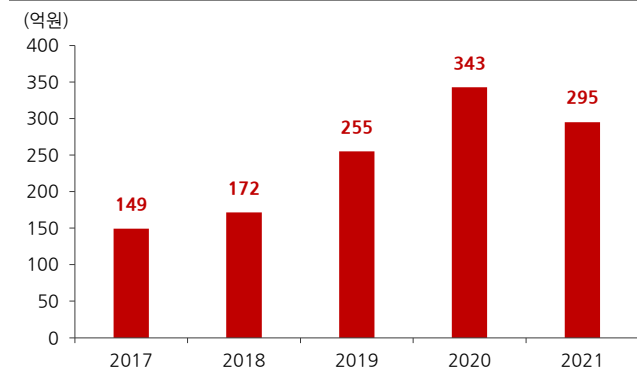
동사의 주요 사업 영역은 혈당측정기기를 개발 및 제조하는 것이다. 동사는 사업 다각화를 위해 현장진단기기 (POCT: Point-of-Care Testing) 사업부분도 영위 중이다. 현장진단검사는 중앙검사실이 아닌 환자가 있는 현장에서 진단 및 치료를 할 수 있는 검사기기로 중앙진단장비에 비해 결과값을 빠르게 알 수 있다는 장점이 있다. 동사가 취급하는 현장진단기기 제품군은 당뇨병 관리를 위한 제품군과 응급 관리용 진단상품군이 있다. 응급관리용 진단상품으로는 면역(심혈관) 진단기, 혈액전해질/가스 분석기와 혈액응고 측정기가 있는데 혈액 응고 측정기의 매출 규모가 크다.

매출에서 현장진단기기가 차지하는 비중은 커졌다. 2017년에 전체 매출 중 9.5%였던 현장진단기기는 2020년에는 16.8%까지 확대됐다. 코로나19로 가정 내에서 혈액응고 진단 체크 수요가 급증하면서 혈액응고 측정기 매출이 급증했기 때문이다. 혈액응고 측정기는 아이센스가 2016년에 인수한 미국의 CoaguSense사에서 제조되고 있다. 2021년에는 2020년 매출 급증에 따른 역기저 효과로 현장진단기기 매출 비중이 12.7%로 축소됐다.

또한 동사는 현장진단기기를 제조하는 업체인 프리시전바이오와의 시너지 효과를 통해 현장진단기기 사업 확대를 추구하고 있다. 아이센스는 프리시전바이오 지분을 29.1% 보유하고 있을 뿐만 아니라 아이센스의 차근식회장과 남학현대표가 프리시전바이오의 동기임원을 맡고 있다. 작년 6월 프리시전바이오는 2021년 5월부터 2028년 5월까지 7년간 진단용 혈액 검사기 등을 아이센스에 판매, 공급하는 계약을 맺었다는 공시를 했다. 규모는 93억원이다.

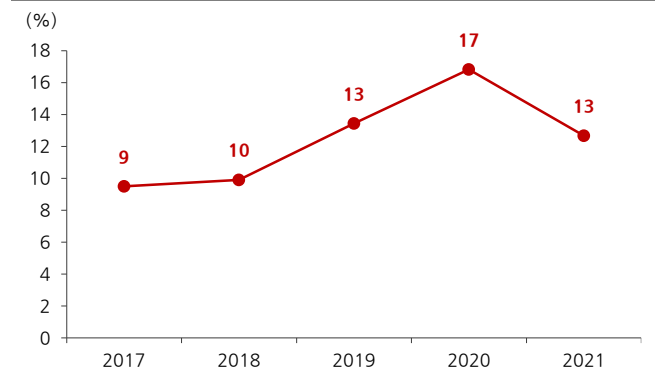
아이센스의 현장진단검사 기기 매출 증대를 통한 사업 다각화 노력은 동사의 수익 구조 다변화를 통해 안정적 이익 창출에 기여할 수 있다.

