MIRAE ASSET 미래에셋증권

의료기기/디지털헬스 (비중확대)

아시아 견문록: Roadshow 및 생산공장 탐방기

김충현
choonghyun.kim@miraeasset.com

박선영
seunyoung.park@miraeasset.com





CONTENTS

아시아 로드쇼 및 현지법인 탐방기 3

1. 파마리서치(214450): 동양 챔피언에 올라섰으니, 이제 더 넓은 세계로 3
2. 아이센스(099190): **이제 잘 팔기만 하면 된다** 4

Global Company Analysis 5

파마리서치 6
아이센스 24

아시아 로드쇼 및 현지법인 탐방기

1. 파마리서치(214450): 동양 챔피언에 올라섰으니, 이제 더 넓은 세계로

이번 Roadshow를 통해서 아시아 지역에서 한국 의료관광이 이제는 하나의 트렌드가 되었음과 리쥬란 브랜드의 위상을 다시 한 번 확인할 수 있었다. 모든 기관투자자는 본인이 미용 시술을 해봤거나 한국 의료관광을 경험해본 지인이 있었다. 또한, 리쥬란은 스킨부스터 카테고리의 대명사로 인식되고 있었다. 투자하고자 하는 대상의 익숙함은 섹터가 성장하기 위한 가장 중요한 요소 중 하나다. 로드쇼 내내 가장 많이 언급되었던 단어는 "So Cheap (매우 저렴하다)"이었다. 한국 의료관광은 외국인 입장에서 미용 시술의 Arbitrage를 누리는 전략이라는 점에서 지속가능성이 매우 높아보였다.

동사의 가장 뜨거운 감자였던 인적분할 취소는 향후에도 발생할 잠재 리스크보다는 불확실성 해소 내지는 주주가치 제고로 판단하여 긍정적인 평가가 대부분이었다. 이제 동사는 시가총액 10조원 이상을 바라보는 것이 허황된 꿈이 아닌 기업이 되고 있다. 이를 위해서는 리쥬란의 글로벌 시장 침투 확대와 더불어 M&A가 필수적이다. 단기간에 리쥬란의 의존도를 낮춤과 동시에 리쥬란과 판매 시너지가 높은 품목을 확보할 수 있기 때문이다. 우리는 M&A를 동사의 투자포인트로 가져갈 수 있다는 것만으로도 인적분할 취소는 긍정적으로 평가한다.

의료관광의 뜨거운 분위기 속 리쥬란의 오리지널 브랜드 선호 현상 수혜는 올해 내내 이어질 가능성이 높아보인다. 아시아에서의 브랜드파워가 검증된 상황에서 이제 동사의 투자포인트는 점차 유럽 수출 성과와 M&A로 이동할 가능성이 높다.

유럽은 아시아 국가와 달리 한국까지의 비행거리가 멀 뿐 아니라 스킨부스터가 생소하다는 진입장벽이 있다. 유럽인들은 스킨부스터보다는 톡신이나 필러 같은 컨투어링 시술에 더 익숙하다. 리쥬란이 추구하는 피부관리 시술은 경쟁제품인 스컬트라의 매출증가 속도만 보더라도 유럽에서 상대적으로 새로운 개념이다. 따라서 아시아를 넘어서 글로벌 스킨부스터로 진화하기 위해서는 현재 역량을 집중하고 있는 유럽에서의 성과가 중요하다.

2. 아이센스(099190): 이제 잘 팔기만 하면 된다

우리는 지난 2025년 6월 아이센스 독일법인을 방문한데 이어, 송도 제2공장을 방문하였다. 독일 탐방을 통해 영업상의 애로사항과 시장진입에 중요한 포인트를 확인할 수 있었는데, 이번 공장 탐방을 통해서 동사의 생산역량을 확인할 수 있었다.

동사는 신사업인 CGM을 준비하는 과정에서 영업이익률이 크게 훼손되었다. 결국 동사의 영업이익률이 정상화되기 위해서는 CGM 사업이 궤도에 올라야 한다. 단기적으로 해외 사업에서 가장 중요한 유럽시장 침투는 하반기부터 본격화될 것으로 보인다. 유럽시장에서 2025년 3월 선택보정과 Non-adjunctive 기능(치료용 목적)을 허가받았고, 2025년 9~10월 보험시장에 진출하기 위한 필요한 CGM 전용 리시버(Receiver)가 출시될 예정이기 때문이다.

이제 동사는 유럽침투를 뒷받침해 줄 약 800억~1,000억원의 CGM 생산역량을 확보하였다. 이제 수율을 높이고, CGM 판매증가로 인한 규모의 경제효과를 바탕으로 생산효율화를 달성하는 것이 중요하다. 이런 상황에서 시장 포지셔닝 관점에서 동사의 강력한 경쟁자인 중국업체에 대해 ABT와 DXCM같은 선도기업들과 EU가 견제를 하고 있다는 것도 긍정적이다.

CGM 시장의 핵심은 이제 태동하는 시장에서 실질적인 Player가 몇 안된다는 것이다. 본격적으로 시장에 침투하는 시기인만큼 장기적이며 관대한 시선이 필요하다.

Global Company Analysis

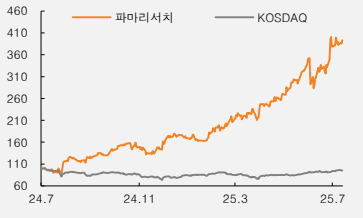
MIRAE ASSET 미래에셋증권

Equity Research
2025.7.23

투자의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 670,000원
현재주가(25/7/23)	583,000원
상승여력	14.9%

영업이익(25F,십억원)	196
Consensus 영업이익(25F,십억원)	206
EPS 성장률(25F,%)	60.3
MKT EPS 성장률(25F,%)	24.6
P/E(25F,x)	42.2
MKT P/E(25F,x)	11.6
KOSDAQ	813.56
시가총액(십억원)	6,057
발행주식수(백만주)	10
유동주식비율(%)	64.0
외국인 보유비중(%)	18.0
베타(12M) 일간수익률	0.08
52주 최저가(원)	129,900
52주 최고가(원)	594,000

(%)	1M	6M	12M
절대주가	19.0	141.9	304.6
상대주가	14.8	115.3	303.9



[첨단의료기기/디지털헬스]

김충현, CFA
choonghyun.kim@miraeasset.com

박선영
seunyoung.park@miraeasset.com

214450 · 의료장비 및 용품

파마리서치

동양 챔피언에 올라섰으니, 이제 더 넓은 세계로

아시아 Roadshow 후기: 동양 챔피언에서 세계 챔피언으로의 여정

이번 Roadshow를 통해서 아시아지역에서 한국 의료관광이 이제는 하나의 트렌드가 되었음과 리쥬란 브랜드의 위상을 다시 한 번 확인할 수 있었다. 모든 기관투자자는 본인이 미용 시술을 해봤거나 한국 의료관광을 경험해본 지인이 있었다. 또한, 리쥬란은 스킨부스터 카테고리의 대명사로 인식되고 있었다. 투자하고자하는 대상의 익숙함은 섹터가 성장하기 위한 가장 중요한 요소 중 하나다. 로드쇼 내내 가장 많이 언급되었던 단어는 "So Cheap (매우 저렴하다)"이었다. 한국 의료관광은 외국인 입장에서 미용 시술의 Arbitrage를 누리는 전략이라는 점에서 지속가능성이 매우 높아보였다.

동사의 가장 뜨거운 감자였던 인적분할 취소는 향후에도 발생할 잠재 리스크보다는 불확실성 해소 내지는 주주가치 제고로 판단하여 긍정적인 평가가 대부분이었다. 이제 동사는 시가총액 10조원 이상을 바라보는 것이 허황된 꿈이 아닌 기업이 되고 있다. 이를 위해서는 리쥬란의 글로벌 시장 침투 확대와 더불어 M&A가 필수적이다. 단기간에 리쥬란의 의존도를 낮춤과 동시에 리쥬란과 판매 시너지가 높은 품목을 확보할 수 있기 때문이다. 우리는 M&A를 동사의 투자포인트로 가져갈 수 있다는 것만으로도 인적분할 취소는 긍정적으로 평가한다.

의료관광의 뜨거운 분위기 속 리쥬란의 오리지널 브랜드 선호 현상 수혜는 올해 내내 이어질 가능성이 높아보인다. 아시아에서의 브랜드파워가 검증된 상황에서 이제 동사의 투자포인트는 점차 유럽 수출 성과와 M&A로 이동할 가능성이 높다.

유럽은 아시아 국가와 달리 한국까지의 비행거리가 멀 뿐 아니라 스킨부스터가 생소하다는 진입장벽이 있다. 유럽인들은 스킨부스터 보다는 톡신이나 필러 같은 컨투어링 시술에 더 익숙하다. 리쥬란이 추구하는 피부관리 시술은 경쟁제품인 스컬트라의 매출증가 속도만 보더라도 유럽에서 상대적으로 새로운 개념이다. 따라서 아시아를 넘어서 글로벌 스킨부스터로 진화하기 위해서는 현재 역량을 집중하고 있는 유럽에서의 성과가 중요하다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	261	350	515	626	747
영업이익 (십억원)	92	126	196	239	287
영업이익률 (%)	35.2	36.0	38.1	38.2	38.4
순이익 (십억원)	77	92	160	198	242
EPS (원)	7,481	8,608	13,800	17,139	20,901
ROE (%)	19.7	18.9	26.2	25.4	24.5
P/E (배)	14.6	30.5	42.2	34.0	27.9
P/B (배)	2.6	5.6	9.8	7.7	6.1
배당수익률 (%)	0.9	0.4	0.2	0.2	0.2

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

실적 추정 및 Valuation

목표주가 670,000원으로 상향하며, 매수의견 유지

실적추정치(조정 EBITDA 기준) 상향과 목표 주가배수 상향(EV/EBITDA 25배 → 31배)을 반영하여 목표주가를 670,000원(기존 520,000원)으로 상향한다. 투자의견은 매수를 유지한다.

2025년은 의료관광에 의한 리쥬란의 견조한 수요가 이어지며 매출 5,150억원(47% YoY), 조정 EBITDA 2,132억원 (51% YoY, 조정 EBITDA 마진 41%), 영업이익 1,958억원(55% YoY, OPM 38%)을 기록할 것으로 예상한다. 2025년 리쥬란 매출은 2,300억원을 넘어설 것으로 예상한다. 현재 의료관광객 유입 추이와 하반기 중국 무비자 정책시행 가능성을 고려하면 충분히 달성가능한 숫자라고 생각된다.

현 주가는 12개월 FWD EV/EBITDA 기준 18배로 글로벌 Peer(16배) 및 동사의 지난 3년 평균(8배) 대비 프리미엄으로 평가되고 있다. 피부 미용 업계에서 오리지널 제품이 가지는 영향력과 상징성, 그리고 점차 높아질 해외매출 비중, 포트폴리오 다각화(에너지기반 미용기기, PLLA 스킨부스터, 톡신 등), M&A 가능성 등이 밸류에이션에 포함되어 있다.

