

(Analyst) 김충현, CFA choonghyun.kim@miraeasset.com

MIRAE ASSET
 미래에셋증권

099190 · 의료장비 및 용품

아이센스

실적은 실망스럽지만, 직접 사용해본 CGM은 기대할만하더라

(유지)

매수

목표주가

31,500원 ▲

상승여력

34.0%

현재주가(23/11/6)

23,500원

KOSDAQ	839.45	시가총액(십억원)	647	발행주식수(백만주)	28	외국인 보유비중(%)	29.9
--------	--------	-----------	-----	------------	----	-------------	------

Report summary

매출 및 영업이익 모두 시장기대치 하회하는 실적 달성

2022년 공급망 위기를 대비하기 위해 고객사들이 혈당측정기를 적정재고 이상을 주문한 영향이 3Q23까지 이어졌다. 지난 9월 11일 상용화된 CGM은 매출 1억원을 기록했다.

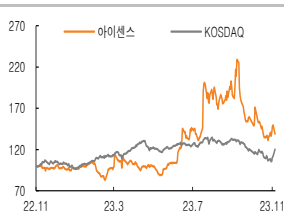
직접 써 본 8개 CGM 사용후기와 CGM에 대한 생각

글로벌 당뇨관리 업체들의 실적과 데이터를 종합할 때 GLP-1기반 치료제는 CGM의 보완재로 시장을 키워 나갈 가능성이 더 크다고 판단된다. 그런 상황에서 동사의 CGM은 4가지 측면에서 나름의 경쟁력을 갖추고 있다고 생각한다. ①선도기업의 CGM도 엄청 정확하지만은 않다. ②환우 입장에서선 보정하는 일이 엄청 귀찮은 일은 아닐 수 있다. ③특히 이슈 발생 가능성이 제한적이다. ④가격경쟁력이 있다.

동사에 대한 목표주가를 31,500원으로 상향한다. 현 주가는 12개월 선행 P/E 20배로 동사의 3년 평균(21배) 및 글로벌 Peer(33배) 대비 저평가 상태다.

Key data

Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	-18.7	41.7	39.8
상대주가	-20.9	42.6	15.5

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	233	265	270	344	391
영업이익 (십억원)	35	20	16	35	52
영업이익률 (%)	15.0	7.5	5.9	10.2	13.3
순이익 (십억원)	25	16	13	30	44
EPS (원)	927	587	483	1,081	1,591
ROE (%)	10.4	5.8	4.6	9.7	12.9
P/E (배)	16.3	28.0	48.6	21.7	14.8
P/B (배)	1.5	1.6	2.2	2.0	1.8
배당수익률 (%)	1.0	1.1	0.7	0.7	0.7

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

3Q23 Review

매출액 및 영업이익 모두 시장기대치 하회하는 실적 달성

동사의 매출은 전년 대비 2% 감소한 670억원을 기록하며 시장 기대치를 하회했다. 판관비가 전년 대비 24% 증가함에 따라 영업손실 4억원을 기록하며 역시 시장기대치를 하회했다. Agamatrix 인수 관련 비용 25억원과 연속혈당측정기 출시 준비 등 일회성 비용이 많았다.

품목별로 자가혈당측정사업에서 스트립은 전년 대비 0.2% 증가한 456억원을 기록했으나, 미터기가 전년 대비 21% 감소한 88억원에 그쳤다. 사업화가 시작된 연속혈당측정기는 1억원의 매출을 기록했다. 현장진단 사업은 전년 대비 28% 증가한 53억원, 혈액응고 사업은 전년 대비 11% 감소한 41억원을 기록했다.

혈당측정사업에서 주요 고객사별로 Agamatrix가 전년 대비 16% 감소한 40억원, Arkray가 전년 대비 16% 감소한 129억원, 한독약품이 전년 대비 18% 증가한 37억원, Nipro가 전년 대비 41% 감소한 13억원, 기타고객은 전년 대비 4% 증가한 311억원을 기록했다.

지역별로는 미국이 전년 대비 11% 증가한 274억원, 아시아가 전년 대비 31% 감소한 102억원, 내수가 전년 대비 5% 증가한 132억원, 유럽이 전년 대비 3% 감소한 89억원, 기타지역이 전년 대비 1% 증가한 74억원을 기록했다.

표 1. 3Q23 실적 비교표

(십억원, %, %p)

	3Q22	2Q23	3Q23P			성장률	
			잠정치	미래에셋증권	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	68.5	62.5	67.0	75.9	79.4	-2.2	7.3
영업이익	3.8	3.8	-0.4	6.6	4.7	적전	적전
영업이익률 (%)	5.5	6.1	-0.7	8.7	5.9	-6.2	-6.8
순이익	2.0	2.8	-0.6	6.4	2.8	적전	적전

주: K-IFRS 기준

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 수익예상 변경표

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	23F	24F	23F	24F	23F	24F	
매출액	284.6	317.5	270.1	343.9	-5.1	8.3	Agamatrix 인수 및 CGM매출 반영 CGM 임상 및 인종 비용 반영
영업이익	23.7	39.4	15.6	34.8	-34.4	-11.6	
세전이익	27.3	43.9	15.9	36.3	-41.5	-17.4	
순이익	22.1	36.0	13.3	29.7	-39.9	-17.4	
EPS (KRW)	804	1,308	483	1,081	-39.9	-17.4	

