

# 아이센스(099190)

하 회 부 합 상 회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

## 매출원가율 개선에 주목

매출원가율 개선으로 영업이익 컨센서스 상회  
CoaguSense 매출 증대로 POCT 사업부 성장  
목표주가 37,000원으로 상향

## 매수(유지)

목표주가: 37,000원(상향)

### Facts : 영업이익 컨센서스 13% 상회

1분기 매출액은 409억원(+6.9% YoY)으로 컨센서스(413억원)에 부합했으며, 영업이익은 67억원(+17.0% YoY, 영업이익률 16.3%)으로 컨센서스(59억원)를 13% 상회했다. 영업이익이 컨센서스를 상회한 이유는 제품믹스 변화로 매출원가율이 전년대비 2.1%p 개선됐기 때문이다. 사업부문별 매출액은 당뇨사업부 357억원(+2.4% YoY), POCT 사업부 52억원(+49.6% YoY)이다.

### Stock Data

KOSPI(5/7)	2,177
주가(5/7)	23,200
시가총액(십억원)	319
발행주식수(백만)	14
52주 최고/최저(원)	27,200/19,650
일평균거래대금(6개월, 백만원)	1,833
유동주식비율/외국인지분율(%)	74.1/42.5
주요주주(%)	차근식 외 7인 24.7
	아크레이 10.4

### Pros & cons : POCT는 좋았고, 혈당측정기는 아쉬웠다

POCT 사업부는 높은 성장세를 보인 반면, 혈당측정기 사업부는 정체된 성장세를 나타냈다. POCT 사업부 매출은 혈액응고측정기 판매 증대로 전년대비 49.6% 증가한 447억원을 달성했다. 혈액응고측정기 매출액은 Coag-Sense PT2 초도물량 판매가 1분기에 반영되면서 전년대비 74% 증가한 31억원을 기록했다. 다른 제품 대비 매출원가율이 낮은 혈액응고측정기는 수익성 개선에도 기여했다. 우리는 이번 실적에서 Coag-Sense PT2의 잠재력을 확인해 2019년 POCT 사업부 추정치를 11% 상향한다. 반면 당뇨사업부 매출은 Arkray향 매출 감소로 전년대비 2% 증가하는데 그쳤다. 이는 Arkray가 재고조정에 나서면서 주문량이 감소했기 때문이다. 재고조정은 1분기에 마무리됨에 따라 2분기부터 Arkray향 매출은 다시 증가세로 돌아설 예정이다. 2019년 당뇨사업부 매출은 전년대비 6% 증가한 1,673억원을 달성할 전망이다.

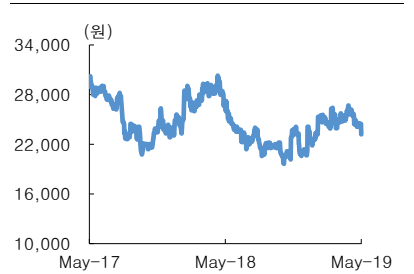
### Valuation 지표

	2018A	2019F	2020F
PER(x)	13.6	13.6	13.0
PBR(x)	1.7	1.6	1.4
ROE(%)	13.2	12.1	11.3
DY(%)	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA(x)	9.1	8.2	7.6
EPS(원)	1,651	1,703	1,779
BPS(원)	13,389	14,926	16,538

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(11.1)	(1.7)	(14.7)
KOSDAQ 대비(%p)	(11.3)	(12.1)	(2.7)

### 주가추이



### Action : 2분기 혈당측정기 중국 허가 기대. 목표주가 37,000원 상향

목표주가를 기존 34,000원에서 37,000원으로 상향한다. 이는 POCT 사업부 매출 증가와 이에 따른 매출원가율 개선에 기인한다. 목표주가는 SOTP 방식으로 영업가치 3,600억원, CGM 가치 1,480억원 합산 후, 순차입금 10억원을 차감해 산출했다. 2019년 2분기에는 개인용 혈당측정기 중국 CFDA 판매 허가가 예상돼 주가 모멘텀을 맞출 수 있을 것으로 기대된다. 허가가 예상대로 진행된다면 중국향 매출이 하반기부터 발생할 수 있어 추정치 상향 조정이 가능하다.