동사의 높은 밸류에이션은 최근 몇분기동안 시장의 기대치를 훌쩍 뛰어넘는 실적을 거듭 기록했기 때문이다. 이 과정에서 시장 기대치가 상당히 높아진 감도 없지 않다. 올해는 의료관광 트렌드를 고려할 때 외형성장의 큰 걸림돌은 없어보인다. 그러나 내년에는 올해의 높은 실적이 반대로 넘어서야할 높은 기저(Base)가 된다. 또한 지금은 기대감만 반영된 유럽 수출이 내년부터는 실제 숫자로 반영되기 시작할 것이다.

동사는 국내의 고성장을 기반으로 Small Cap에서 Mid Cap으로 올라섰다. 이제 Mid Cap을 넘어 Large Cap 혹은 Mega Cap 기업으로 진화하기 위한 증명의 시간이 다가오고 있다. 글로벌 의료 시장에서 매출이 10억 달러(1.3조원)이 넘는 제품을 블록버스터라고 한다. 국내 기반의 글로벌 블록버스터 탄생을 기대한다.

표 1. 목표주가 산정

항목	수치	비고
EBITDA(십억원)	239	12개월 선행
목표 EV/EBITDA(배)	31.0	Inmode의 주가랠리 시기 평균의 +1 표준편차
기업가치(십억원)	7,407	
순차입금(십억원)	-474	12개월 선행
주주 가치(십억원)	7,881	
주식수	11,685	CVC 상환전환우선주 반영
목표주가	670,000	
현재주가	583,000	
상승여력	15%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 수익예상 변경표 (십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	25F	26F	25F	26F	25F	26F	
매출액	491	594	515	626	4.8	5.4	리쥬란 내수 매출 추정 상향
영업이익	187	227	196	239	5.0	5.1	
순이익	147	182	160	198	9.5	9.0	

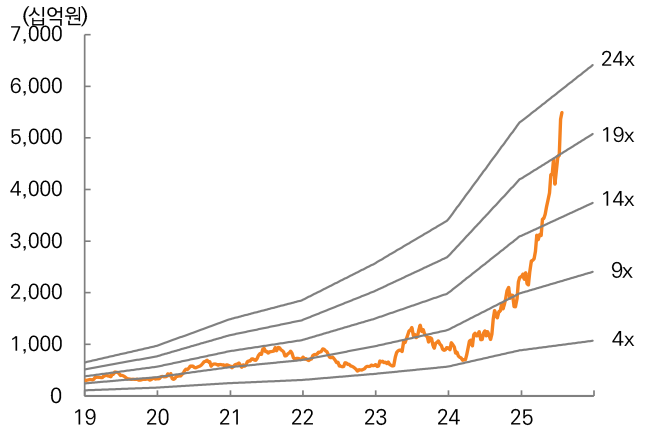
주: K-IFRS 기준
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 분기별 실적 전망 표 (십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	**74.7**	**83.1**	**89.2**	**103.1**	**116.9**	**130.5**	**132.3**	**135.3**	**350.1**	**515.0**	**625.7**
의약품	16.3	17.9	16.1	14.2	17.2	18.0	17.5	18.1	64.5	70.8	75.8
의료기기	38.4	43.0	50.7	61.5	69.5	78.3	79.9	81.5	193.6	309.2	380.2
화장품	17.7	19.9	16.9	22.8	27.9	31.5	32.1	32.8	77.3	124.4	157.1
기타	2.3	2.3	5.5	4.2	2.4	2.7	2.8	2.9	14.3	10.7	12.5
영업이익	**26.7**	**30.8**	**34.9**	**33.7**	**44.7**	**50.4**	**51.3**	**49.4**	**126.1**	**195.8**	**238.6**
순이익(지배)	**17.2**	**31.4**	**24.7**	**18.7**	**36.2**	**41.2**	**42.1**	**40.8**	**92.0**	**160.4**	**198.2**
매출 성장률(%)	34.8	24.4	29.7	47.3	56.5	57.1	48.3	31.2	34.1	47.1	21.5
의약품	32.7	32.6	7.6	3.2	5.4	0.5	8.8	27.8	18.3	9.8	7.0
의료기기	39.0	24.2	36.7	67.1	81.0	82.1	57.7	32.5	42.2	59.7	23.0
화장품	27.7	18.1	20.9	48.6	57.5	58.5	90.2	43.9	28.7	60.9	26.3
기타	38.5	28.4	100.4	2.8	1.5	15.5	-50.0	-31.2	39.1	-25.5	17.6
영업이익률 (%)	35.7	37.0	39.1	32.7	38.3	38.6	38.8	36.5	36.0	38.0	38.1
순이익률 (지배,%)	24.5	34.6	28.6	15.9	30.8	31.6	31.9	30.2	25.4	31.1	31.7

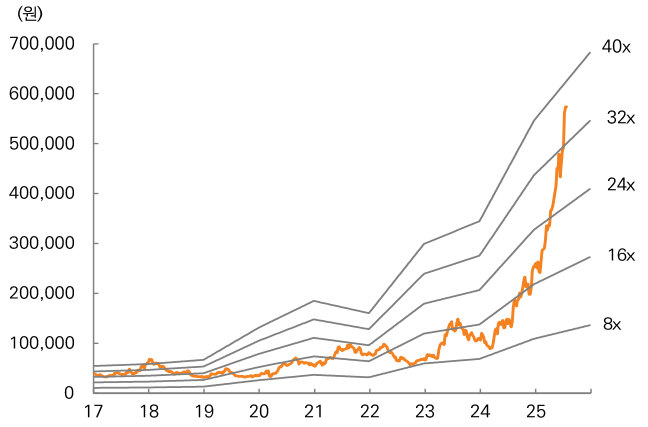
자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 12개월 선행 EV/EBITDA 밴드 차트



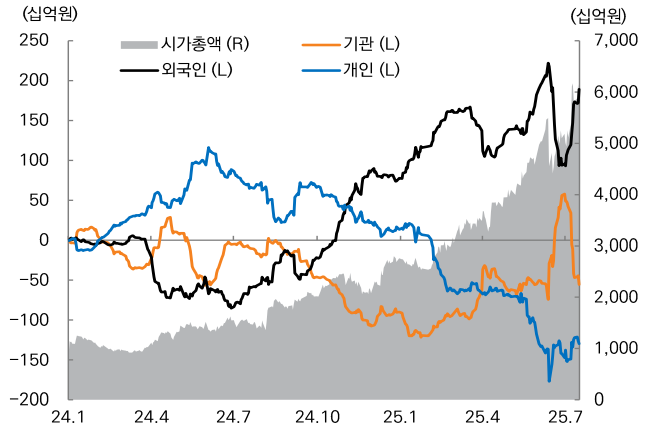
자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 12개월 선행 P/E 밴드 차트



자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 투자자별 순매수량 vs. 시가총액 추이



자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 12개월 선행 EV/EBITDA와 표준편차



자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. Global Peer Valuation

회사명	시가총액 (십억원)	영업이익률 (%)			PER (배)			P/S (배)			ROE (%)			매출(십억원)		
		24	25F	26F	24	25F	26F	24	25F	26F	24	25F	26F	24	25F	26F
파마리서치	5,943	36.0	39.6	42.3	53.2	38.6	29.4	15.1	11.5	9.6	19.3	25.4	19.9	350	515	619
휴젤	4,294	44.6	48.7	50.8	26.3	24.6	19.5	9.7	9.5	7.9	16.4	16.6	13.4	373	450	542
클래시스	3,806	50.4	49.9	51.0	37.2	27.3	21.7	13.9	10.8	8.9	25.1	19.1	16.1	243	352	428
Establishment Labs	1,710	(30.1)	(19.4)	(5.5)	-	-	-	7.2	6.0	4.8	-	-	-	227	284	354
Inmode	1,225	28.5	26.0	27.5	6.0	8.7	7.8	2.7	2.3	2.2	5.1	2.9	2.6	539	526	554
원텍	1,188	30.2	37.0	36.0	33.4	24.9	23.1	9.1	7.8	7.0	10.6	19.0	17.5	115	152	170
메디톡스	1,150	8.9	18.4	22.7	50.0	27.7	18.8	4.6	4.3	3.8	20.1	17.2	13.1	229	269	302
Evolus	825	(13)	3	13	-	-	16.6	2	2	1	-	69	11	363	479	639
AirSculpt Tech	485	(1.0)	(1.5)	(0.2)	-	-	-	1.9	2.1	2.0	-	25.1	21.1	246	224	235
Sisram Medical	440	10.3	13.0	12.3	12.6	8.1	6.5	0.9	0.8	0.6	4.1	6.4	4.8	476	569	718
아스테라시스	404	23.1	37.6	42.0	50.9	25.4	16.7	11.1	8.4	5.6	28.7	20.0	14.1	29	48	72
Beauty Health	290	(20.3)	(11.5)	(6.4)	-	-	-	0.6	0.7	0.7	-	19.2	20.6	456	404	428
동방메디컬	256	14.7	18.4	21.0	63.9	15.4	11.0	1.9	1.9	1.6	-	7.4	5.0	105	134	162
한스바이오메드	123	0.8	-	-	-	-	-	1.4	-	-	22.2	-	-	81	-	-
전체 평균		**13.1**	**19.9**	**23.6**	**37.0**	**22.3**	**17.1**	**5.9**	**5.2**	**4.3**	**16.8**	**20.6**	**13.2**	**273.7**	**339.0**	**401.7**

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

아시아 Roadshow 주요 Q&A 요약

1. 피부미용 산업의 이해 및 비즈니스 모델

Q) 리쥬란 시술가격 트렌드와 병원 수익기여?

A) 병원마다 편차가 크다. 공장형 병원의 경우 보통 2cc에 15만원 정도하고, 30만~40만원 하는 병원도 있다. 평균적으로 20만원 수준으로 알고 있다. 다만 과거에 비해 가격이 하향세인 것은 맞다. 4년전 평균 시술가는 2cc당 40만원 정도였다.

현재 리쥬란은 그 자체로의 수익 기여뿐 아니라 다른 제품과 콤비네이션 시술까지 이어지는 핵심 시술로 자리잡은 것 같다. 여러 병원에서 리쥬란을 받는 환자일수록 재방문하는 비율이 높다는 이야기를 듣고 있다. 여담으로 리쥬란이 아무래도 통증이 있는 시술이다보니 리쥬란 시술 테크닉이 좋다고 소문난 병원이 환자 모객에 상당히 유리한 것 같다.

Q) 리쥬란의 시술주기는?