주: K-IFRS 기준

자료: 미래에셋증권 리서치센터

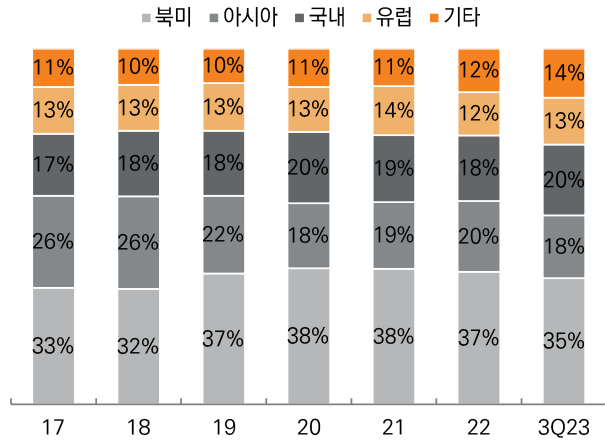
표 3. 분기별 실적 전망표

(십억원, %)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23F	2022	2023F	2024F
매출액	68.8	61.8	68.5	65.7	60.6	62.5	67.0	79.9	264.8	270.1	343.9
혈당 측정기	61.2	53.2	59.7	53.1	50.8	52.8	57.5	68.1	227.2	229.2	280.7
혈액 응고 측정기	4.3	4.3	4.6	5.0	5.0	4.6	4.1	5.2	18.1	18.9	20.7
연속혈당 측정기	-	-	-	-	-	-	0.1	1.9	-	2.0	18.6
기타	3.4	4.3	4.3	7.7	4.8	5.1	5.4	4.8	19.6	20.1	23.8
영업이익	9.8	7.3	3.8	-1.1	4.5	3.8	-0.4	7.7	19.8	15.6	34.8
순이익(지배)	13.0	2.4	2.0	-1.3	4.2	2.8	-0.6	6.9	16.1	13.3	29.7
매출 성장률 (%)	30.9	5.8	16.1	4.4	-11.9	1.2	-2.2	21.6	13.7	2.0	27.3
혈당측정기	32.9	3.9	17.5	-3.5	-16.9	-0.7	-3.7	28.2	11.9	0.9	22.5
혈액 응고 측정기	12.8	13.2	21.5	40.0	16.9	6.9	-10.9	5.0	21.6	4.3	10.0
기타	22.8	26.4	-4.5	74.7	43.2	18.9	29.1	-13.0	30.7	12.8	92.3
영업이익률 (%)	14.3	11.9	5.5	-1.7	7.4	6.1	-0.7	9.6	7.5	5.8	10.1
순이익률 (지배, %)	18.8	3.8	2.7	-1.8	6.8	4.4	-0.9	8.7	6.1	4.9	8.6

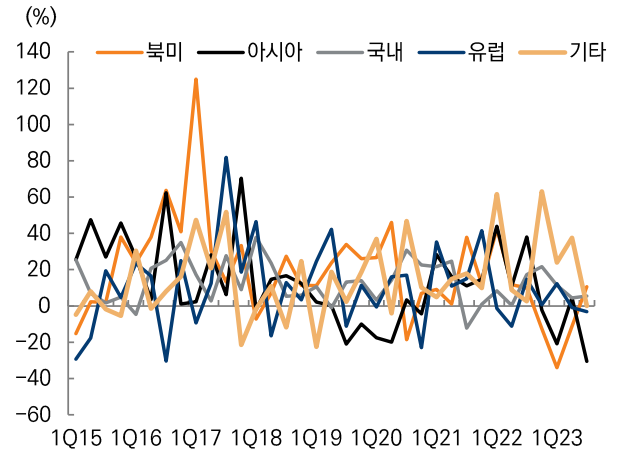
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 지역별 매출 비중



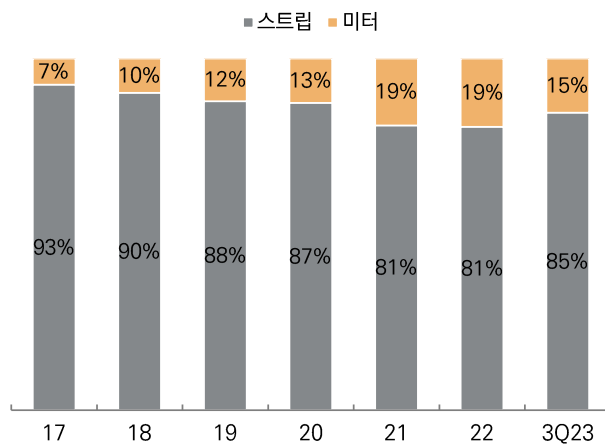
자료: 아이센스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 지역별 매출 성장률 추이



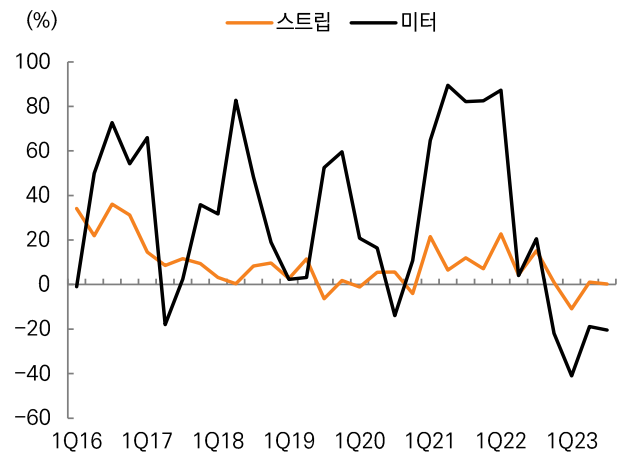
자료: 아이센스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 스트립 vs. 미터기 매출 비중



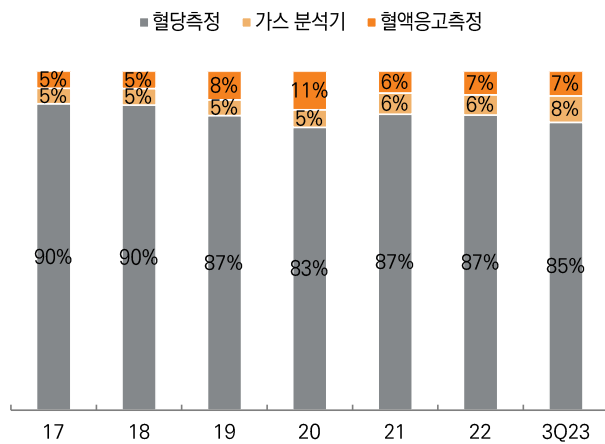
자료: 아이센스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 스트립 vs. 미터기 매출 성장률 추이



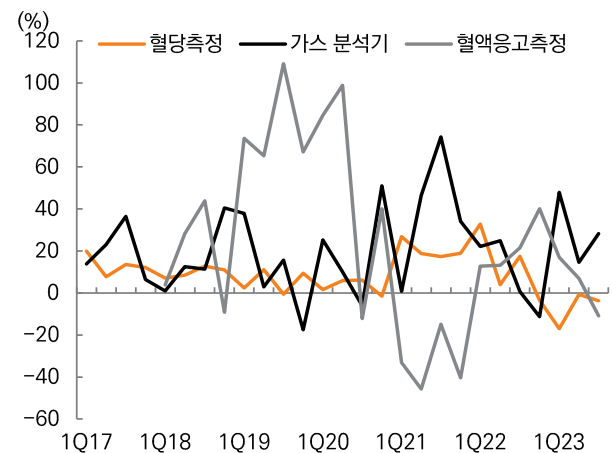
자료: 아이센스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 품목별 매출 비중



자료: 아이센스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 혈당측정사업부 주요 고객사별 매출 비중