현장진단기기(POCT) 매출액 추이



자료: 아이센스, 한국IR협의회 기업리서치센터

전체 매출에서 현장진단기기가 차지하는 비중 추이



자료: 아이센스, 한국IR협의회 기업리서치센터

아이센스의 현장진단기기

POCT 진단기기



면역센서 측정기



자료: 아이센스, 한국IR협의회 기업리서치센터

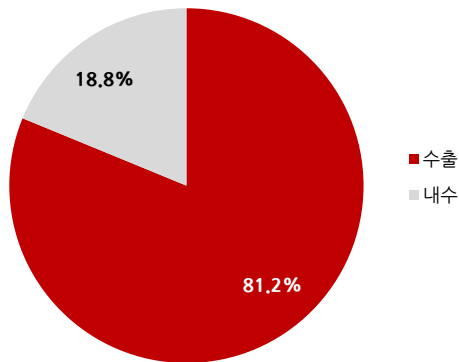
실적 추이 및 전망

아이센스 매출 중
수출은 81%,
OEM/ODM 비중은 48%

2021년 매출을 기준으로, 아이센스의 매출은 내수와 수출의 비중이 각각 18.8%, 81.2%를 차지하고 있다. 미국, 아시아, 유럽 등지에 수출이 되고 있는데, 그 중 비중이 가장 큰 곳은 미국으로 전체 수출 규모의 47%를 차지하고 있다.

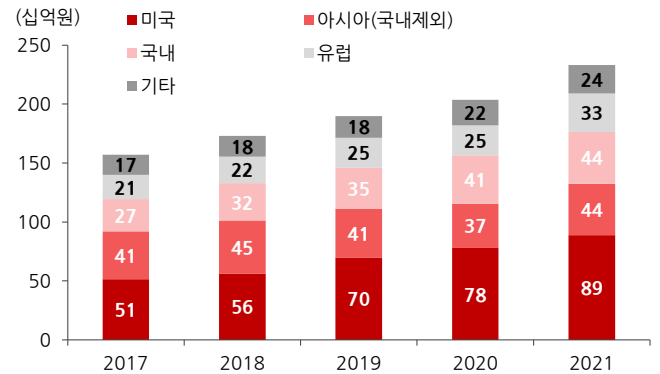
아이센스의 사업구조를 보면, 자가브랜드와 OEM/ODM이 각각 52%, 48% 비중을 차지하고 있다. 자가브랜드는 '케어센스(CareSense)'가 대표적이다. 자가브랜드를 통한 매출은 국내를 포함한 아시아에서 매출의 49%가 발생하고 있다. 아이센스는 시장점유율(매출액 기준, 2020년 기준) 40%로 한국 자가혈당측정기 시장에서 1위를 차지하고 있다. 동사의 OEM/ODM 주요 거래처는 일본의 ARKRAY와 미국의 AgaMatrix가 있다. 일본의 ARKRAY는 글로벌 자가혈당시장에서 매출 5위의 업체로 아이센스와는 2012년부터 사업을 같이 해오고 있으며, 아이센스 지분 10.4%를 보유 중이다. ARYRAY가 동사 매출액에서 차지하는 비중은 22%로, 미국 월마트와 PB사업을 하며 아이센스에 대한 주문량도 증가했다. AgaMatrix를 향한 매출은 점진적으로 줄어들어 2017년 매출의 16%를 차지했던 비중은 2021년 8%까지 감소했고 2022년에도 매출 감소 추세가 이어질 전망이다.