A) 일반적인 프로토콜은 6개월에 한 번이다. 최근 한국에서 연간 3~4회의 시술주기가 늘어나고 있다. 시술 횟수도 중요하지만 한 번에 맞는 용량도 중요하다. 우리 제품은 빈도보다 용량의존적이다. 즉, 더 많이 사용할수록 효과적이지만, 통증과 비용의 문제가 생긴다. 그럼에도 최근 3cc 시술도 증가하고 있다. 보통 리쥬란 한 시린지는 2cc이다. 아마 신규 고객보다 기존고객의 재방문이 늘어나면서 통증에 익숙해지고 있기 때문이 아닐까 추측하고 있다. 외국인 의료 관광객들에서는 4~6cc가 꽤 인기 있다고 한다. 우리는 차세대 제품으로 고농축 제품을 개발 중이다. 한국에서 우리 고객의 절반은 반복 구매 고객으로 파악하고 있다. 통증을 줄이는 것은 초기 고객의 반복 구매를 유도하는데 중요하지만, 역설적으로 통증 때문에 효과가 있다고 생각해서 반복구매를 하는 고객들도 있다.

Q) 의료관광의 기여?

A) 구체적인 환자 데이터는 없다. 우리의 주요 의사들을 대상으로 설문 조사를 실시했는데, 그들의 매출의 30%가 의료관광객에서 비롯된다고 답변했다. 좀 더 정량적인 환자 정보를 수집하기 위해 로열티 프로그램을 진행 중이다.

Q) 유통사 선정방식?

A) 우리는 국가별로 한 개의 유통업체를 선택해왔지만, 독점계약은 아니다. 경우에 따라 2개 이상의 유통업체와 계약하는 경우도 있다. 유통마진은 통상 10~15%다.

Q) 스킨부스터 시장규모?

A) 과거 우리는 대한민국 시장의 TAM이 1,000억원정도라고 생각했는데, 40% 이상의 성장률을 기록하고 있다. 현재 대한민국의 톡신시장 규모가 3,000~4,000억원, 필러는 2,000억원으로 추정되고 있는데, 그 이상은 달성 가능하지 않을까 싶다.

2024년 기준 한국 스킨부스터 시장은 2,000억원 규모로 보고 있고, 우리는 1,000억원의 매출을 기록했다. 한 명의 고객이 연 3~4회를 맞는다고 가정하면 이용 고객수는 30만명이다. 의료 관광객 수치까지 고려하면 높은 수치라고 보기는 어렵다. 올해는 1,500억원 정도 매출을 기록할 것 같다. 이용 고객으로 환산하면 45만명 수준이다.

현재 해외 사업은 대부분의 국가에서 초기 시장이며, 피부건강을 위해 모든 것을 시도하는 선구자들을 중심으로 매출이 일어나고 있다. 해외 사업의 중심은 아시아이며, 아시아 시장의 시장규모는 1조원 이상 된다고 생각한다. 중국은 6,000억원 수준은 되는 것으로 파악하고 있다.

올해 말부터 본격적으로 침투가 시작될 유럽은 5,000억원 수준으로 파악하고 있다. 유럽에서는 스킨부스터 보다는 톡신이나 필러 같은 컨투어링 시술에 더 익숙하다. 우리가 추구하는 피부관리 시술은 시장이 존재하기는 하나 이들에게 상대적으로 새로운 개념이다. 그런 점에서 소비자들이 피부관리, 스킨부스터의 개념을 받아들이는데 시간이 필요할 것이라고 생각한다.

Q) 한국에서 주사요법 시술 트렌드?

A) 한국에는 재밌는 시술문화가 있다. 피부과를 방문하면 실장이 상담을 진행한다. 이들은 상담을 진행하면서 업셀링이나 복합시술을 유도한다. 복합시술시 횟수와 개수에 따라 추가 할인 혜택이 제공된다. 실장 상담 시스템이 싱가포르, 홍콩 등 다른 국가로 수출되고 있는 것으로 안다.

리쥬란과 함께 복합시술로 선호되는 시술은 다른 주사요법(톡신, 스킨부스터, 필러)이나 마이크로니들 고주파 미용기기다. 현재 주사요법들은 유사한 점도 있지만, 서로 다른 효능이 있다. 우리는 피부탄력 개선이나 주름을 채우는 목적보다는 피부 결을 개선시키는 피부관리에 가깝다. 이로 인해 많은 미용 시술들은 서로 보완적이며 결합시술로 사용될 수 있는 것이다. 수면마취를 한 상태에서 모든 고통스러운 미용시술을 한 번에 받는 프로그램도 있다. 그런 점에서 다른 주사요법간의 경쟁은 치열하다고 보기 어렵다고 생각한다.

Q) 한국시장에서 스킨부스터 시장 점유율은?

A) 시장 점유율은 어떤 제품과 비교할 것이냐에 따라 다르게 볼 수 있을 것 같다. 리쥬란의 주요 성분인 PN 요법으로 하면 우리가 97% 이상이며, 다른 주사요법(톡신, 필러, 스킨부스터)까지 포함하면 더 낮아질 수 있다. 그런데 다른 PN이 아닌 다른 성분들은 우리와 콤비 시술로 함께 활용되는 경우가 많아, 경쟁제품으로 보기보다는 보완재 성격으로 보는 편이 합리적인 것 같다.

2. 스킨부스터 사업(리쥬란)

Q) 파마리서치는 어떻게 리쥬란을 개발하였나?

A) 우리는 창업 초기 의약품 유통 회사로 시작했다. 당시 유통하던 의약품 중 하나가 이탈리아의 마스텔리라는 기업이 개발한 PDRN 기반의 플라센텍스라는 의약품이었다.

플라센틱스는 정형외과 수술 후 상처 치유를 위해 개발된 제품이었다. 그러나 창의적인 한국 의사들은 플라센틱스의 다른 용도를 발견하고, 이를 피부관리에 사용하기 시작했다. 우리는 정부 지원을 통해 PN과 PDRN 정제기술을 개발하기 시작했고, 이에 성공했다. 우리는 이후 마스텔리와 협상을 시작했고, 그들에게 특허를 양도하고 특허가 만료되는 2030년까지 로열티 없이 사용권을 부여받았다.

Q) 리쥬란의 경쟁우위는?

A) 우리의 특허는 2030년까지다. 다만, 특허가 우리 사업의 핵심 진입장벽은 아니다. 우리의 특허는 DNA 가공 프로세스인데, 이미 PN 주사제는 다른 경쟁제품이 3~4개 등장했다. 그럼에도 우리는 시장지배력을 유지하고 있는데, 그 이유로 크게 2가지가 있다고 본다.

첫번째는 브랜드 인지도다. 톡신의 보톡스처럼 리쥬란은 PN 주사의 대명사로 인식되고 있다. 두번째는 자연산 연어와 양식 연어의 차이에서 비롯된다. 양식어류에서는 충분한 크기의 DNA 조각을 만들기 어렵다. 대부분의 경쟁사는 우리와 달리 양식 연어를 사용한다.

Q) 리쥬란은 어떻게 성공할 수 있었나?

A) 리쥬란은 2014년 한국에서 처음 출시되었지만 처음부터 빠르게 성장한 것은 아니다. 당시에는 톡신이나 필러처럼 얼굴 형태를 바꾸는 시술이 선호되었다. 2020년대에 이르러서 자연스러움을 추구할 수 있는 시술의 인기가 높아지기 시작했고, 사람들은 피부 결 개선과 같은 피부관리 제품을 찾기 시작했다. 우리는 오랫동안 PN기반의 유일한 제품으로 계속해서 인기가 높아졌고, 팬데믹 이후에는 많은 아시아 국가로 수출되기 시작했다. 현재 스킨부스터라는 새로운 카테고리가 많은 국가에서 새로운 시술로 받아들여지고 있다.

Q) 작년 지역별 매출은?

A) 현재 내수매출 대비 수출 비중은 6대 4다. 국내 시장은 높은 성장률을 기록하고 있는데, 최근에는 외국인 의료관광객이 주도하고 있다. 해외 시장도 꾸준히 증가하고 있지만, 유럽 매출이 본격화되기 전까지는 6:4 비중이 유지될 것 같다.

2024년 국내에서는 리쥬란 약 1,000억원, 화장품 400억원의 매출을 기록했고, 해외 수출은 리쥬란 500억원(인도네시아 90억원, 중국 50억원, 일본 40억원 등), 화장품 400억원(중국 200억원, 일본 150억원, 미국 50억원 등)을 판매했다.

해외 수출은 아시아 시장에 집중되어 있고, 수출의 25% 정도만이 유럽과 미주에서 발생하고 있다. 아시아에서는 인도네시아가 가장 크고, 중국, 일본, 우크라이나, 호주 등이 주요 수출국가다. 올해말부터는 유럽시장으로 본격적으로 진출하려고 한다. 동유럽과 북유럽에서는 수출이 시작되었고, 서유럽쪽을 커버할 유통사와 협상이 진행 중이다. 거의 대부분의 국가에서 판매허가를 획득했고, 점진적으로 남미와 중동쪽으로 신규 허가가 예상된다.

Q) 유럽 파트너십 계약 진행 상황은?

A) 현재 협상이 진행 중인 파트너는 EU 10개국 이상 동시영업이 가능한 역량을 지닌 글로벌 에스테틱 기업이다. 당초 파트너십 계약 완료 시점을 6월~7월초로 생각했는데, 지연되고 있다. 가장 큰 이유는 과거와 달리 이번 파트너십 계약은 우리의 권리를 강화하는 방향으로 진행하려고 하기 때문이다.

예전에는 해외 파트너 관리를 적극적으로 하지 못했다. MOQ가 안 지켜지거나 마케팅적으로 우리가 원하는 메시지로 소통이 되지 않아도 우리가 터치할 수 있는 권한이 크지 않았다. 우리는 시장정보나 환자정보에 대해서도 적극적으로 수집하고 싶고, 마케팅 전략에도 적극적으로 참여하고 싶다. 물론 마케팅 집행에 대한 비용은 유통 파트너가 담당한다.

또한, ESG 관점에서 유럽은 재사용 용기, 생분해되는 포장지 등 신경써야할 부분이 있다. 실제 판매가 되기 전에 EU에서 요구하는 조항들을 맞춰 나가고 있다. 그러나 이러한 협상과 별개로 세미나같은 마케팅 활동은 유럽에서 조금씩은 진행 중이다. 계약 완료는 늦어도 7월말에는 되지 않을까 예상해본다.

Q) 미국 시장 업데이트는?

A) 현재 미국에서 유통되는 리쥬란은 의료기기가 아닌 화장품으로 허가를 받았다. 현지에서는 리쥬란을 얼굴에 도포하고 마이크로니들 고주파장비나 MTS 롤러를 활용해 흡수율을 높이는 식으로 활용되고 있다. 현재 미국에서 리쥬란을 경험하고 있는 셀럽들이 증가하고 있는데, 중동같은 다른 지역에서 시술받는 것으로 추정하고 있다. 미국 진출 목표는 2032년이다.

Q) 중국 시장 업데이트는?