자료: 아이센스, 미래에셋증권 리서치센터

CGM 사용후기와 밸류에이션

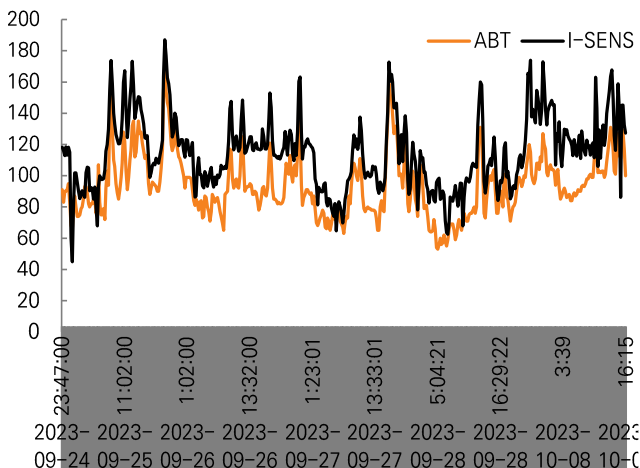
CGM을 직접 사용해보고 찾아낸, 케어센스 에어가 경쟁력이 있는 4가지 이유

CGM분석을 위해서 지금까지 4개의 CGM(Dexcom G7, ABT Freestyle Libre 1, ABT Freestyle Libre 2, 아이센스 케어센스 에어) 총 8개를 착용해보았다. 23년 4월에는 Dexcom G7과 ABT Freestyle Libre 3.0을 각각 체험하였고, 23년 9월에는 케어센스 에어와 ABT Freestyle Libre 1을 동시에 착용하여 비교하였다. CGM을 사용하면서 느낀 결론은 객관적인 스펙에서 케어센스 에어가 경쟁사들에 비해 떨어지는 것은 맞지만, 그렇다고 아예 싸움을 못해볼 수준은 아니라는 것이다. 그 이유는 크게 4가지가 있다.

① **선도기업의 최신 제품도 엄청 정확하지만은 않다:** 보정이 필요 없거나 MARD가 낮은 제품이라고 해서 센서마다 균일한 성능을 제공하는 것은 아니다. 예를 들면 센서를 팔에 부착하고 옆으로 누워 잠을 잘 경우 센서가 눌리면서 저혈당으로 인식되어 새벽에 저혈당 알람이 울리는 경우가 있었다. 또한, 해외 출장 중 센서를 교체하고 비행기를 탑승하였는데, 계속해서 저혈당 알람이 울려 결국 센서를 착용한지 24시간도 되지 않아 센서를 제거한 경험도 있었다. 동사는 몇십 년여간 풍부한 양산 경험을 보유하고 있다. 이러한 능력은 제품 수율을 잡을 때 상당히 도움이 될 수 있다.

CGM도 도구인만큼 사용자의 활용 의지와 노하우도 간과할 수 없는 부분이다. 실제로 CGM을 처음 이용하면, 나한테 맞는 음식이 무엇인지, 음식을 먹었을 때 얼마 정도의 시간이 지나면 혈당이 변화하는지, 그럴 때 CGM이 어떻게 반응하는지 등에 대해서 알아가는 일종의 허니문 기간이 필요하다. 그래서 대부분 국가에서는 의사들이 환자에게 CGM 활용법에 대해 교육하는 것에도 보험수가가 만들어져 있다. 즉, 기기간의 차이는 환자의 노하우로 어느정도 극복 가능한 부분이 있다고 볼 수 있다. 참고로 케어센스 에어와 Freestyle Libre 1을 동시에 사용해본 결과 둘의 혈당추이는 유사했고, 상관관계는 89%였다.

그림 7. Freestyle Libre vs. 케어센스 에어의 혈당값 비교



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 지금까지 사용한 CGM들



자료: 미래에셋증권 리서치센터

② **보정을 하는 일이 귀찮은 일이지만, 그건 일반인 관점에 가깝다:** 케어센스 에어는 하루에 한 번 실제 혈당값을 보정해야 한다. 혈당값을 보정하지 않아도 되는 경쟁사 제품과 비교하면 불편한 것은 사실이다. 그러나 당뇨 환우 입장에서 연속혈당측정기 사용의 가장 큰 효용 중 하나는 저혈당 쇼크를 방지할 수 있고, 혈당이 적정범위에서 조절되는 TIR(Time In Range)를 유지할 수 있다는 것이다. 그런 관점에서 연속혈당측정기의 핵심가치는 편리함보다 저혈당방지 역할이 더 크다고 볼 수 있다. 특히 대부분 환우들이 채혈 방식의 혈당측정에 이미 익숙하다는 것도 감안할 부분이다.

③ **특허이슈 발생가능성이 제한적이다:** 국제시장에서 경쟁하려면 특허는 매우 중요하다. 국내 인슐린 주입기 제조사인 이오플로우는 올해 경쟁사와 특허 관련 소송을 진행 중이다. 그런 점에서 동사의 제품은 현재까지 파악되는 한 특허 관련 이슈 발생가능성이 제한적이라는 점이 장점이다. 최근 중국에서 6개, 대만 1개의 CGM 제조사가 파악되는데 이들 중 일부는 글로벌 기업들의 제품과 디자인적으로 매우 유사하다.

④ **글로벌 유통망을 보유하고 있으며, 가격경쟁력이 있다:** 상술한 위 3가지의 장점이 극대화되는 것은 동사의 제품이 가격경쟁력이 있기 때문이다. 국내 기준으로 동사의 제품을 사용하게 되면 Dexcom G6보다 매년 52만원, Freestyle Libre 대비 18만원이 더 저렴하다. 당뇨 용품은 평생 사용해야 한다는 점에서 이 비용 차이는 무시할 수 없는 장점이 된다. 또한, 동사는 글로벌 전역에 당뇨 관련 유통망을 확보하고 있다는 것도 제품확산에 긍정적인 부분이다.

표 4. 케어센스 에어와 다른 CGM과 가격비교

(원)

브랜드	용품	연간 필요한 센서 개수	개당 가격	실제 비용	본인부담(1년)	본인부담 (3년)	본인부담(5년)	본인부담 (10년)
Dexcom G6	CGM 센서	36	100,000	3,600,000	1,080,000	3,240,000	5,400,000	10,800,000
Freestyle Libre	CGM 센서	26	94,000	2,444,000	733,200	2,199,600	3,666,000	7,332,000
케어센스 에어	CGM 센서	24	75,000	1,800,000	554,400	1,663,200	2,772,000	5,544,000
	스트립 & 미터	9	16,000	144,000	540,000 14,400	- -	- -	- -
Dexcom과 차이					525,600	1,576,800	2,628,000	5,256,000
Libre와 차이					178,800	536,400	894,000	1,788,000