아이센스 매출의 수출과 내수 비중



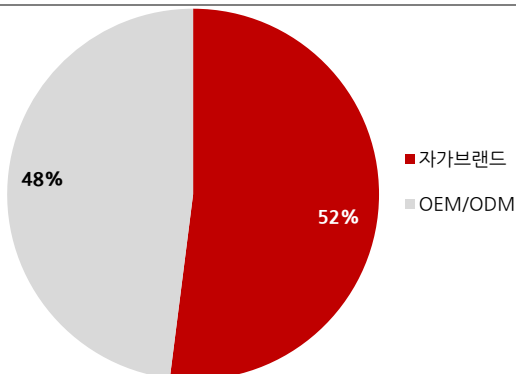
주: 2021년 기준, 자료: 아이센스, 한국IR협의회 기업리서치센터

아이센스의 지역별 매출 추이



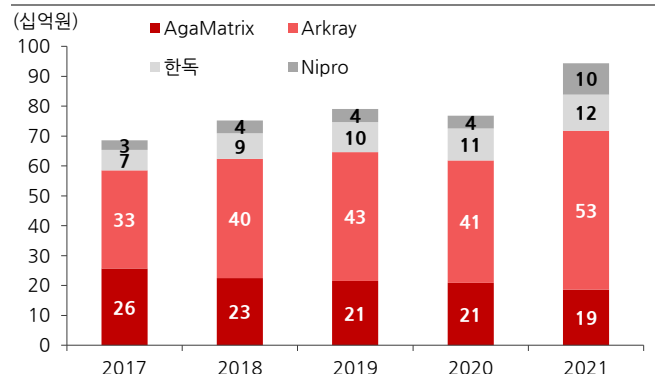
자료: 아이센스, 한국IR협의회 기업리서치센터

아이센스의 사업구조



주: 2020년 매출 기준, 자료: 아이센스, 한국IR협의회 기업리서치센터

아이센스의 주요 거래처 매출 추이



자료: 아이센스, 한국IR협의회 기업리서치센터

2022년 아이센스 매출액과 순이익은 각각 11%, 5% 증가 예상

2021년 아이센스의 매출액은 2,329억원으로 전년대비 14.3% 증가했다. 품목별로 보면 혈당기(스트립+미터기)가 20.1% 증가한 반면, 현장진단기기(POCT)는 혈액응고측정기의 역기저효과로 13.9% 감소했다. 미국으로의 수출 성장률이 14%로 안정적으로 나온 가운데, 유럽(30%YoY) 성장률이 급증하며 수출 부문이 16.3% 성장했다. 동사의 매출총이익률은 53%로 전년대비 1.3%p 하락했다. 원가율이 높은 미터기의 매출이 81%YoY 증가하고 환율이 상승했기 때문이다. 판매비율(판매비/매출액) 효율화로 영업이익은 348억으로 14.3%YoY증가했다. 영업이익률도 14.9%로 전년도와 비슷한 수준이다. 다만, 영업외손실로 당기순이익(지배주주 기준)은 250억원으로 전년대비 6.7% 감소했다.

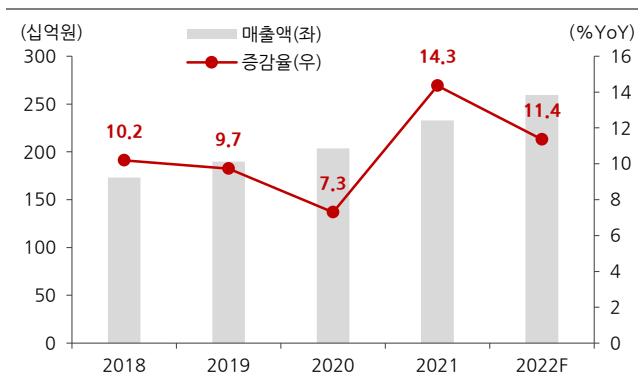
2021년 주목해야 할 점은 대규모 유형자산 투자가 진행됐다는 것이다. 2021년 동사의 유형자산은 1,710억원으로 2020년 대비 670억원이 증가했다. 이는 토지 재평가, 송도 제2공장부지 매입과 송도 1공장 증설이 진행되고 있기 때문이다. 투자의 자금 조달의 대부분은 차입금으로 이뤄졌다. 2021년 아이센스의 장기차입금은 2020년 대비 514억원 증가했다.

2021년 3분기에 동사의 대부분 제품 라인 가동률은 100%를 초과한 상태였다. 아이센스의 유형자산 회전율(매출액/유형자산)은 2020년 2.0배까지 상승해 2011년 이후 최고치를 기록했다. 이에 Capex 투자는 필요한 상황이었다.

동사가 2021년 3분기에 보유하고 있던 스트립 생산능력은 연간 21억개(1교대 기준)이다 현재 진행 중인 송도 1공장증설은 올해 상반기에 완성될 예정이며, 완공 시 스트립 생산능력은 5.5억개가 증가된다. 생산가능 매출액기준으로는 2,500억원(1교대(8시간)기준)까지 가능해지는 것이다. 동사는 2022년에는 마곡R&D 센터 중축, 2023년에는 송도 1공장의 자가혈당측정기 증설 투자 등 추가적인 Capex 투자 계획이 있다. 이를 통해 3년 내에는 매출액 5,000억원 규모의 생산설비를 갖추는 것이 동사의 목표이다.

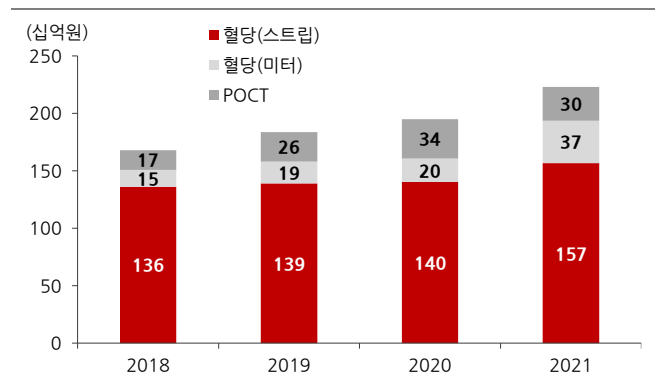
당사는 2022년에도 아이센스의 매출액을 2,594억원으로 11% 성장할 것으로 예상한다. 영업이익률은 12%로 2.7%p 하락할 전망이다. 이는 감가상각비와 임상 진행에 따른 경장연구개발비 증가 때문이다. 동사의 당기순이익은 262억원으로 4.8% 증가할 것으로 추정한다.