A) 현재 중국에서 2등급 의료기기로 판매허가를 받았다. 피부에 주사하는 형태로 주입할 수 없고 도포하는 형태만 판매 가능하다. 리쥬란과 리쥬란 HB 2개 품목에 대해 3등급 의료기기로 허가를 진행하고 있으며, 목표시기는 2028년이다.

Q) 한국 시장에서 계절성은 어떻게 봐야 할까?

A) 우리가 외국인 의료 관광이 활성화되기 전 내국인 위주로 성장할 때는 여름이 비수기고, 4분기가 가장 성수기였다. 그러나 외국인 의료관광객이 증가하면서 눈에 띄는 계절성이 줄어들고 있다. 외국인 입장에서 의료관광으로 한국에서 피부미용 시술을 받는 것이 경제적인 인센티브가 크기 때문에, 의료관광객은 구조적으로 더 증가할 가능성이 크다고 생각한다. 따라서 지금은 계절성은 크게 의미가 없고, 마케팅 활동이 매출과 연관된다고 보는 편이 합리적이라고 생각한다.

Q) 리쥬란은 왜 아픈가?

A) 리쥬란의 주요 성분인 PN은 고분자로 점성이 매우 높고 끈적한 젤 형태다. PN을 피부 진피층에 주입하려면 강한 압력이 필요하다. 그런데 진피층은 밀도가 높고 신경이 많아 통증에 민감하다. 또한, PN은 약산성을 띄는데, 이로 인해 뻐근하고 따끔한 느낌을 유발한다.

Q) 현재 개발 중인 파이프라인은?

A) 우리는 크게 3가지 파이프라인이 있다. 첫번째로 고농축 버전의 리쥬란이 2027~2028년 출시를 목표로 개발되고 있다. 규제기관과 협의는 리쥬란을 처음 출시할 때보다 단축될 수 있을 것으로 생각한다. 리쥬란의 판매허가 프로세스를 진행하던 초기에는 규제기관에서 리쥬란을 신약처럼 생각하는 경우가 많았다. 그래서 PN이라는 물질이 무엇인지에부터 시작해서 리쥬란에 대한 여러 학술자료를 기반으로 리쥬란이라는 품목을 설명하는데 많은 시간이 소요되었다.

두번째 파이프라인은 항암치료제다. 뉴클레오티드를 활용한 나노 약물전달 시스템을 미국 캘리포니아 대학교(UCI)와 공동연구를 진행하고 있다. 암 조직 특이적으로 약물을 전달하여 화학항암제의 정상조직 손상과 약물 내성 및 독성을 줄이는 것이 목표다. 세번째 파이프라인은 탈모치료제다.

Q) 연어 수급?

A) 우리는 한국을 방문하는 야생 연어 중 태평양 연어(Pacific Salmon)를 사용한다. 태평양 연어가 회귀해서 알을 낳는 국가는 5개국 정도다. 한국을 제외한 다른 국가에서는 산란기간에 연어를 포획하는 것이 금지되어 있다. 한국은 정부가 연어 번식을 주관한다. 큰 어항을 만들고 연어를 포획해 인공 수정을 진행하며, 우리는 그 과정을 지원하며 남는 연어를 수급받아 사용한다. 인공수정이 완료 후 매년 종족 보존 목적으로 작은 연어를 방류한다.

그런 점에서 글로벌 기후변화는 연어 수급에 잠재적 리스크 요인이 될 수 있다. 연어는 수온이 낮아야 돌아오는데, 최근 일본과 한국의 수온이 많이 상승한 것으로 알고 있다. 물론 갑자기 연어가 씨가 마른다거나 하는 일은 매우 극단적인 가정이다. 만약 연어가 한 마리도 오지 않는다고 해도 3~4년은 영업이 가능할 정도의 연어는 냉동보관하고 있다. 중요한 점은 연어수급에 대해 우리가 중요하게 생각하고 있다는 것이고, 백업 플랜에 대해서도 수립되어 있다.

Q) 수출코드?

A) 관세청 데이터와 우리가 인식하는 수출 데이터가 잘 안 맞는다. 지역이나 수출금액이 차이가 나는 경우가 많다. 아무래도 과거에는 수출계약시 딜러가 어떻게 수출에서 판매를 하는지를 통제할 수 있는 노하우가 부족한 상태로 계약이 진행되었다. 현재 가장 많은 혼선이 생기는 지역이 체코, 에스토니아 같은 동유럽권인 것 같은데, 그래도 이제는 많이 개선되었다고 생각한다.

3. 제품 다각화 전략

Q) 우리의 포트폴리오 전략은?

A) 우리는 리쥬란 외에 다양한 포트폴리오를 확대해 나가고 있다. 포트폴리오를 확대하면서 우리의 기본 전략은 경쟁제품 매출이 몇 백억원 정도하니 우리는 여기의 몇 퍼센트를 가져오겠다 이런 개념이 아니라 의사들이 우리 제품을 안 쓸 이유를 없게 만드는 것이 핵심이다. 그런 점에서 하반기로 갈수록 우리 제품 포트폴리오가 다양해지는데, 이러한 제품들과 패키지 마케팅을 강화할 계획이다.

특히 리쥬란은 가격할인 없이 공급가격을 계속해서 유지하고 있다. 이 전략은 유지하면서 패키지로 판매하면 규모에 따라 할인을 제공하려고 한다. 신규 출시 예정인 제품들의 가격 정책은 좀 더 논의가 필요하다.

1) 화장품

Q) 화장품 사업 현황은?

A) 우리는 USDA 승인을 받은 자체 제조 공정을 통해 화장품을 생산한다. 우리만의 포뮬레이션으로 인증받은 유기농 성분을 사용하며, 이 포뮬레이션은 보습과 피부 자극 최소화에 초점을 맞추고 있다. 우리는 마케팅 측면에서 화장품 사업을 의료기기 사업보다 강조하지 않는다. 화장품 사업이 성장하는 것은 좋은 일이지만, 화장품으로써 PDRN의 장점을 강조하려 하지는 않는다. 따라서 우리는 SKU 확대나 화장품 마케팅에 적극적이지 않다. 대신 리쥬란과 화장품을 함께 마케팅 하는 것을 선호한다. 화장품 매출은 리쥬란 매출과 연동되는 경향이 있다.

2024년말~2025년초에는 내수 사업이 어려울 수 있고, 수출은 괜찮을 것 같다고 이야기했다. 면세 사업자들이 따이공 관련 인센티브를 감소하려고 했는데 그 영향을 받지 않을까 생각했기 때문이다. 그런데 지금 시점엔 내수 시장도 분위기가 나쁘지 않다. 가장 큰 이유는 외국인 의료관광 때문이다. 외국인 의료관광객들이 한국을 방문하고 귀국하면서 시내 면세점보다 공항에서 구매하는 비중이 많았던 것으로 추정한다.

2Q25는 1Q25보다 좋은 흐름이 이어질 것이다. 그리고 수출에서는 일본이 좋다. 아직 실적 기여가 크지 않지만 동남아의 오프라인 사업에 집중하려고 하고 있다. 올해 말부터 유럽 지역에 리쥬란 침투를 본격화하려고 하는데, 그 이후 유럽에서 화장품도 진출할 예정이다.

2) 의료기기

Q) 마이크로니들 고주파 미용기기 개발 현황은?

A) 2025년 말 국내 판매허가를 받는 것을 목표로 준비하고 있다. 개발 초기에는 고주파, 초음파, 리쥬란 주입 등의 기능이 모두 가능한 All-In-One 제품이었는데, 지금은 임상 현장의 피드백을 많이 받아들이면서 개발방향이 초기와 많이 달라진 것으로 안다. 제품에 대한 자세한 설명은 제품 출시가 가까워져야 가능해질 것 같다.

국내를 시작으로 점차 해외로 확장할 계획이며, 경쟁기업의 허가 프로세스를 참고하면 리쥬란이 해외 판매허가를 받는데 소요되는 시간보다는 빠르게 허가를 받을 수 있을 것 같다.

Q) 의료기기가 ROIC가 충분히 될까?

A) 의료기기는 개발 이후에 추가적으로 비용이 더 투입될 부분이 크지 않다고 생각한다. 이미 영업조직도 갖추고 있고 병원 네트워크도 보유하고 있다. 마이크로니들 고주파 기기가 새로운 카테고리라 새로운 교육이 필요한 것도 아니다.

3) 톡신

Q) 톡신 업데이트?

A) 지금 신규 공장에 대한 GMP 허가를 진행하고 있고, 가동 목표는 내년 하반기다. 그전까지는 분기에 60~70억원 정도 매출이 발생할 것으로 보고 있다. 공장이 가동되면 생산역량이 연 1,000억원정도로 지금의 3배로 증가하게 된다. 톡신의 GP마진은 50% 수준이고, 신 공장 가동초기에는 수율이 올라올때까지 좀 더 낮아질 수 있다. 공장 증설 후에는 시장에서 기대하는 것처럼 리쥬란과 패키지 마케팅이 강화될 수 있다.

4) 기타

Q) 콘쥬란 업데이트?

A) 매분기 전년대비 10%대의 성장은 지속하고 있다. 2024년 10월 식약처가 환자 본인 부담률을 90%로 투여횟수를 최대 5회로 제한하는 급여 기준 변경안을 발표했고, 우리는 집행정지를 신청했다. 2025년 2월 법원은 개정안 효력을 본안 판결전까지 정지시켰다. 소송이 마무리될 때까지는 몇 년 더 소요될 것으로 보이며, 그 때까지 가처분 상태로 사업이 가능하다. 향후 수출에 더 신경써야할 것 같다.

Q) 다른 Injectable에 대한 업데이트?

A) PLLA 스킨부스터인 에버클이 지난 2025년 7월에 출시했다.

4. 재무 전략 및 기타

Q) 왜 인적분할을 취소했나?

A) 인적분할을 하려했던 이유는 크게 4가지였다. 우선 2022년부터 인수 제안이 많아졌다. 창업자는 회사를 매각할 생각이 없었기 때문에 이 과정에서 최대주주 지분율 30%가 안정적이지 않다는 걱정이 있었다.

두 번째는 전문경영인 체제로 전환하는 과정에서 의사결정 구조도 그에 맞게 바꿀 필요를 느끼고 있었다. 올해 3월 창립멤버들이 퇴임하고 외부인력을 최고경영진으로 채용했다. 세 번째는 M&A를 진행하는 과정에서 우리보다 마진이 낮은 기업과 결합시 연결 마진이 낮아질 때 우리의 마진 확장 스토리가 희석되면서 주가 변동성이 커질 가능성에 대한 고민이 있었다. 마지막으로 인적분할을 준비하면서 인적분할을 통해 주주가치가 훼손되지 않는다고 판단했다.

특히 일부 시장에서 제기했던 것처럼 인적분할의 주요 목적이 승계와 같은 최대주주의 이익을 극대화하는 것도 아니었다. 오히려 인적분할시 승계가 어려워지는 구조였다. 이런 상황에서 당초 예상보다 시장의 반발이 컸는데, 이를 무시하고 강행할 이유가 크지 않았다.