정은영

eunice.jung@truefriend.com

〈표 1〉 1분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	38.3	40.8	45.7	48.2	40.9	(15.0)	6.9	41.3
영업이익	5.7	4.5	7.4	9.9	6.7	(32.5)	17.0	5.9
영업이익률(%)	14.9	11.0	16.2	20.5	16.3			14.3
세전이익	4.3	4.3	8.4	9.4	6.3	(32.9)	46.4	5.8
순이익	3.2	4.3	6.7	8.4	5.2	(38.8)	61.6	4.4

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 실적 추정치 변경

(단위: 십억원, %)

	기존전망		수정전망		차이	
	2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F
매출액	189.4	202.4	190.1	203.4	0.7	1.0
영업이익	27.2	28.8	30.8	32.6	3.6	3.8
영업이익률	14.3	14.2	16.2	16.0		
순이익	20.1	21.3	23.1	24.2	3.0	2.9

자료: 한국투자증권

〈표 3〉 SOTP valuation

(단위: 십억원, 배, 천주)

영업가치	360	
NOPLAT	24	
Target multiple	15	글로벌 BGM 업체 2019F 평균 PER 적용
CGM 가치	148	DCF로 산출
순차입금	1	
주주가치	507	
주식수	13,595	
<b>목표주가(원)</b>	<b>37,318</b>	

자료: 한국투자증권

〈표 4〉 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	55	157	173	190	203
YoY	6.6	9.3	13.8	10.7	6.9	9.4	9.5	13.2	18.5	10.2	9.9	7.0
월당측정기	35	37	41	45	36	39	44	48	141	157	167	177
스트립	31	32	36	39	31	33	38	42	129	137	145	152
미터	3	4	4	4	3	4	4	4	10	15	16	19
기타	1	1	1	1	1	1	2	2	2	5	6	6
POCT	3	4	5	5	5	5	6	6	15	17	23	26
전해질/가스 측정기	2	2	2	2	2	2	2	2	6	8	8	9
혈액응고 측정기	2	2	2	3	3	3	3	4	8	9	13	15
기타	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1	1
매출원가+판매비	33	36	38	38	34	38	43	44	134	146	159	171
매출액 대비	85.1	89.1	83.8	79.5	83.7	85.6	86.4	80.0	86	84	84	84
영업이익	6	4	7	10	7	6	7	11	23	27	31	33
YoY	7.0	(23.6)	43.2	53.2	17.0	43.9	(7.8)	10.4	(11.4)	20.4	12.4	5.8
영업이익률	14.9	10.9	16.2	20.5	16.3	14.4	13.6	20.0	14.5	15.8	16.2	16.0
당기순이익	3	4	7	8	5	5	5	8	16	23	23	24
YoY	35.5	(18.6)	71.8	101.6	61.6	9.6	(24.9)	(3.3)	(10.4)	43.8	1.9	4.9
순이익률	8.3	10.6	14.7	17.5	12.6	10.6	10.0	14.9	10.0	13.1	12.1	11.9

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	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	37	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	74	75	67
지배주주지분	163	181	202	224	248
자본금	7	7	7	7	7
자본잉여금	46	46	46	46	46
기타자본	1	(2)	(2)	(2)	(2)
이익잉여금	112	133	154	176	200
비지배주주지분	2	2	3	3	4
자본총계	165	183	205	227	252

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	22	20	34	30	25
당기순이익	15	22	24	25	26
유형자산감가상각비	6	6	7	7	8
무형자산상각비	1	1	1	1	2
자산부채변동	(3)	(18)	2	(6)	(13)
기타	3	9	0	3	2
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)