아이센스 매출액과 증감율 추이 및 전망



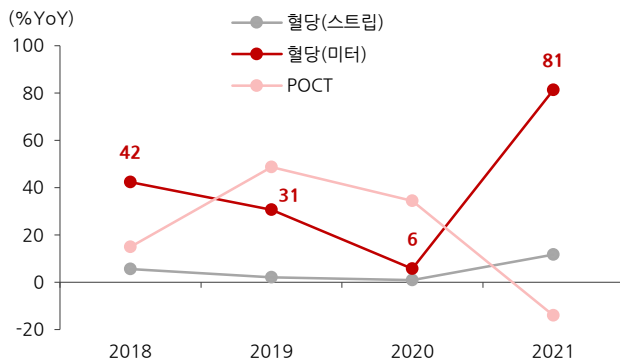
자료: 아이센스, 한국IR협의회 기업리서치센터

아이센스 제품별 매출 현황 추이



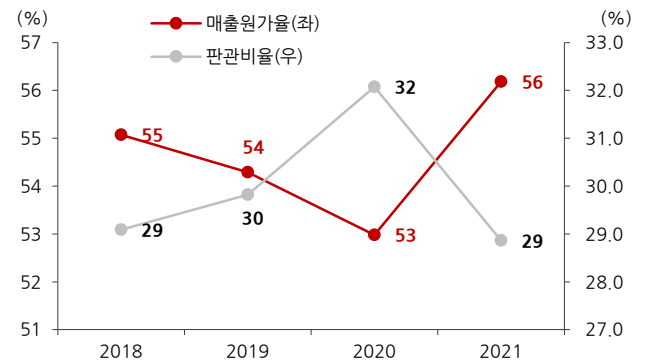
자료: 아이센스, 한국IR협의회 기업리서치센터

아이센스 제품별 매출 성장률 추이



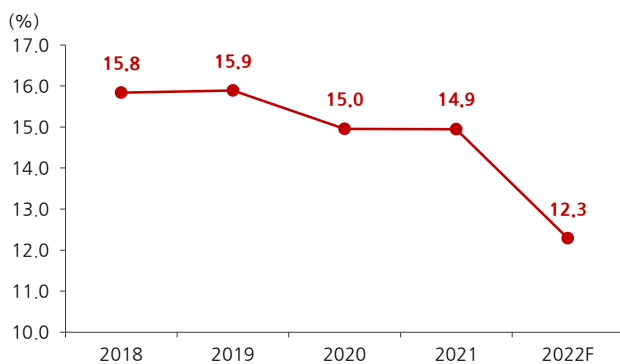
자료: 아이센스, 한국IR협의회 기업리서치센터

아이센스 매출원가율과 판관비율 추이



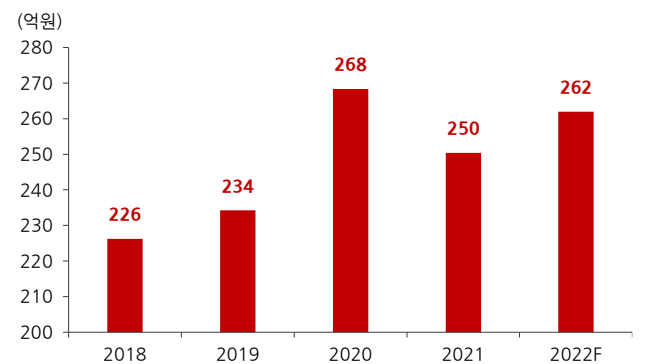
자료: 아이센스, 한국IR협의회 기업리서치센터

아이센스 영업이익률 추이와 전망



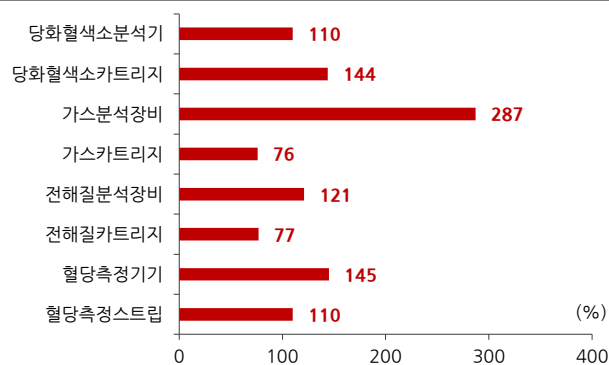
자료: 아이센스, 한국IR협의회 기업리서치센터

아이센스 당기순이익 추이 및 전망



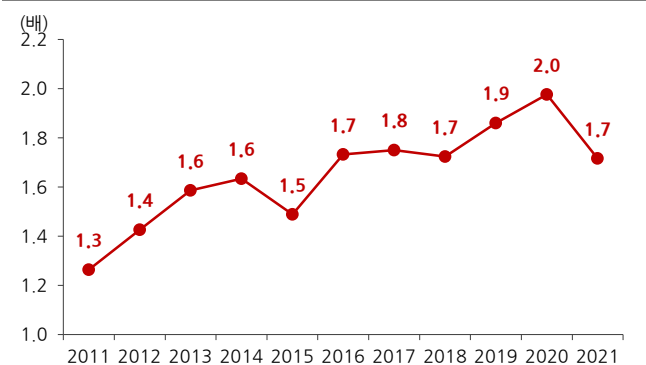
자료: 아이센스, 한국IR협의회 기업리서치센터

아이센스의 제품별 평균 가동률



자료: 금감원, 한국IR협의회 기업리서치센터

아이센스의 유형자산회전율 추이



자료: 금감원, 한국IR협의회 기업리서치센터

Valuation