당분간 분할에 대해 어떤 계획도 가지고 있지 않다. 다만, 연평균 25% 성장을 통해 5년내 매출 1조원을 달성하는 것과 주요 수출지역의 진출시점 등은 여전히 유효하다. 배당성향은 15%를 유지할 것 같다.

Q) 리쥬란 업황은?

A) 국내시장에서 가장 큰 성장의 모멘텀인 의료관광객 효과가 정말 크다고 보고 있다. 이로 인해 내수 화장품도 올해 성과가 좋은 상황이다. 의료관광이 본격화되기 전 QoQ 성장은 4~5% 수준이었는데, 의료관광이 활성화되면서 QoQ 성장률이 두 자릿수로 증가했다.

2Q25 실적은 시장 컨센서스에 부합할 가능성이 높아 보인다. 또한, 하반기도 분위기가 나쁘지 않을 것 같다. 외국인 의료관광 트렌드가 이어지는 가운데, 아직 확실하진 않지만 중국의 한한령 해제나 무비자 입국 정책 등이 실현될 경우 중국 의료관광객 수가 더 크게 증가할 수도 있을 것 같다. 또한, 아시아와 더불어 동유럽과 북유럽에서 영업활동이 증가하면서 해외 수출지역 확대도 지속되고 있다.

의료관광객이 늘어나면 국내 시장의 실적 가시성이 높아지는 효과가 있다. 보통 병원은 월별로 주문을 하는데, 우리는 병원과 소통하면서 대략적인 주문량을 예상하고 있다. 의료관광객들은 미리 예약을 하는 경향이 있기 때문에 의료관광객 비중이 높아질수록 실적의 가시성이 높아진다.

Q) 이 정도의 성장률이 지속될 수 있을까?

A) 50% 성장을 매분기 달성할 수 있을지는 모르겠지만, 향후 5년간 연간 25~30% 성장은 가능하다고 본다. 50% 이상 성장을 달성하기 위해서는 유럽에서의 성공이 중요하다고 생각한다.

Q) 마진 구조는?

A) 우리의 매출총이익률은 70%다. 의료기기 사업은 80%로 상당히 높은데, 의약품이 50%, 화장품이 40% 정도 되기 때문에 전체 매출총이익률이 다소 희석된다. 의료기기 비중이 증가할수록 매출총이익률은 증가할 수 있다.

그러나 판관비는 증가하고 있다. 가장 큰 비용은 광고비용과 인건비다. 우리는 한국내 의료관광객을 대상으로 명동, 강남 등에서 옥외광고를 진행하고 있으며, 아시아에서도 더 많은 광고를 집행했다. 또한, 매년 15% 이상의 직원을 신규채용하고 있으며, 2Q25 직원수는 약 500명이다. 따라서 영업이익 자체는 증가하지만 영업이익률은 향후 감소될 수도 있을 것 같다. 현재 영업이익률은 30%대이며, 적극적인 투자를 통해 영업이익률을 40% 미만으로 관리하려고 노력한다. 지역적으로는 한국의 마진이 높은데, 이는 규모의 경제효과다.

Q) 생산역량은?

A) 우리는 매년 100억원 이상을 설비투자로 집행하고 있으며, 현재 리쥬란 생산공장은 30% 확장 여력이 남아있다. 현재 성장세를 고려하면 향후 5년은 충분히 감당할 수 있다고 생각하는데, 유럽시장의 성과가 좋다면 증설이 필요할 수 있다. 보통 GMP 공장 증설에는 일반적으로 3~4년과 600~800억원이 소요된다. 따라서 빠르면 1년~1년반 사이에 증설에 대한 결정이 필요할 수 있다.

Q) CVC는 도움이 되나?

A) 많은 사모펀드로부터 인수제안이 왔었지만, 우리 창업자는 회사를 매각할 계획이 없었다. 다만, 그들로부터 효율적인 경영기법을 도입하고 싶었다. 그런 점에서 CVC는 우리가 원하는 부분을 제공할 수 있다고 판단했다. CVC는 경영 선진화와 효율화에 적극적인 도움을 주고 있다. 또한, M&A 타켓이나 유통 파트너를 찾는데 적극적으로 도움을 주고 있다.

Q) M&A 진행 사항은?

A) 이제서야 할 수 있는 이야기지만, 올해 3월에 검토했던 딜이 2개였는데 최종적으로 성사되지 않았다. 하나는 유통망이었고, 하나는 이스라엘 소재 의료기기 기업이었다. 실사 과정에서 밸류에이션이 맞지 않았다. 우리와 시너지를 낼 수 있는 기업에 대해 M&A를 꾸준히 검토하고 있다.

Q) 새로운 CEO는?

A) 올해 3월에 합류했고, 우리 회사에 합류하기 전 휴젤에서 5년정도 근무했다. 그는 해외 판매 및 유통, 특히 라틴 아메리카지역에 전문성이 강하다. 우리의 해외 판매조직을 더 강화하는데 노력하고 있다. 매우 합리적이고 스마트한 분이다.

주요차트 및 리스크

리스크

재무 리스크

4Q24부터 부채비율이 약 50%로 증가하였으나, 이는 CVC에 발행한 RCPS 2,000억원에 의한 것으로 크게 우려할 사항은 아니다. 동사는 2021년부터 매년 400억원 이상의 발생하고 있는 잉여현금흐름에 CVC로부터의 자금까지 유입되어 1Q25 약 4,586억원의 현금성 자산을 보유했다. 2022년부터 재고자산과 매출채권이 증가하면서 운전자본이 증가하고 있지만, 매출액 대비 회전율이 낮아진 것은 아니라 크게 우려할 사항은 아닌 것으로 보인다.

사업 리스크

동사는 리쥬란을 중심으로 화장품과 톡신, 미용기기까지 제품 포트폴리오를 다각화하여 종합 에스테틱 기업으로 성장하고자 한다. 대표 제품인 리쥬란은 작년부터 경쟁제품이 시장에 등장하고 있어, 경계가 필요하지만 아직 동사와의 격차가 확연하다. 단기적으로 경쟁에 의한 실적 우려는 제한적으로 보인다. 다만, 여전히 내수비중이 높은 것은 단점이다. CVC와의 시너지로 향후 3년 내 유럽에서 의미있는 시장침투를 하고자 한다.

화장품은 상대적으로 경쟁이 큰 사업이나, 리쥬란과 연계 마케팅이 차별화 포인트다. 리쥬란의 해외 수출 지역이 확대되고 있어, 이로 인한 수혜가 가능하다.

톡신은 수요는 증가하고 있으나, 생산캐파 증설이 2026년에나 가능하다는 것이 아쉽다.

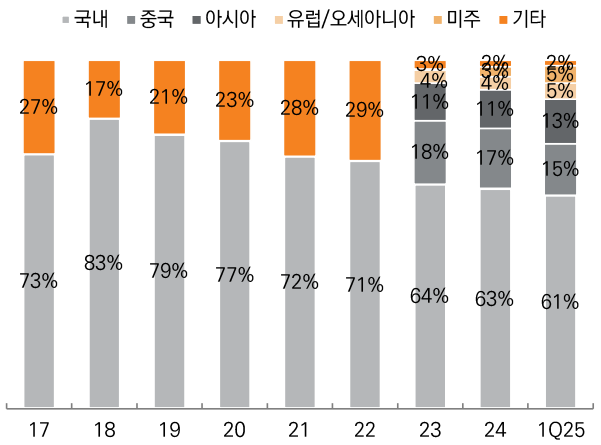
관절강 주사인 콘쥬란의 보험 보장범위 축소는 잠재 리스크 요인이다.

주가 리스크

인적분할 철회 발표와 함께 주가변동성이 크게 확대되었다. 이로 인해 현 주가는 12개월 FWD EV/EBITDA 기준 22배로 글로벌 Peer(16배) 및 동사의 지난 3년 평균(8배) 대비 프리미엄으로 평가되고 있다. 현재 밸류에이션에는 피부 미용 업계에서 오리지널 제품이 가지는 영향력과 상징성, 그리고 점차 높아질 해외매출 비중, 포트폴리오 다각화(에너지기반 미용기기, PLLA 스킨부스터, 톡신 등), M&A 가능성 등이 포함되어 있다.

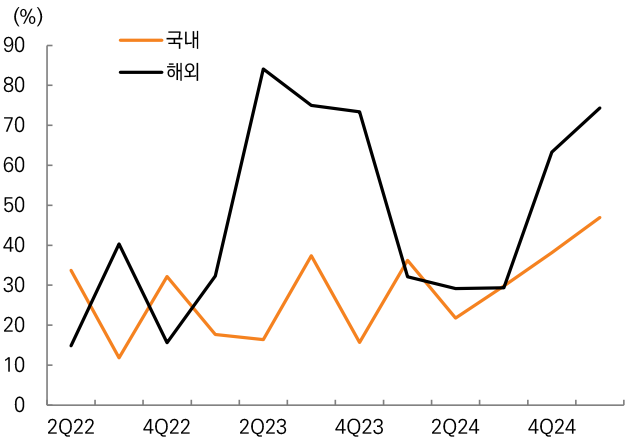
동사의 높은 밸류에이션은 최근 몇분기동안 시장의 기대치를 훌쩍 뛰어넘는 실적을 거듭 기록했기 때문이다. 이 과정에서 시장 기대치가 상당히 높아진 감도 없지 않다. 올해는 의료관광 트렌드를 고려할 때 외형성장의 큰 걸림돌은 없어보인다. 그러나 내년에는 올해의 높은 실적이 반대로 넘어서야할 높은 기저(Base)가 된다. 또한 지금은 기대감만 반영된 유럽 수출이 내년부터는 실제 숫자로 반영되기 시작할 것이다. 내년에 다가갈수록 현재 밸류에이션에 대한 논쟁이 커질 수 있다.