주: * CGM 요양급여 주당 70,000원(상한선 초과액 자기부담), 30% 본인부담, * 소모품은 본인부담 10%, 미터기 한 통에 50개

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 주요 CGM의 스펙비교

					
제조사	Dexcom	Abbott Lab.	Medtronic	아이센스	Eversense
브랜드	G7	Freestyle Libre 3	Guardian4	CareSense Air	E3
허가	FDA & CE	FDA & CE	FDA & CE	한국 식약처 CE(인증), FDA(허가)	FDA & CE
MARD	8.1~8.2%	7.9%	10.6%	10.42%	8.5%
사용기간	10일	14일	7일	15일	180일
보장	없음	없음	없음	첫 24시간은 2회, 이후 하루 1회	첫 21일은 하루 2회, 이후 하루 1회
트랜스미터	일체형	일체형	외형	일체형	외형
가동대기 시간	30분	1시간	2시간	2시간	24시간
연명	2세 이상	4세 이상	7세 이상	19세 이상	18세 이상
인증/허가 시스템	Tandem t.slim X2, Omnipod5(허가 중)	Ypsio myLife Loop, Omnipod, Tandem(허가 중)	MDT 780G		
간섭물질 및 위험	아세트아미노펜 6시간 1g 이상, 8드루시 우레아 복용시 혈당값 높게 측정될 수 있음	아스코르브산(비타민C) 하루 500mg 이상 복용시 혈당값 높게 나올 수 있음	아세트아미노펜이나 파라세타몰이 함유된 약물 복용시 혈당값 높게 나올 수 있음		
특징	최대 12시간 유효기간	가장 얇고 작은 센서	780G와의 연계성 차세대 센서(Simplera) FDA 허가 인행 중	최초 국산화 제품	인체삽입형

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 아시아의 CGM들

	Touchcare Nano	GlucorX Aidex	Glunovo i3 / Flash	iCan
				
Firm	Medtrum	MicroTech Medical	Infinovo	Sinocare
Country	China	China	China	China
CE/FDA-label	CE-label	CE-label	CE-label	CE-label
	Anytime CT3	Sibionics CGM	CareSens Air	iFree2 CGM
				
Firm	Yuwell	Sibionics	iSens	Bionime
Country	China	China	South-Korea	Taiwan
CE/FDA-label	CE-label expected 2024	CE-label expected 2024	CE-label expected 2024	CE-label expected 2024

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. 어플리케이터 속에 삽입된 케어센스 에어



자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. 팔에 부착된 케어센스 에어



자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. 어플리케이터 속에 삽입된 프리스타일 리브레 1.0



자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 14. 팔에 부착된 프리스타일 리브레 1.0



자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

GLP-1 기반 치료제는 CGM의 보완재다

지난 9월, 동사는 국내 최초로 연속혈당측정기를 상용화했으나 공교롭게도 그 시점에 GLP-1 치료제의 광풍이 글로벌 주식시장 전체를 덮치고 있다. 동사의 입장에서는 힘들게 개발한 제품을 상용화하자마자 맥이 빠지는 상황이었을 것 같다. 그러나 관련 의료기기 기업들의 3Q23 실적발표와 함께 시장도 조금씩 이성을 되찾아 가는 모습이 관찰된다. 결론적으로 여러 데이터와 관련 기업들의 실적을 종합해볼 때 GLP-1 치료제는 당뇨관리 제품들의 대체제가 아닌 보완재로 해석하는 것이 합리적이다.

①ABT: 당뇨사업은 전년 대비 26% 성장한 14.7억 달러를 기록했다. 이중 연속혈당측정기인 FreeStyle Libre 매출은 14억 달러를 넘어섰고, 유기적으로 전년 대비 29% 성장했다. 전 세계 Libre 사용자 기반은 이제 500만 명을 넘어섰으며, 그 중 미국 사용자는 200만명으로 지난 2년간 거의 2배가 늘었다.

Q) ABT의 CEO의 GLP-1에 대한 생각?

A) GLP-1은 당뇨관리에 매우 긍정적인 영향을 미칠 훌륭한 약물이다. 다만, 투자자의 불안은 의료기술에 대한 전문지식이 상대적으로 적은 사람들에게 의해 더 많이 주도되고 있다고 생각한다. 혁신기술의 미래에 대한 초기 생각은 일반적으로 사실과 데이터보다는 시장センチ먼트에 더 많은 영향을 받을 수밖에 없다.

현재 시장에서 4~5년후 GLP-1의 시장규모를 600억~700억달러 범위로 예상하는 것 같다. 이를 환산해보면 4~5년 내에 이 약을 복용할 사람이 1,000만~1,500만 명 정도에 달한다고 해석할 수 있다. 이는 우리가 이야기하고 있는 의료기기 시장 규모에 비하면 아주 작은 부분이다. 당뇨병 환자는 전세계 5억명이며, 심혈관 관련 환자는 또 다른 5억명이다(물론 이 2개 질병을 모두 보유한 환자도 있을 것이다). 또한, GLP-1은 훌륭한 약품이나 적절한 비용이 문제다. 미국을 기준으로 실제 지불자는 고용주(회사)다. 현재 발생하고 있는 높은 인플레이션, 의료비용, 금리를 생각하면 이는 회사에 부담이 된다.

우리는 최근 자체 분석을 통해 상당수의 Libre 사용자가 GLP-1 치료를 받고 있다는 것을 알아냈다. 데이터에 따르면, Libre와 GLP-1 모두 사용하는 사용자는 다른 사용자보다 각각 제품을 더 많이 사용했다. 우리는 거의 500억 시간에 달하는 혈당 모니터링 데이터를 확보하고 있다. ABT가 보유하고 있는 다양한 제품 포트폴리오를 통해 영양에서 진단, 치료에 이르기까지 전체 스펙트럼에 걸쳐 건강 관리 포트폴리오를 구축하려고 한다. 그런 점에서 GLP-1 치료의 부작용 중 하나가 근손실이다. 우리가 이에 대한 대안을 제시할 수도 있을 것으로 생각한다.

②DXCM: 매출액은 전년 대비 27% 증가한 9.7억 달러로 시장기대치에 부합하며 또 다시 사상 최대 분기 실적을 경신했다. 3Q23의 분기 외형성장률은 지난 2년사이 가장 높았다. 센서 매출은 전년 대비 31% 증가한 8.7억 달러였고, 하드웨어 매출은 전년 대비 2% 감소한 1억 달러를 기록했다.

Q) DXCM CEO의 GLP-1관련 코멘트?

A) 의사들은 당뇨병 치료/관리에 GLP-1을 추가하면서 GLP-1 사용자를 위한 CGM의 처방도 늘리고 있다. 의사들은 CGM을 통해 당뇨병환자의 현재 상태와 GLP-1의 좋은 결과를 보여주고 싶어한다. 우리의 센서를 도입하면 “이 약을 복용했는데 습관이 어떻게 변했는지 보세요. 일주일 또는 한 달 동안 평균 혈당이 예전과 비교하여 어떻게 변했는지 보세요.” 등의 조언을 할 수 있게 된다. GLP-1과 CGM의 보완적 관계는 처방 데이터가 이를 증명한다.

더불어 GLP-1은 훌륭한 약물이나, 약물투약을 중단할 경우 행동습관을 변화시켜야 한다. CGM은 궁극적으로 라이프스타일 변화를 주도할 수 있다. 마지막으로 우리는 향후 제약회사와 협력하는 것을 고려하고 준비하고 있다.