**현재 아이센스의
22년 예상 PER 14.8배,
2019년 이후 평균치와 비교 시
비슷한 수준**

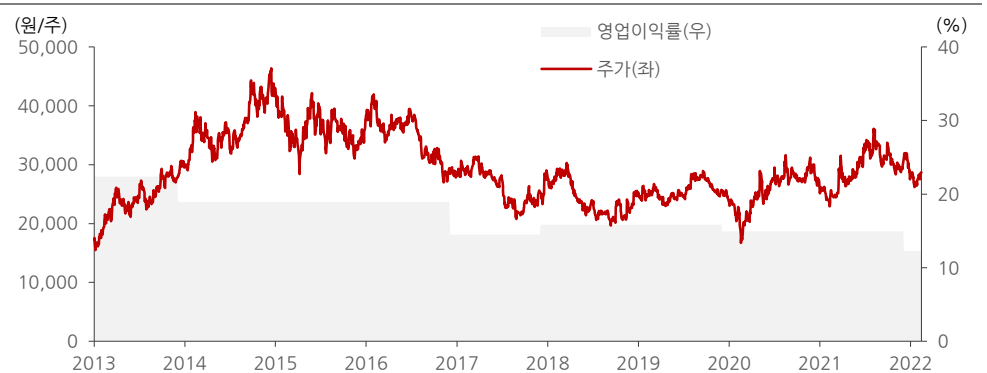
현재 아이센스의 22년 예상 PER과 PSR은 각각 14.8 배, 1.5배이다. 최근 3년간 밸류에이션 추이와 비교 시 매력적인 수준은 아니다. 다만, 연속혈당측정기 출시가 성공적으로 이뤄질 경우, 동사는 현 주가에서 강한 상승 모멘텀을 보일 수 있다.

2013년 코스닥 시장 상장 후 PER 43.1배(2015년 기준)까지 상승했던 동사의 주가는 2016년부터 2020년 초까지 하락했다.

2010년부터 이뤄진 해외판매법인의 설립과 높은 수출 성장률, 20%에 육박하는 영업이익률이 2016년까지 동사 주가 상승을 견인했다. 이 후 적자 사업부분인 미터기 판매량 증가로 인한 마진율 훼손과 의료기기 섹터 밸류에이션 디레이팅으로 아이센스 주가는 약세를 보였다.

2019년 이후 연간 PER 평균치 추이를 보면, 동사 주가는 횡보 국면에 있다. 2019년부터 현재(3/15)까지 동사의 PER 평균치는 14.7배로, 현재 PER과 비슷한 수준이다. 2020년 코로나로 인한 주가 급락으로 PER 7.7배까지 내려갔던 동사의 주가는 연속혈당측정기 탐색임상 완료 및 본임상 진행 기대로 반등한 상황이다.