그림 5. 지역별 매출 비중 추이



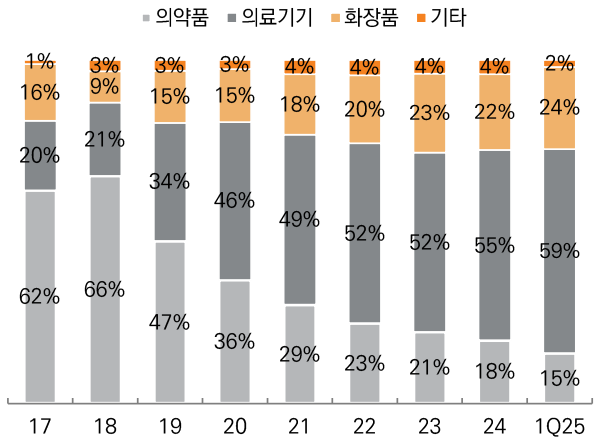
자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 지역별 매출 성장률 추이



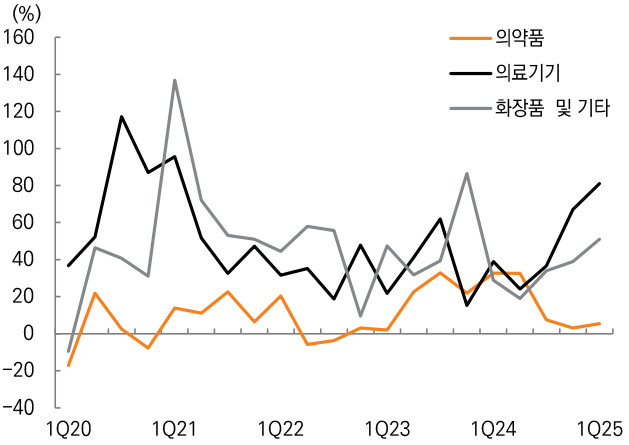
자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 품목별 매출비중 추이



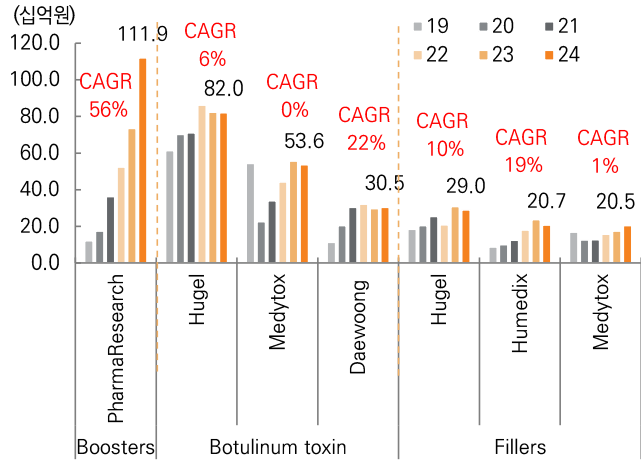
자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 품목별 매출 성장률 추이



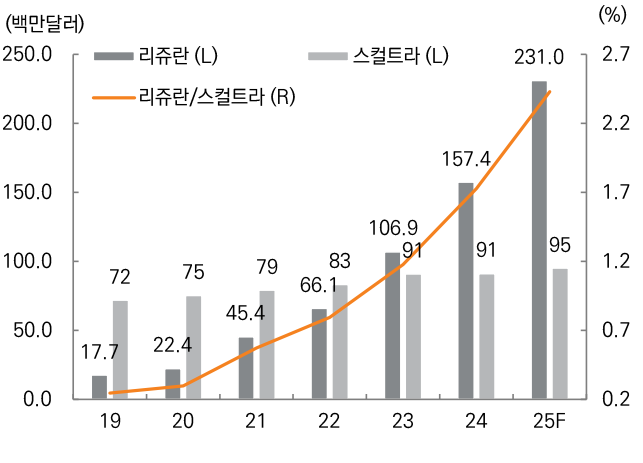
자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 주사요법 관련 기업들의 국내 매출 추이



자료: 각사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 리쥬란 및 스컬트라 매출 추이



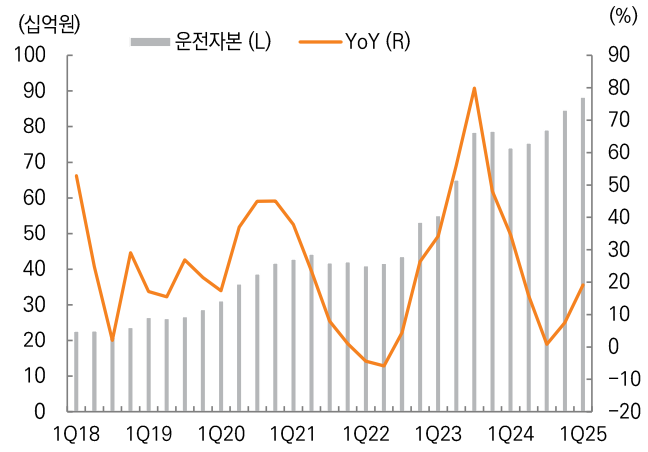
주: 스컬트라 매출은 2024년부터 추정치
자료: 파마리서치, Evaluatepharma, 미래에셋증권 리서치센터

표 5. 주요 국가별 인허가 현황

대륙	국가	리쥬란(스킨부스터)	리쥬란 코스메틱	Cleviel(필러)	콘쥬란
아시아	싱가포르	0	0	0	0
	태국	0	0	0	0
	말레이시아	0	0		0
	카자흐스탄	0			
	중국	0(2등급, 3등급 진행 중)	0	진행 중	
	인도네시아	0		0	
	베트남	0			
	필리핀	0			
	대만	0	0	0	진행 중
	일본	진행 중	0		
	미얀마	0			
	우즈베키스탄	0			
	홍콩	0	0	0	
유럽	우크라이나	0	0		0
	벨라루스	0			
	리투아니아	0			
	튀르키예	0			
	호주	0	0		
	뉴질랜드	0			
	체코	0			
	덴마크	0			
	스웨덴	0			
	핀란드	0			
	노르웨이	0			
	불가리아	0			
	알바니아	0			
	폴란드	진행 중			
	유럽 CE	0(MDR)			
	러시아		0		
미주	칠레	0			
	페루	0			
	멕시코	0			
	미국	진행 중	0		
기타	이집트	진행 중			
	이라크	0			
	이스라엘	0			
	UAE	0			

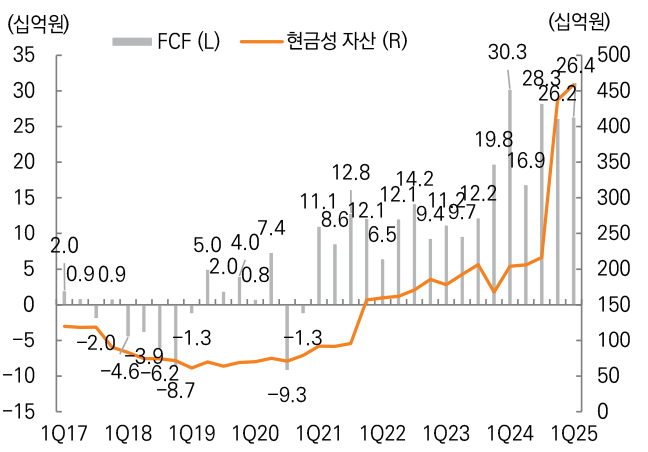
자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. 운전자본 추이



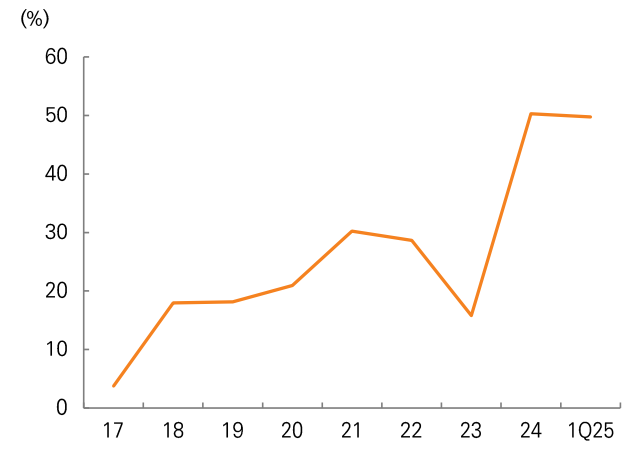
자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. FCF 추이



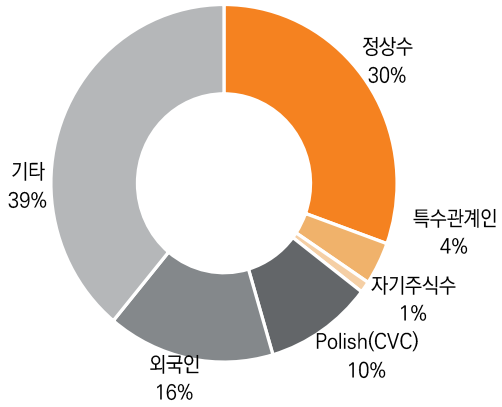
자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. 부채비율



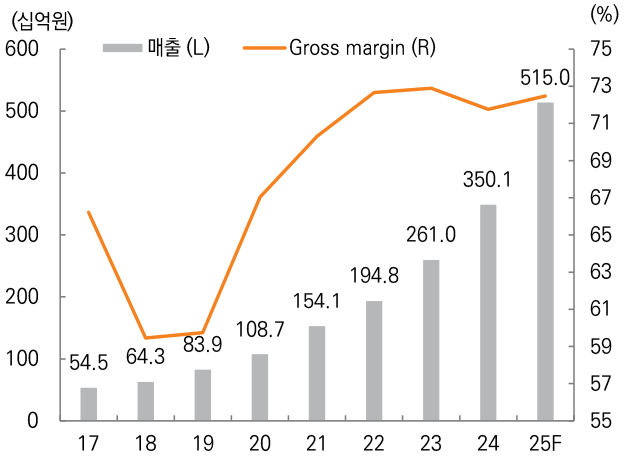
자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 14. 지분율



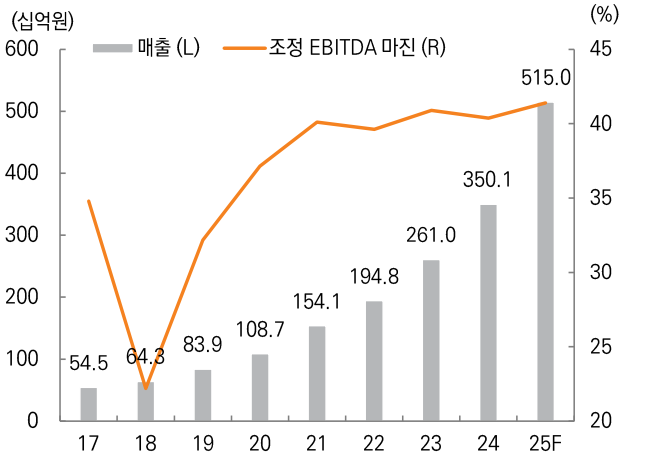
자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 15. 매출 및 매출총이익률 추이



자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 16. 매출 및 조정 EBITDA 마진 추이



자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

파마리서치 (214450)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	**350**	**515**	**626**	**747**
매출원가	**99**	**142**	**172**	**205**
매출총이익	**251**	**373**	**454**	**542**
판매비와관리비	**125**	**177**	**215**	**255**
조정영업이익	**126**	**196**	**239**	**287**
영업이익	**126**	**196**	**239**	**287**
비영업손익	**-10**	**5**	**10**	**16**
금융손익	6	5	10	16
관계기업등 투자손익	6	0	0	0
세전계속사업손익	116	201	249	303
계속사업법인세비용	27	41	50	61
계속사업이익	89	160	198	242
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**89**	**160**	**198**	**242**
지배주주	92	160	198	242
비지배주주	-3	0	0	0
총포괄이익	**91**	**161**	**198**	**242**
지배주주	94	161	199	243
비지배주주	-3	-1	-1	-1
EBITDA	140	211	252	300
FCF	102	152	198	240
EBITDA 마진율 (%)	40.0	41.0	40.3	40.2
영업이익률 (%)	36.0	38.1	38.2	38.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	26.3	31.1	31.6	32.4