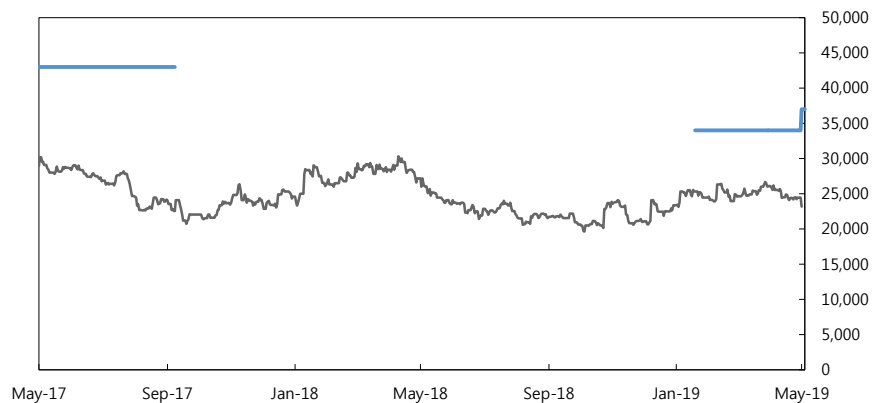
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	157	173	190	203	216
매출원가	88	95	100	107	114
매출총이익	69	78	90	96	103
판매관리비	46	50	59	64	68
영업이익	23	27	31	33	35
금융수익	2	2	1	1	1
이자수익	0	0	0	0	0
금융비용	2	3	2	2	2
이자비용	1	1	1	1	1
기타영업외손익	(0)	2	1	1	1
관계기업관련손익	(2)	(2)	(1)	(1)	(1)
세전계속사업이익	19	26	30	32	34
법인세비용	4	4	6	7	7
연결당기순이익	15	22	24	25	26
지배주주지분순이익	16	23	23	24	26
기타포괄이익	(2)	(0)	0	0	0
총포괄이익	13	22	24	25	26
지배주주지분포괄이익	14	22	23	24	26
EBITDA	30	35	39	41	44

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	1,146	1,651	1,703	1,779	1,895
BPS	11,856	13,389	14,926	16,538	18,265
DPS	100	150	150	150	150
성장성(% YoY)					
매출증가율	18.5	10.2	9.9	7.0	6.4
영업이익증가율	(11.4)	20.4	12.4	5.8	6.4
순이익증가율	(10.4)	43.8	2.4	4.4	6.6
EPS증가율	(10.5)	44.1	3.2	4.4	6.6
EBITDA증가율	(4.8)	16.5	11.4	6.3	6.7
수익성(%)					
영업이익률	14.5	15.8	16.2	16.0	16.0
순이익률	10.0	13.1	12.2	11.9	11.9
EBITDA Margin	19.1	20.2	20.5	20.4	20.4
ROA	6.7	9.2	8.9	8.5	8.5
ROE	10.1	13.2	12.1	11.3	10.9
배당수익률	0.4	0.7	0.6	0.6	0.6
배당성향	8.7	9.0	8.8	8.4	7.9
안정성					
순차입금(십억원)	15	10	1	(3)	(8)
차입금/자본총계비율(%)	25.9	21.1	17.9	15.3	13.0
Valuation(X)					
PER	22.1	13.6	13.6	13.0	12.2
PBR	2.1	1.7	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	12.1	9.1	8.2	7.6	7.1

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
아이센스 (099190)	2017.01.10	매수	43,000원	-38.4	-27.0
	2018.01.10	1년경과		-43.6	-29.5
	2019.01.10	1년경과		-41.8	-40.6
	2019.01.25	매수	34,000원	-26.2	-21.5
	2019.05.07	매수	37,000원	-	-



#### Compliance notice

- 당사는 2019년 5월 7일 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. 3. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.7%	20.3%	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 높게 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.