아이센스의 주가와 영업이익률 추이



자료: Fnguide, 한국IR협회의 기업리서치센터

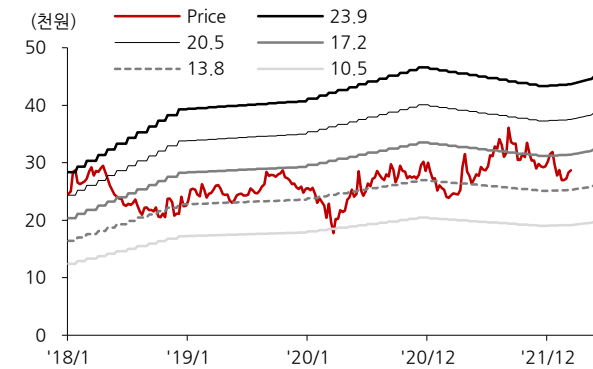
아이센스의 연도별 PER Level

(단위: 배)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
최저	11.2	26.4	26.4	21.1	18.1	11.9	13.3	8.6	12.8
평균	17.2	33.5	34.1	27.3	23.2	14.7	15.0	13.1	16.2
최고	21.5	41.7	43.1	32.8	27.4	18.4	17.0	16.2	20.2

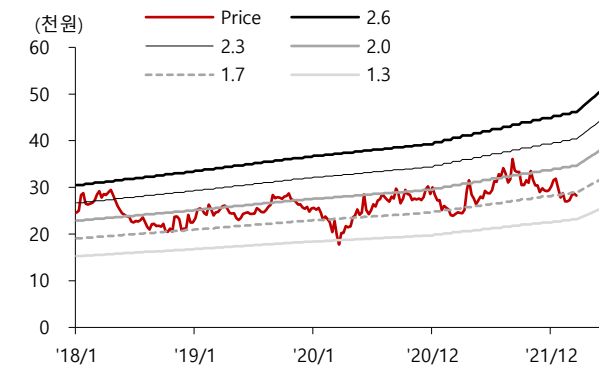
자료: 아이센스, 한국IR협회의 기업리서치센터

아이센스 PER Band 추이



자료: 아이센스, 한국IR협의회 기업리서치센터

아이센스 PSR Band 추이



자료: 아이센스, 한국IR협의회 기업리서치센터

연속자가혈당측정기기 성공적 출시 시 주가 모멘텀 기대 가능

국내 자가혈당측정기 시장에서 아이센스는 매출액 기준으로 시장점유율 1위를 차지하고 있다. 주요 경쟁자로는 Roche, 한국Abbott와 에스디바이오센서가 있다. 그러나 이들과 직접적인 밸류에이션 비교는 쉽지 않다. 대부분의 경쟁자들이 자가혈당측정기 판매 외에 다른 사업부분의 비중이 크기 때문이다. 따라서 다음 페이지의 표는 참고용으로만 유용하다.

다만, Dexcom은 연속자가혈당측정기가 주요 상품이며, 매출의 대부분이 이와 연계된 부분이다. Dexcom의 2021년 ROE는 6.8%, PER은 284배이다. 또한, 동사는 2021년 매출성장률 39%에, PSR이 22배를 기록했다. 이는 향후 아이센스가 연속자가혈당측정기를 성공적으로 출시할 경우 주가의 강한 상승 모멘텀을 기대케 한다.

아이센스와 주요 경쟁자 밸류에이션 비교

		아이센스	에스디바이오센서	Roche	Abbott	Dexcom
자산총계 (십억원)	2018	252	102	89,507	74,898	2,136
	2019	270	159	96,677	78,477	2,769
	2020	307	1,462	99,775	78,787	4,659
	2021	334	3,005	119,993	87,668	5,777
자본총계 (십억원)	2018	181	80	34,616	34,255	739
	2019	199	132	41,732	36,184	1,020
	2020	219	748	46,069	35,841	1,983
	2021	246	2,204	36,842	41,150	2,674
매출액 (십억원)	2018	173	66	67,824	34,094	1,150
	2019	190	74	74,175	36,881	1,706
	2020	204	1,686	69,896	37,584	2,092
	2021	233	2,931	85,591	51,173	2,908
영업이익 (십억원)	2018	27	3	16,835	4,070	-207
	2019	30	1	20,417	5,239	164
	2020	30	738	21,478	5,818	325
	2021	35	1,370	23,597	10,009	315
당기순이익 (십억원)	2018	23	3	11,970	2,640	-142
	2019	23	1	15,703	4,262	117
	2020	27	616	16,558	4,882	525
	2021	25	1,066	18,105	8,400	183
ROE (%)	2018	12.9	3.8	34.6	7.7	-19.2
	2019	12.1	1.3	37.6	11.8	11.5
	2020	12.9	139.4	35.9	13.6	26.5
	2021	10.0	48.4	49.1	20.4	6.8
PER (배)	2018	13.7	-	17.5	47.7	-75.6
	2019	17.6	-	17.6	35.9	171.6
	2020	20.1	-	18.2	39.7	67.7
	2021	14.1	5.4	19.8	29.5	284.4
PBR (배)	2018	1.7	-	6.1	3.7	14.5
	2019	1.8	-	6.6	4.2	19.6
	2020	1.9	-	6.6	5.4	17.9
	2021	1.7	2.6	9.7	6.0	19.5
PSR (배)	2018	1.8	-	3.7	4.2	10.2
	2019	1.9	-	4.4	4.9	13.7
	2020	2.0	-	4.6	5.7	18.7
	2021	1.8	1.9	5.4	5.9	22.0
배당수익률 (%)	2018	0.7	-	3.7	1.6	-
	2019	0.8	-	2.9	1.6	-
	2020	0.8	-	3.3	1.3	-
	2021	1.0	2.3	2.8	1.5	-