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	**555**	**712**	**914**	**1,159**
현금 및 현금성자산	165	221	329	472
매출채권 및 기타채권	40	50	61	73
재고자산	57	63	77	91
기타유동자산	293	378	447	523
비유동자산	**301**	**314**	**321**	**330**
관계기업투자등	21	57	69	82
유형자산	147	157	155	152
무형자산	33	32	29	26
자산총계	**856**	**1,025**	**1,234**	**1,488**
유동부채	**83**	**103**	**123**	**145**
매입채무 및 기타채무	38	9	11	13
단기금융부채	17	18	20	22
기타유동부채	28	76	92	110
비유동부채	**203**	**206**	**208**	**210**
장기금융부채	197	199	199	199
기타비유동부채	6	7	9	11
부채총계	**286**	**309**	**331**	**355**
지배주주지분	**539**	**686**	**873**	**1,104**
자본금	5	5	5	5
자본잉여금	197	197	197	197
이익잉여금	343	492	679	909
비지배주주지분	**30**	**30**	**30**	**30**
자본총계	**569**	**716**	**903**	**1,134**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	**138**	**167**	**206**	**248**
당기순이익	89	160	198	242
비현금수익비용가감	61	51	54	58
유형자산감가상각비	10	11	10	10
무형자산상각비	4	4	3	3
기타	47	36	41	45
영업활동으로인한자산및부채의변동	0	-6	-6	-7
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-5	-9	-10	-11
재고자산 감소(증가)	-12	-6	-14	-15
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	16	-4	2	2
법인세납부	-20	-42	-50	-61
투자활동으로 인한 현금흐름	**-226**	**-101**	**-76**	**-82**
유형자산처분(취득)	-36	-15	-8	-8
무형자산감소(증가)	-2	-4	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-180	-67	-68	-74
기타투자활동	-8	-15	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	**183**	**0**	**-10**	**-10**
장단기금융부채의 증가(감소)	179	3	2	2
자본의 증가(감소)	22	0	0	0
배당금의 지급	-10	0	-11	-11
기타재무활동	-8	-3	-1	-1
현금의 증가	**98**	**55**	**108**	**143**
기초현금	67	165	221	329
기말현금	165	221	329	472

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	30.5	42.2	34.0	27.9
P/CF (x)	18.7	32.1	26.7	22.5
P/B (x)	5.6	9.8	7.7	6.1
EV/EBITDA (x)	18.6	27.1	22.0	17.8
EPS (원)	8,608	13,800	17,139	20,901
CFPS (원)	14,022	18,173	21,812	25,930
BPS (원)	46,558	59,733	75,883	95,796
DPS (원)	1,100	1,100	1,100	1,100
배당성향 (%)	12.8	7.1	5.8	4.7
배당수익률 (%)	0.4	0.2	0.2	0.2
매출액증가율 (%)	34.1	47.1	21.5	19.3
EBITDA증가율 (%)	34.0	50.7	19.8	18.9
조정영업이익증가율 (%)	36.6	55.4	21.8	20.3
EPS증가율 (%)	15.1	60.3	24.2	22.0
매출채권 회전율 (회)	10.0	11.9	11.8	11.7
재고자산 회전율 (회)	6.5	8.6	9.0	8.9
매입채무 회전율 (회)	14.2	14.3	17.9	17.7
ROA (%)	12.8	17.0	17.6	17.8
ROE (%)	18.9	26.2	25.4	24.5
ROIC (%)	44.5	70.1	82.2	97.6
부채비율 (%)	50.3	43.2	36.7	31.3
유동비율 (%)	669.6	690.1	741.2	797.8
순차입금/자기자본 (%)	-34.6	-52.1	-60.5	-67.1
조정영업이익/금융비용 (x)	27.2	18.3	22.1	26.3

자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

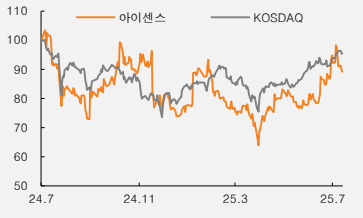
MIRAE ASSET 미래에셋증권

Equity Research
2025.7.23

투자의견(유지)	매수
목표주가(유지)	24,000원
현재주가(25/7/23)	18,410원
상승여력	30.4%

영업이익(25F,십억원)	7
Consensus 영업이익(25F,십억원)	8
EPS 성장률(25F,%)	흑전
MKT EPS 성장률(25F,%)	24.6
P/E(25F,x)	287.6
MKT P/E(25F,x)	11.6
KOSDAQ	813.56
시가총액(십억원)	508
발행주식수(백만주)	28
유동주식비율(%)	74.9
외국인 보유비중(%)	25.7
베타(12M) 일간수익률	0.46
52주 최저가(원)	13,200
52주 최고가(원)	20,700

(%)	1M	6M	12M
절대주가	13.6	-1.2	-11.1
상대주가	9.6	-12.1	-11.2



[첨단의료기기/디지털헬스]

김충현, CFA
choonghyun.kim@miraeasset.com

박선영
seunyoung.park@miraeasset.com

099190 · 의료장비 및 용품

아이센스

이제 잘 팔기만 하면 된다

송도공장 탐방기: 이제 진짜 실전이다

우리는 지난 2025년 6월 아이센스 독일법인을 방문한데 이어, 송도 제2공장을 방문하였다. 독일 탐방을 통해 영업상의 애로사항과 시장진입에 중요한 포인트를 확인할 수 있었는데, 이번 공장 탐방을 통해서 동사의 생산역량을 확인할 수 있었다.

동사는 신사업인 CGM을 준비하는 과정에서 영업이익률이 크게 훼손되었다. 결국 동사의 영업이익률이 정상화되기 위해서는 CGM 사업이 궤도에 올라야 한다. 단기적으로 해외 사업에서 가장 중요한 유럽시장 침투는 하반기부터 본격화될 것으로 보인다. 유럽시장에서 2025년 3월 선택보정과 Non-adjunctive 기능(치료용 목적)을 허가받았고, 2025년 9~10월 보험시장에 진출하기 위한 필요한 CGM 전용 리시버(Receiver)가 출시될 예정이기 때문이다.

이제 동사는 유럽침투를 뒷받침해 줄 약 800억~1,000억원의 CGM 생산역량을 확보하였다. 이제 수율을 높이고, CGM 판매증가로 인한 규모의 경제효과를 바탕으로 생산효율화를 달성하는 것이 중요하다. 이런 상황에서 시장 포지셔닝 관점에서 동사의 강력한 경쟁자인 중국업체에 대해 ABT와 DXCM같은 선도기업들과 EU가 견제를 하고 있다는 것도 긍정적이다.

CGM 시장의 핵심은 이제 태동하는 시장에서 실질적인 Player가 몇 안된다는 것이다. 본격적으로 시장에 침투하는 시기인만큼 장기적이며 관대한 시선이 필요하다.

목표주가 24,000원 및 매수의견 유지

2025년 CGM 매출은 매분기 최대 실적을 경신하며 157억원을 기록할 것으로 예상한다. 하반기로 갈수록 보험등재 및 행정작업이 마무리되며 점진적 실적 개선이 기대된다. CGM 매출을 반영한 2025년 동사의 실적은 매출은 전년 대비 10% 상승한 3,216억원, 조정 EBITDA는 전년 대비 27% 상승한 305억원(조정 EBITDA 마진 9.5%)를 기록할 것으로 예상한다. 현 주가는 12개월 선행 P/S 기준 1.5배로 글로벌 Peer(4.6배) 및 동사의 지난 3년 평균(1.9배) 대비 저평가되고 있다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	265	291	322	364	411
영업이익 (십억원)	11	3	7	14	24
영업이익률 (%)	4.2	1.0	2.2	3.8	5.8
순이익 (십억원)	4	-2	2	6	15
EPS (원)	135	-65	64	213	527
ROE (%)	1.3	-0.6	0.5	1.8	4.4
P/E (배)	212.1	-	287.6	86.6	35.0
P/B (배)	2.8	1.3	1.6	1.6	1.5
배당수익률 (%)	0.3	0.7	0.5	0.5	0.5

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

아이센스 송도공장 탐방 주요 Q&A 요약

CGM 사업 현황

Q) CGM 사업 현황은?

A) 1Q25 매출은 30억원이었다. 상반기 매출이 2024년 매출을 초과했다. 연간 150억원 매출 달성은 무리 없을 것으로 보인다.

Q) CGM의 해외진출 현황은?

A) 해외 매출 비중은 30% 수준이다. 2025년 상반기 이스라엘, 뉴질랜드, 터키에 진출했다. 2Q25 핀란드 지방정부 입찰에서 성공했고, 삼성전자의 갤럭시워치와 연동 및 마이헬스폰을 출시했다. 2025년 9월~10월에는 유럽 9개국에서 CGM 데이터 수신용 리시버(Receiver)를 런칭할 예정이다. 보험등재 신청 시 전용 리시버를 요구하는 국가들이 있다. 3Q25에는 Agamatrix의 PL 브랜드를 영국서 런칭할 예정이다. 중국은 향후 2년내 진출하는 것이 목표다.

Q) 중장기 재무 목표는?

A) CGM 시장 점유율 10%를 달성하는 것(미국에서 20~30%)과 영업이익률 20% 중후반을 달성하는 것이 목표다. 향후 아이센스 주주에게 CGM 할인 쿠폰을 제공할 계획도 있다.

Q) 혈당관리 앱에서 얻는 데이터를 어떻게 활용할 것인가?

A) 현재 CGM과 BGM 데이터를 묶어 우리 제품을 향상시키는데 사용하고 있다. 개인이 혈당 데이터를 어떻게 활용하는지는 파악하기 어렵다. 다만, CGM 데이터는 병원이 잘 활용하고 잇다. 센스365 플랫폼이라는 앱을 통해 의사가 보고 혈당 리포트, 혈당 관리가 어떻게 됐는지 확인할 수 있다. 현재 데이터를 활용하는 방안에 대해 여러 방면으로 연구 중이다.

Q) 유럽 입찰시장에서 지연되는 이유는??

A) 입찰시장에 들어가기 위한 입찰조건들이 매우 세부적이다. 현재 우리가 침투한 지역은 우리 대리점 역량이 뛰어나거나, 현지 규제나 입찰조건이 덜 빡빡한 지역이 많다. 시행착오를 거치면서 하나씩 배워가고 있다. 반대로 생각하면 우리와 같은 후발 경쟁기업들은 같은 고민을 하고 있을 것이다.