③PODD: 매출액은 전년 대비 27% 증가한 4.3억 달러로 사상 최대 분기 실적을 경신했다. 신규 등록환자는 역사상 2번째로 높았고, 이중 2형 당뇨 환자는 20%였다.

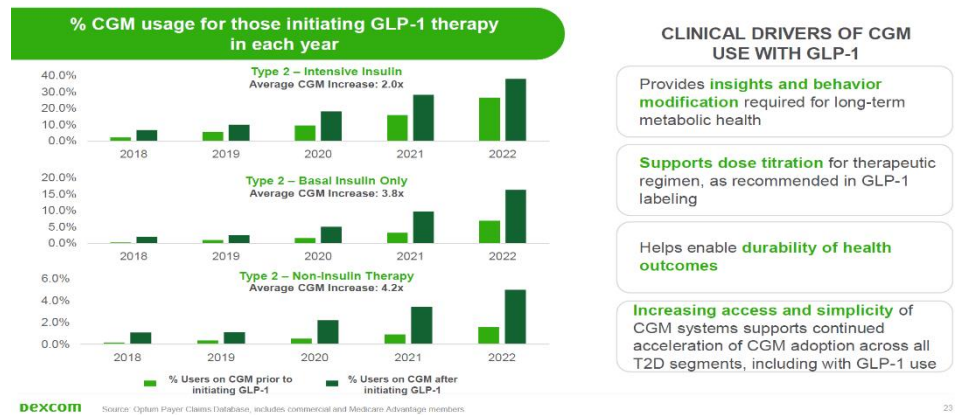
Q) PODD CEO의 GLP-1관련 코멘트?

A) GLP-1은 우리의 최종 시장에 실질적으로 영향을 미치지 않는다고 생각한다. GLP-1은 자가면역질환인 1형 당뇨에는 사용할 수 없으며, 제1형 당뇨병의 경과에 영향을 미치는 명백한 메커니즘은 없다. 마찬가지로, GLP-1 약물이 2형 당뇨의 특징인 베타 세포 쇠퇴의 근본적인 진행을 변화시키는 명백한 메커니즘도 없다.

최근 EASD에서 발표한 세마글루타이드 사용자 23,000명을 대상으로 한 대규모 후향적 연구에서 제시된 증거를 살펴보면, 순응도가 높은 사용자만이 보다 통제된 임상 환경에서 입증된 수준의 이점을 얻을 수 있다는 것을 알 수 있다. 또한, 세마글루타이드 사용 환자는 이전 약물에 비해 효과 지속 시간이 제한적이거나 전혀 없이 당뇨병이 계속 진행되며, 2형 당뇨는 체중 감소에도 불구하고 계속 진행되었다. 결국 기저 질환이 계속 진행되기 때문에 대부분의 2형 당뇨 환자는 결국 치료에 인슐린을 포함시켜야 한다.

그림 15. GLP-1을 사용할수록 CGM 이용률이 높아지고 있음

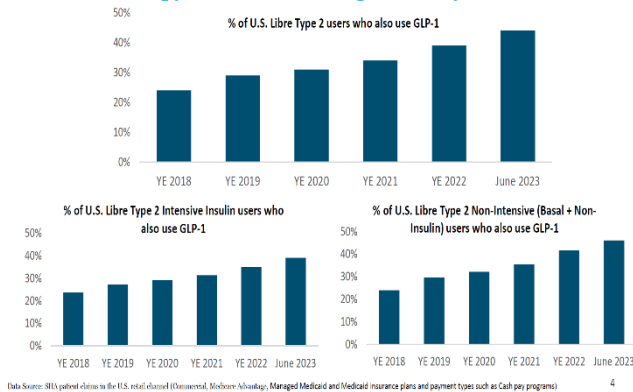
Across All Segments of T2D, CGM Use Increases with GLP-1 Initiation



자료: DXCM, 미래에셋증권 리서치센터

그림 16. 리브레와 GLP-1치료를 동시에 받는 고객은 증가 추세

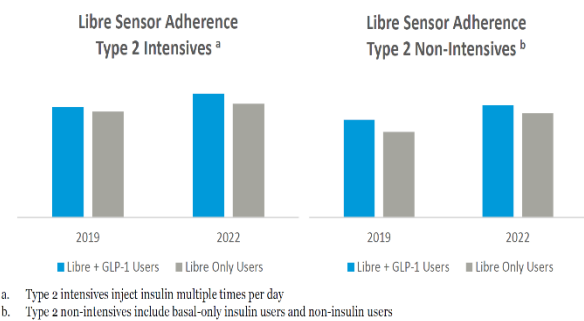
The number of FreeStyle Libre users who also use GLP-1 therapy has increased significantly over time



자료: ABT, 미래에셋증권 리서치센터

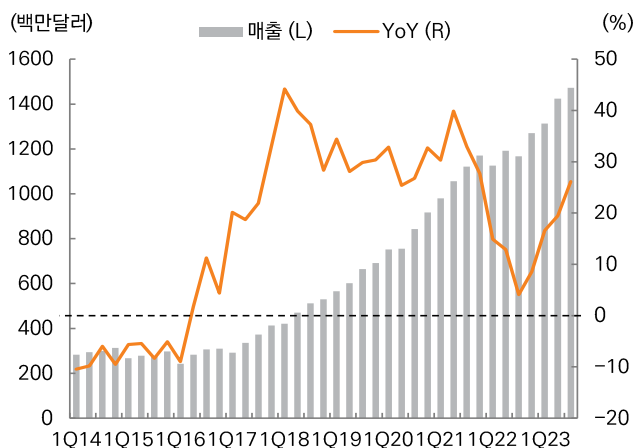
그림 17. GLP-1과 병용치료를 하는 환자의 순응도가 더 높음

FreeStyle Libre adherence (number of days a sensor is worn) is higher for those who also use GLP-1 therapy



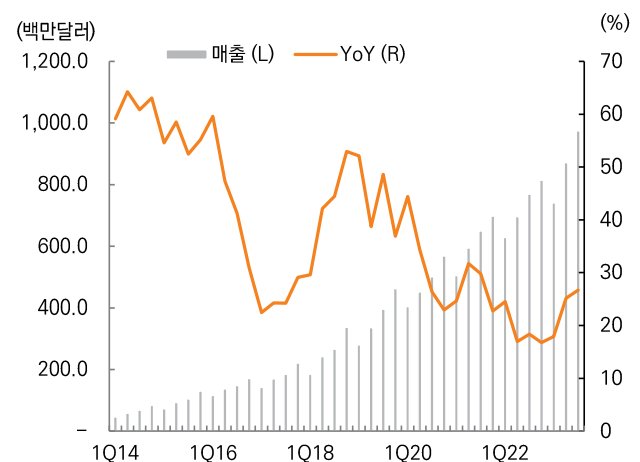
자료: ABT, 미래에셋증권 리서치센터

그림 18. ABT 당뇨 매출추이 (핵심제품: Freestyle Libre)



자료: ABT, 미래에셋증권 리서치센터

그림 19. DXCM 매출 추이 (핵심제품: G7)



자료: DXCM, 미래에셋증권 리서치센터

Valution 및 투자전략: 목표주가 31,500원으로 상향

동사의 실적 추정치를 하향조정하나, 목표 주가배수를 기존 P/E 18배에서 31배로 상향하여 동사의 목표주가를 31,500원(기존 21,000원)으로 상향한다. 상승여력이 34%인 점을 고려하여 배수의견을 유지한다.