자료: Fnguide, 각사, macro trends, ycharts, 한국IR협의회 기업리서치센터

리스크 요인

지분 희석 증권 발행 가능 규모 확대와 항금낙하산 규정

아이센스의 리스크 요인은 1) 지분 희석 증권 발행 가능 규모 확대와 2) 경영권 방어 노력에 따른 기업가치 훼손 우려가 있다.

아이센스는 2021년 주주총회에 전환사채와 신주인수권부사채의 발행 한도를 기존 각각 5백억원에서 1천억원으로 증액하는 안건을 상정했다. 2021년 3분기 기준으로 동사가 발행한 전환사채와 신주인수권부사채는 없다. 그러나 이 안건이 주주총회를 통과 시, 지분 희석 증권의 발행 가능 규모 확대로, 향후 실제 발행 시 주주 가치 훼손 규모가 커질 수 있다.

또한 동사는 2021년 주총 안건으로 정관 상 항금낙하산 규정을 신설하는 것을 상정했다. 이 규정의 상세 내역은 ‘이사가 임기 중 적대적 기업인수 및 합병으로 인하여 법률 또는 정관위반, 임무해태 등의 사유가 없음에도 불구하고, 해임될 경우에 회사는 통상적인 퇴직금 이외에 퇴직 보상금으로 대표이사에게 50억원, 이사에게 30억원을 해임 후 14일 이내에 지급한다’는 것이다. 대주주(차근식)의 친인척 지분율이 17.5%에 불과하다는 현 지분 구조의 취약성을 감안한 경영권 방어 규정이다. 이 규정은 경영권 방어를 통해 안정적 경영 환경을 유지할 수 있다는 장점도 존재하나, 경영진의 해태를 야기할 수도 있다.

포괄손익계산서

(억원)	2018	2019	2020	2021F	2022F
매출액	1,730	1,898	2,037	2,329	2,594
증가율(%)	10.2	9.7	7.3	14.3	11.4
매출원가	953	1,031	1,079	1,309	1,449
매출원가율(%)	55.1	54.3	53.0	56.2	55.9
매출총이익	777	868	958	1,021	1,144
매출이익률(%)	44.9	45.7	47.0	43.8	44.1
판매관리비	503	566	653	672	826
판매비율(%)	29.1	29.8	32.1	28.9	31.8
EBITDA	350	402	414	497	492
EBITDA 이익률(%)	20.2	21.2	20.3	21.3	19.0
증가율(%)	16.5	15.0	2.9	20.1	-1.0
영업이익	274	302	305	348	319
영업이익률(%)	15.8	15.9	15.0	14.9	12.3
증가율(%)	20.4	10.1	0.9	14.3	-8.5
영업외손익	14	5	67	-27	23
금융수익	23	11	19	43	42
금융비용	28	22	49	22	29
기타영업외손익	19	16	96	-48	9
종속/관계기업관련손익	-24	-11	-22	-14	-14
세전계속사업이익	264	296	349	308	328
증가율(%)	35.5	12.2	18.0	-12.0	6.5
법인세비용	40	63	76	60	66
계속사업이익	224	233	273	248	261
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	224	233	273	248	261
당기순이익률(%)	13.0	12.3	13.4	10.6	10.1
증가율(%)	48.0	3.8	17.3	-9.3	5.5
지배주주지분 순이익	226	234	268	250	262