CGM 기대감과 함께 12개월 선행 P/E기준 41배까지 상승했던 동사의 주가는 현재 12개월 선행 P/E 기준 20배로 지난 3년 평균(21배) 및 글로벌 Peer(33배) 대비 저평가되고 있다. 결국 동사의 주가는 CGM의 가치를 어떻게 평가할 것에 따라 달라진다. 우리는 CGM의 가치를 실적에 반영하여 평가하기보다는 동사에 적용하는 목표주가배수를 높여 동사의 가치평가에 반영하고자 한다.

우리는 아직 CGM을 실적으로 평가하기에는 시기상조라고 판단한다. CGM이 글로벌 시장에서 상용화되는 것은 사실상 2024년 하반기부터이고, 여기서 Ramp-up이 일어나려면 좀 더 시간이 필요하다. 의료가기 특성상 시장확산 과정이 다른 산업보다는 느릴 수밖에 없기 때문이다. 게다가 CGM 출시로 인해 영업 및 연구개발비용이 오히려 증가하여 당분간은 CGM으로 인해 EPS(1주당 순이익)가 훼손된다.

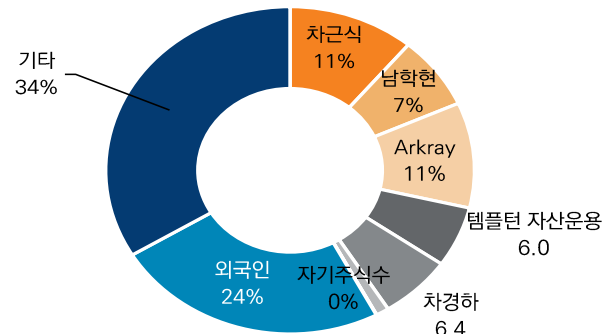
우리는 CGM이 EPS 상승에 기여하는 시점에서 현재가치로 할인하여 CGM 가치를 EPS에 선반영하기 보다는 동사에 적용하는 목표주가배수를 P/E 18배에서 31배로 변경하고자 한다. 그동안 Peer에는 인슐린이나 자가혈당측정기 등 Commodity 비중이 높은 기업들로 한정시켜왔으나, 글로벌 Peer를 혁신 당뇨관리 제품을 제조하는 기업으로 확장하였다. 31배는 글로벌 Peer 평균에서 10% 할인한 값이다.

동사의 목표배수를 기존보다 높게 설정한 이유는 2가지다. 첫번째는 CGM 시장이 GLP-1 치료제의 확산과 함께 더 커질 가능성이 높기 때문이다. 두번째는 CGM을 직접 착용해본 결과, 동사의 CGM이 객관적 스펙은 글로벌 경쟁사보다 열위하나, 4가지 측면에서 나름의 경쟁력을 갖추고 있다고 판단했기 때문이다.

향후 동사의 CGM관련 스케줄은 4Q23(유럽 공급계약, 버전2 탐색 임상개시), 1Q24(CE 허가 획득, 카카오톡스 어플 허가), 2Q24(CGM 해외 판매 개시)로 기대한다. 해당 이벤트 달성여부와 시점에 따라 목표주가배수 상향요인이 될 수 있다.

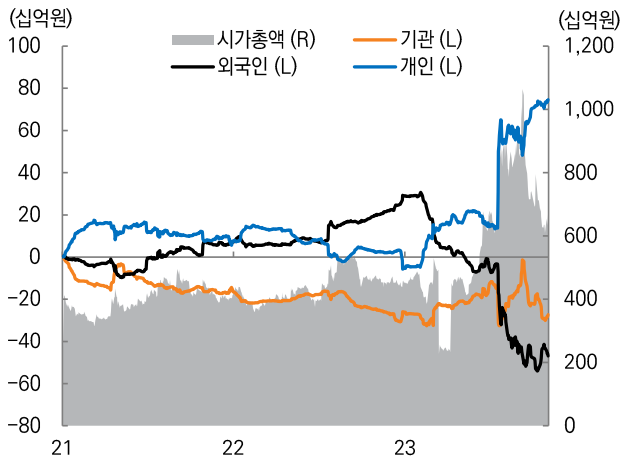
2023년 매출은 전년 대비 2% 증가한 2,701억원, 영업이익은 전년 대비 21% 감소한 156억원(OPM 5.8%)을 예상한다. 미터기 원가상승과 임상시험 및 인허가 비용 70~80억원으로 비용이 크게 증가하고 있다. 최근 인수한 Agamatrix 영업 정상화 속도가 빨라진다면, 실적 상향요인이 될 수 있다.

그림 20. 지분율



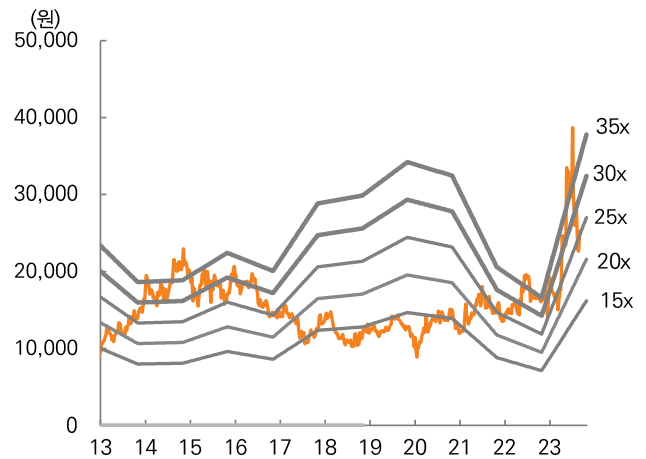
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 21. 투자자별 순매수량 vs. 시가총액 추이



자료: QuantWise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 22. 12개월 선행 PER 밴드 차트



자료: QuantWise, 미래에셋증권 리서치센터

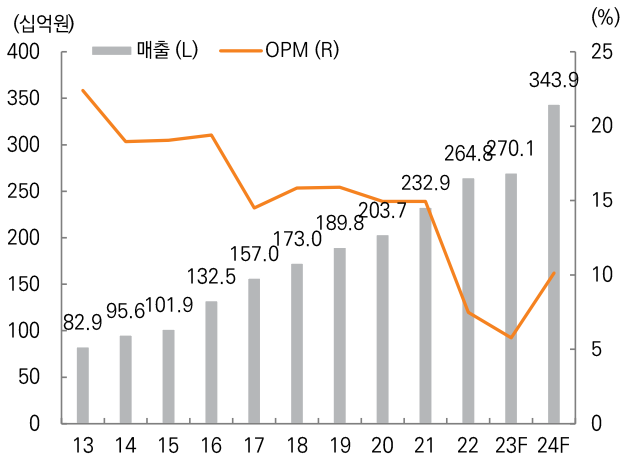
표 5. Global peer valuation

(십억원)

회사명	시가총액	영업이익률 (%)			PER (배)			PSR (배)			ROE (%)			매출액 (십억원)		
		22	23F	24F	22	23F	24F	22	23F	24F	22	23F	24F	22	23F	24F
일라이 릴리	710,895	25.0	21.9	33.0	64.2	82.5	46.2	16.0	16.0	13.9	46.9	58.1	80.4	36,885	43,946	50,752
노보 노디스크	583,916	42.3	44.3	44.9	-	37.2	30.6	-	13.4	11.1	88.8	86.4	82.6	32,296	43,097	52,409
로슈 홀딩	284,063	27.6	33.3	34.0	17.2	12.8	11.7	3.1	3.2	3.1	42.7	45.6	41.5	85,593	87,852	92,134
애보트 래버러토리	219,435	19.2	22.2	22.0	29.3	21.6	20.7	4.2	4.2	4.0	14.1	19.3	20.3	56,415	54,232	56,421
메드트로닉	127,326	17.6	25.4	25.9	17.1	14.2	13.3	3.1	3.0	2.9	7.0	13.2	13.8	41,106	43,324	45,312
덱스컴	49,663	13.4	19.0	19.8	85.3	70.5	58.7	11.1	10.5	8.7	18.4	21.4	23.5	3,760	4,863	5,846
인슐렛	14,972	2.9	9.8	11.3	90.1	83.0	65.4	7.3	6.9	5.7	23.2	24.9	20.8	1,687	2,153	2,583
Sinocare Inc	2,920	15.7	13.0	13.5	41.5	37.2	30.0	4.1	4.0	3.4	12.4	12.7	13.9	540	745	883
탠덤 다이아비티즈	1,355	-11.6	-14.8	-10.2	-	-	-	1.3	1.3	1.2	-56.7	-25.5	-19.9	1,035	1,018	1,121
아이센스	696	7.5	7.4	9.9	137.6	45.9	29.2	2.7	2.4	2.0	2.7	5.2	7.8	265	285	341
타이보 과기	557	43.0	20.2	23.1	7.7	14.2	14.5	2.0	2.8	3.0	21.4	11.0	10.5	417	204	188
전체 평균		18.4	18.3	20.6	54.4	41.9	32.0	5.5	6.2	5.4	20.1	24.8	26.8	23,636	25,610	27,999

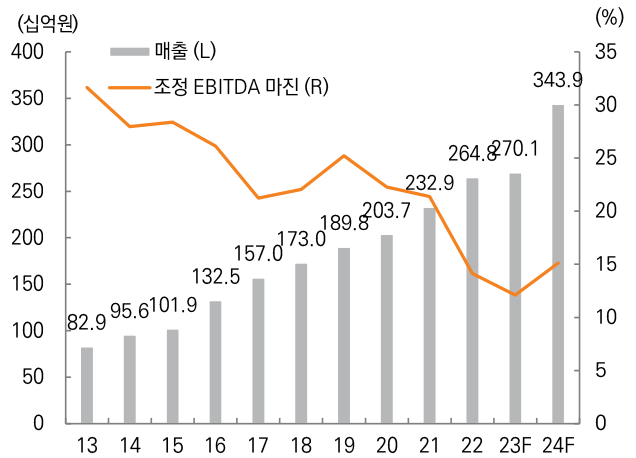
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 23. 매출 및 영업이익률 추이



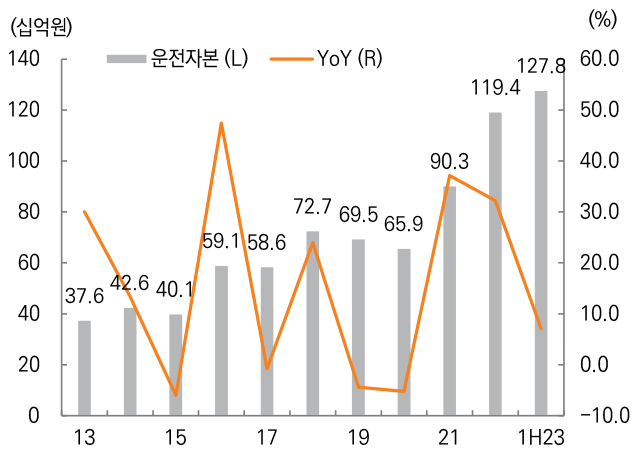
자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 24. 매출 및 조정 EBITDA 추이



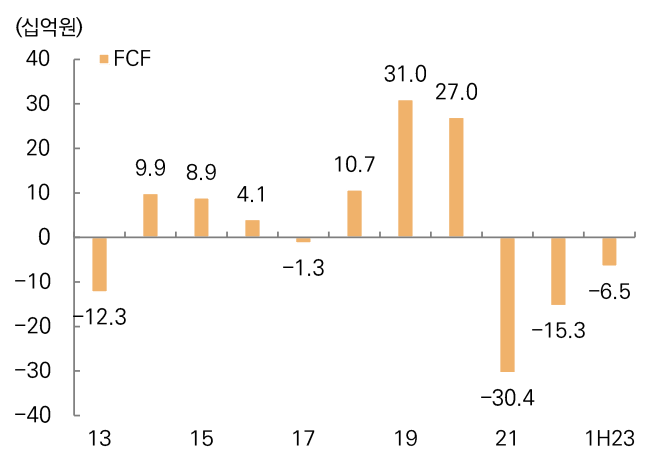
자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 25. 운전자본 추이



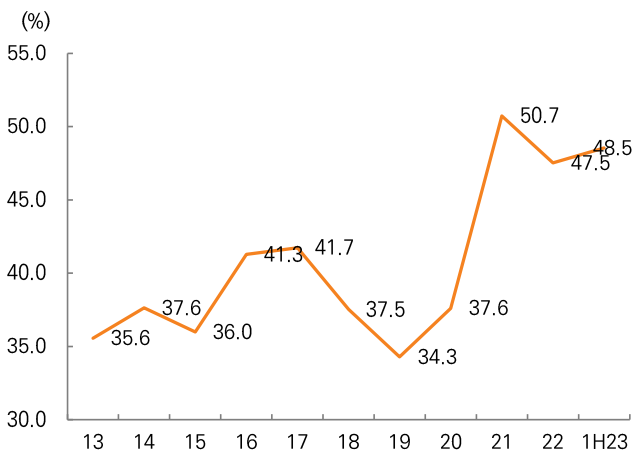
자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 26. FCF 추이