현금흐름표

(억원)	2018	2019	2020	2021F	2022F
영업활동으로인한현금흐름	195	380	346	232	348
당기순이익	224	233	273	248	261
유형자산 상각비	63	82	92	131	156
무형자산 상각비	12	18	17	18	17
외환손익	12	10	33	0	0
운전자본의감소(증가)	-176	-23	-63	-203	-80
기타	60	60	-6	38	-6
투자활동으로인한현금흐름	-126	-194	-462	-761	-332
투자자산의 감소(증가)	14	0	11	-1	-14
유형자산의 감소	1	0	1	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-88	-69	-76	-742	-300
기타	-53	-125	-398	-18	-18
재무활동으로인한현금흐름	-82	-110	96	482	-7
차입금의 증가(감소)	-42	-42	130	516	2
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-14	-20	-27	-34	-41
기타	-26	-48	-7	0	32
기타현금흐름	8	-1	-20	-65	6
현금의증가(감소)	-5	74	-39	-112	16
기초현금	275	270	345	305	193
기말현금	270	345	305	193	210

재무상태표

(억원)	2018	2019	2020	2021F	2022F
유동자산	1,108	1,290	1,599	1,797	1,934
현금성자산	270	345	305	193	210
단기투자자산	13	143	516	543	543
매출채권	488	452	393	491	547
재고자산	305	317	345	506	564
기타유동자산	30	34	41	63	70
비유동자산	1,413	1,411	1,471	2,083	2,241
유형자산	1,021	1,020	1,042	1,653	1,797
무형자산	201	160	141	140	140
투자자산	75	114	153	154	169
기타비유동자산	116	117	135	136	135
자산총계	2,520	2,700	3,070	3,880	4,175
유동부채	282	418	316	391	431
단기차입금	0	0	0	0	0
매입채무	67	74	79	98	109
기타유동부채	215	344	237	293	322
비유동부채	406	272	523	1,050	1,060
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	344	199	428	942	942
기타비유동부채	62	73	95	108	118
부채총계	688	690	839	1,441	1,491
지배주주지분	1,331	1,543	1,768	1,977	2,191
자본금	69	69	69	69	69
자본잉여금	457	457	461	461	461
자본조정 등	-18	-64	-66	-66	-33
기타포괄이익누계액	-29	-20	-37	-37	-37
이익잉여금	1,331	1,543	1,768	1,977	2,191
자본총계	1,833	2,011	2,231	2,438	2,684

주요투자지표

	2018	2019	2020	2021F	2022F
P/E(배)	13.7	17.6	20.1	14.1	14.8
P/B(배)	1.7	1.8	1.9	1.7	1.5
P/S(배)	1.8	1.9	2.0	1.8	1.5
EV/EBITDA(배)	9.2	8.5	9.3	9.0	8.6
배당수익률(%)	0.7	0.8	0.8	1.0	1.2
EPS(원)	1,647	1,463	1,489	2,150	1,925
BPS(원)	13,171	14,454	15,978	17,498	19,295
SPS(원)	12,594	13,820	14,829	16,956	18,881
DPS(원)	150	200	250	300	350
수익성(%)					
ROE	13.2	12.3	12.8	10.9	10.4
ROA	9.2	8.9	9.5	7.1	6.5
ROIC	13.8	13.2	13.6	13.3	9.7
안정성(%)					
유동비율	392.6	308.6	505.7	459.3	449.2
부채비율	37.5	34.3	37.6	59.1	55.6
순차입금비율	5.7	-6.0	-14.3	11.6	9.9
이자보상배율	21.2	20.3	29.4	17.0	11.6
활동성(%)					
총자산회전율	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6
매출채권회전율	4.0	4.0	4.8	5.3	5.0
재고자산회전율	5.8	6.1	6.2	5.5	4.8

Compliance notice

본 보고서는 한국거래소, 한국예탁결제원과, 한국증권금융이 공동으로 출연한 한국 IR 협의회 산하 독립 (리서치) 조직인 기업리서치센터가 작성한 기업분석 보고서입니다. 본 자료는 시가총액 5 천억원 미만 중소형 기업에 대한 무상 보고서로, 투자자들에게 국내 중소형 상장사에 대한 양질의 투자 정보 제공 및 건전한 투자문화 정착을 위해 작성되었습니다.

- 당사 리서치센터는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트와 그 배우자 등 관계자는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 자료제공일 현재 시점의 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다.
- 본 조사자료는 투자 참고 자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 투자자의 투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로, 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료는 투자정보 등 대외제공에 관한 한국IR협의회 기업리서치센터의 내부통제 기준을 준수하고 있습니다.
- 본 자료는 카카오톡에서 "한국IR협의회" 채널을 추가하시어 보고서 발간 소식을 안내받으실 수 있습니다.