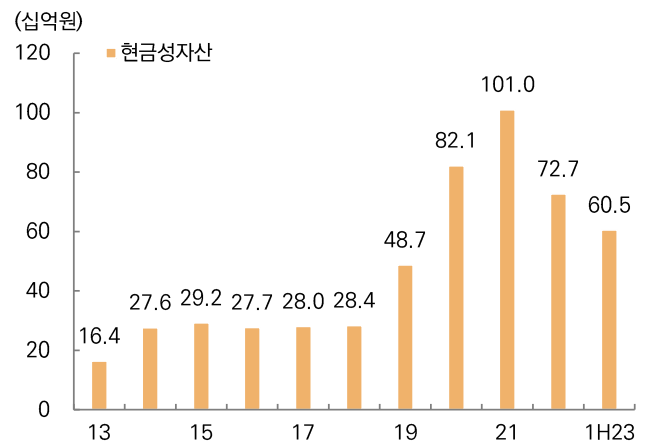
자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 27. 부채비율 추이



자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 28. 현금성자산 추이



자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

아이센스 (099190)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	265	270	344	391
매출원가	159	162	198	224
매출총이익	106	108	146	167
판매비와관리비	86	93	111	116
조정영업이익	20	16	35	52
영업이익	20	16	35	52
비영업손익	-1	0	1	1
금융손익	0	1	1	2
관계기업등 투자손익	-2	-1	0	0
세전계속사업손익	19	16	36	53
계속사업법인세비용	3	3	7	10
계속사업이익	16	13	30	44
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	16	13	30	44
지배주주	16	13	30	44
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	19	14	30	44
지배주주	19	15	33	48
비지배주주	0	-1	-3	-4
EBITDA	32	28	47	64
FCF	-15	-15	13	36
EBITDA 마진율 (%)	12.1	10.4	13.7	16.4
영업이익률 (%)	7.5	5.9	10.2	13.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	6.0	4.8	8.7	11.3

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	217	235	268	319
현금 및 현금성자산	62	49	51	77
매출채권 및 기타채권	53	64	75	84
재고자산	81	100	117	130
기타유동자산	21	22	25	28
비유동자산	232	252	255	251
관계기업투자등	12	14	16	18
유형자산	178	195	193	187
무형자산	15	15	13	12
자산총계	450	487	522	570
유동부채	75	103	112	120
매입채무 및 기타채무	29	36	42	47
단기금융부채	35	48	48	48
기타유동부채	11	19	22	25
비유동부채	70	70	71	72
장기금융부채	66	65	65	65
기타비유동부채	4	5	6	7
부채총계	145	173	184	192
지배주주지분	286	295	320	359
자본금	7	14	14	14
자본잉여금	47	41	41	41
이익잉여금	214	222	247	286
비지배주주지분	19	19	19	19
자본총계	305	314	339	378

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	7	13	23	40
당기순이익	16	13	30	44
비현금수익비용가감	26	16	17	20
유형자산감가상각비	10	11	11	11
무형자산상각비	2	1	1	1
기타	14	4	5	8
영업활동으로인한자산및부채의변동	-33	-15	-19	-16
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-5	-10	-10	-9
재고자산 감소(증가)	-32	-19	-17	-14
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	9	-3	3	2
법인세납부	-7	-5	-7	-10
투자활동으로 인한 현금흐름	17	-27	-14	-7
유형자산처분(취득)	-12	-28	-10	-4
무형자산감소(증가)	-1	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	16	-15	-4	-3
기타투자활동	14	16	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-9	5	-4	-5
장단기금융부채의 증가(감소)	-2	12	0	0
자본의 증가(감소)	1	1	0	0
배당금의 지급	-4	-5	-5	-5
기타재무활동	-4	-3	1	0
현금의 증가	14	-13	2	26
기초현금	47	62	49	51
기말현금	62	49	51	77

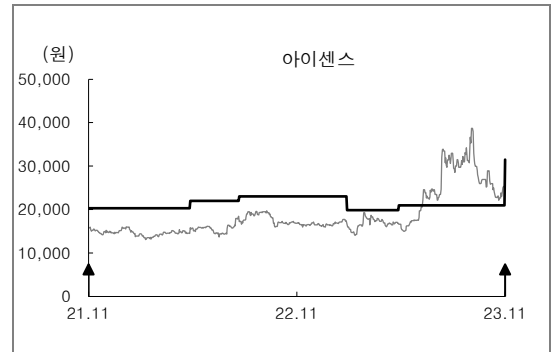
자료: 아이센스, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	28.0	48.6	21.7	14.8
P/CF (x)	10.7	21.9	13.7	10.2
P/B (x)	1.6	2.2	2.0	1.8
EV/EBITDA (x)	15.9	25.8	15.2	10.9
EPS (원)	587	483	1,081	1,591
CFPS (원)	1,538	1,073	1,713	2,308
BPS (원)	10,416	10,715	11,620	13,036
DPS (원)	175	175	175	175
배당성향 (%)	30.2	36.5	16.2	11.0
배당수익률 (%)	1.1	0.7	0.7	0.7
매출액증가율 (%)	13.7	2.0	27.3	13.8
EBITDA증가율 (%)	-30.3	-12.2	68.5	34.7
조정영업이익증가율 (%)	-43.1	-21.4	123.8	48.0
EPS증가율 (%)	-36.6	-17.7	123.5	47.3
매출채권 회전율 (회)	5.2	4.7	5.0	5.0
재고자산 회전율 (회)	4.0	3.0	3.2	3.2
매입채무 회전율 (회)	13.7	10.9	11.2	11.2
ROA (%)	3.6	2.8	5.9	8.0
ROE (%)	5.8	4.6	9.7	12.9
ROIC (%)	5.7	4.0	8.2	11.6
부채비율 (%)	47.5	55.2	54.2	50.9
유동비율 (%)	291.3	228.2	238.1	265.4
순차입금/자기자본 (%)	11.4	17.6	15.3	6.6
조정영업이익/금융비용 (x)	10.6	16.6	1,211.9	1,788.3

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
아이센스 (099190)				
2023.11.06	매수	31,500	-	-
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
2022.05.03	매수	22,018	-29.46	-16.13
2021.07.29	매수	20,267	-24.88	-10.86



* 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 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

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

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
88.81%	7.24%	3.29%	0.66%

* 2023년 09월 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.