선도기업들의 견제도 만만치 않다. 최근 4년간 50억원이 넘는 입찰건이 낙찰되었는데, Abbott에서 우리 대리점에 소송을 걸었다. 소송을 걸면 결과가 나올 때까지 본인 제품만 판매가 가능하다. 역사적으로 정부 상대로 입찰관련 소송은 기업이 이긴 적이 없는 것으로 안다. 일단 입찰에 성공하면 긍정적으로 평가하는 것이 합리적이라고 생각한다.

Q) 웰니스용 CGM에 대한 생각은?

A) 웰니스 시장이 커 보이기는 하지만, 현재 의료기기 시장에서만 영업하는 이유는 CGM 관련 임상시험이 너무 많아 관리가 어렵기 때문이다. 특히 웰니스용 제품에 대한 임상시험은 프로토콜도 국가마다 제대로 정립되어 있지 않은 상황이다. 현재 FDA 허가를 받은 제품은 Abbott의 Lingo와 Dexcom의 Stelo뿐이다. 미국 외 다른 시장은 좀 더 지켜봐야 한다고 생각한다.

우리 역량을 고려할 때 현재 의료기기에만 집중하는 편이 맞다고 생각한다. 최대한 빨리 의료기기 시장에서 치료에 필요한 판매허가를 획득하는 것이 중요하다. 소아환자, 임신 환자, 신장투석환자에 대한 판매허가는 아직 받지 못했다.

Q) 케어센스 에어2 개발 상황은?

A) 국내 임상시험이 잘 진행되고 있어 3Q25에는 마무리할 수 있을 것 같다. 미국 FDA 허가를 위한 탐색 임상시험이 올해 9월~10월 사이 예정되어 있다. 예상 출시 일정은 2026년 하반기 국내, 2027년 상반기 유럽, 2028년 상반기 미국이다.

생산 역량

Q) 아이센스의 생산역량은?

A) 우리는 원주와 송도에 2개, 중국 총 4개의 공장을 보유하고 있다. 자가혈당측정기는 원주공장에서 연간 14억개, 송도 1공장에서 8억개, 중국 공장에서 3억개 총 25억개 규모의 생산능력을 보유하고 있다. CGM은 송도 공장에서 생산한다. 송도 1공장은 반자동 생산방식으로 연간 50만개의 CGM 생산이 가능하다. 이제 가동을 시작한 송도2공장은 자동화라인 1개를 보유하고 있으며 연간 150만개의 CGM을 생산할 수 있다. 이로써 우리는 연간 총 200만개의 CGM을 생산할 수 있다. 2026년에는 송도2 공장에 자동화 라인을 1개 더 추가하여 연간 가능 생산량을 총 350만개로 확대하고자 한다.

Q) CGM의 생산공정은?

A) CGM 생산은 크게 프린팅, 레이저 커팅, 분주, 자동타발, 타발 검사, 보호막 코팅, 코딩 등의 공정을 거친다. 초기 수율은 60% 초반이었으나 2024년 수율은 70%로 향상되었고, 올해 목표는 80%다. 현재 상반기 수율은 80%를 달성 중이며 향후 90%까지 수율을 끌어올리는 것이 목표다.

Q) 수율을 잡는데 허들은 어디에서 발생하는가?

A) 현재 수율이 81% 수준이다. 대략적으로 제품성능과 관련된 영역에서 10%, 외관과 관련된 부분에 10%의 로스가 발생한다고 보면 된다.

독일법인 탐방 주요 Q&A 요약

Q) 유럽 시장 Landscape과 영업방식은?

A) 유럽은 하나의 지역처럼 인식되곤 하지만, 몇십개의 서로 다른나라가 모여있다. 이들은 언어도 다르고, 문화 및 의료기기 규제도 다 다르다.

유럽 시장은 크게 보험급여 시장과 입찰 시장으로 구분할 수 있다. 보험시장은 영국, 프랑스, 독일, 네덜란드, 오스트리아 등 서유럽과 체코, 폴란드, 헝가리 등 동유럽국가가 해당하며, 입찰시장은 스페인, 포르투갈, 이탈리아 등 남유럽과 스웨덴, 덴마크, 핀란드, 노르웨이 등 북유럽 국가가 해당한다. 입찰은 국가단위도 있고, 지역단위 입찰도 있다. 정확한 데이터라고 할 수는 없지만, 체감적으로 보험시장 60%, 입찰시장 40%라고 보고 있다.

우리는 이미 자가혈당측정기 사업을 하면서 유럽에 유통망을 확보하고 있기 때문에 CGM 영업은 해당 국가의 기존 딜러를 활용할 수 있다. 헝가리가 대표적으로 기존 딜러를 활용하여 CGM을 유통하는 국가다.

Q) 유럽 경쟁 환경은?

A) CGM에서 Dexcom과 ABT가 선도 기업으로 알려져 있는데, 유럽은 가격경쟁력을 바탕으로 ABT의 영향력이 상당하다. 프라스타일 리브레가 대략적으로 60유로 수준일 때 덱스컴 G 시리즈가 400유로 정도되었다. ABT는 리브레를 버전 3까지 출시하면서 성능과 인슐린 주입기의 연결성을 개선시켰지만 가격인상폭이 크지 않다. Dexcom은 덱스컴 원이라는 카테고리를 만들어 ABT와 경쟁하고 있다.

최근 유럽시장으로 Sinocare, Sibionics 등 중국 기업들이 침투를 시도하고 있다. 이 과정에서 시장 리더인 ABT가 진입장벽을 높이려는 시도를 하고 있다. ABT는 Sinocare의 CGM 제품에 대해 센서 디자인 상표권 침해에 대한 소송을 진행한 바 있고, SiBionics와 그의 유럽 유통 파트너(Umedwings)를 상대로 유럽 각지에서 총 3건의 특허 소송 및 예비금지명령(Preliminary Injunction, PI)관련 소송을 펼치고 있다.

ABT는 딜러를 쓰지 않고 전부 직판체제로 운영하고 있고, 시장지배력이 있다는 점에서 ABT와의 거래를 반기지 않는 도매상이나 약국도 있는 것으로 파악된다. 우리는 이런 부분을 정성적인 서비스 전략으로 잘 공략해야한다고 생각한다.

Q) 시장의 기대보다 유럽에서 성과가 더딘 것처럼 보이는데?

A) 우리가 CE 판매허가를 받은 것은 2024년 2월이지만, 매출이 발생하기 위해서 판매허가 이후의 또다른 단계와 제품 기능 업데이트가 필요했다. 우리 제품이 경쟁력이 없는 것은 아니라고 생각한다.

기능적으로는 선택보정과 Non-adjunctive 기능(치료용 목적)을 추가로 허가받은 시점이 2025년 3월이다. 영업측면에서는 1형당뇨 환자에게 마케팅할 때 Non-adjunctive 기능은 상당히 중요하다. Non-adjunctive 기능은 CGM 수치만으로 인슐린 같은 당뇨병 치료 결정을 내릴 수 있는 기능이다. Non-adjunctive 기능이 없다면 자가혈당측정과 같은 별도의 절차를 거쳐 치료행위를 해야한다.

또한, 보험시장의 경우 해당 국가에 보험 목록에 등재되는 데에도 시간이 소요된다. 현재 유럽에서 보험 등재가 완료된 국가는 영국, 헝가리, 에스토니아 3개국이다. 영국도 보험 등재 작업이 2월에서야 완료가 되었다. 즉, 영국에서 본격적인 영업활동은 2025년 3월 이후라고 볼 수 있다. 그런 점에서 보험 등재에 성공한 국가와 입찰 시장에서의 성과를 고려할 때 아이센스의 CGM 사업은 유럽에서 점진적으로 성장해나갈 것으로 본다.

마지막으로 보험등재 신청 시 CGM 신호를 수신할 수 있는 전용 리시버(Receiver)를 요구하는 국가들이 있다. 국내와 해외를 포함하여 CGM 리시버 출시가 연내로 예정되어 있다. 그런 점을 고려할 때 보험 추가 등재 작업은 2026년부터 진행될 것이다. 또한, 내년 이후에는 순차적으로 사용연령 하향(18세 이상에서 2세 이상), 저혈당 예측 알람 기능 추가, CGM 버전2 출시를 진행할 예정이라 우리가 도달할 수 있는 시장과 고객이 계속 넓어질 것으로 본다.

유럽 시장은 크고 복잡한 시장이지만, 우리 CGM으로 충분히 도전해볼만하다고 생각한다. 예를 들어 헝가리 시장의 경우 인구가 천만명이 안되는 국가에서 판매개시한 지 1년도 안되서 거의 7,000개 CGM을 판매했다.

Q) 우리의 마케팅 방식은?

A) 보험시장의 경우, 우리는 직접적으로 당뇨환자를 대상으로 하기보다 보험사나 그 산하 조직에 대한 마케팅을 펼치고 있다. 우리는 MARD 값이 9% 미만이면서 Non-adjunctive(치료용 목적) 기능이 가능한 가격경쟁력 있는 제품으로 포지셔닝 하고 있다. 따라서 보험사에게 우리의 가격경쟁력을 활용해 그들이 얻을 수 있는 비용절감 효과를 강조하고, 이로 인해 보험사가 의사의 처방을 유도하도록 하는 방식이다. 입찰시장은 현지 딜러의 네트워크와 노하우가 매우 중요하다.

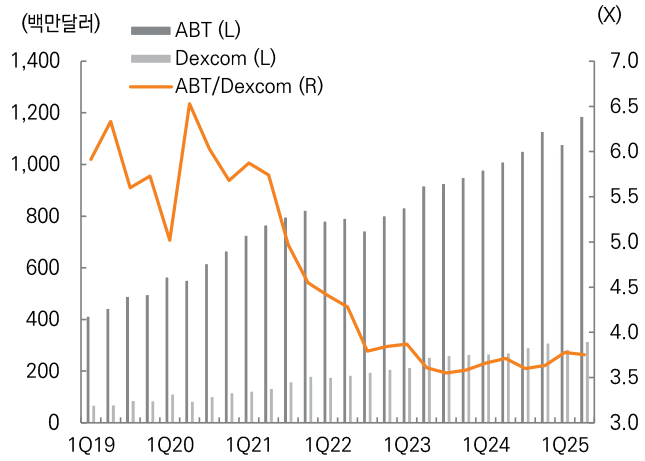
Q) CGM은 환자교육이 중요하지 않나?

A) 맞다. CGM 교육은 우리가 딜러를 교육하고 딜러들이 환자나 의사들을 교육한다.

Q) 자가혈당측정기 사업 현황은?

A) 스트립 사용량이 컸던 1형 당뇨환자들의 CGM 사용률이 높아짐에 따라 영향을 받을 수 밖에 없다. 스트립 시장이 없어질 시장이라고 생각하지는 않지만, 2형 당뇨 시장에도 CGM이 진입하려고 하는만큼 녹록치는 않는 것은 맞다.

그림 17. Dexcom과 ABT의 미국 외 CGM 매출 추이



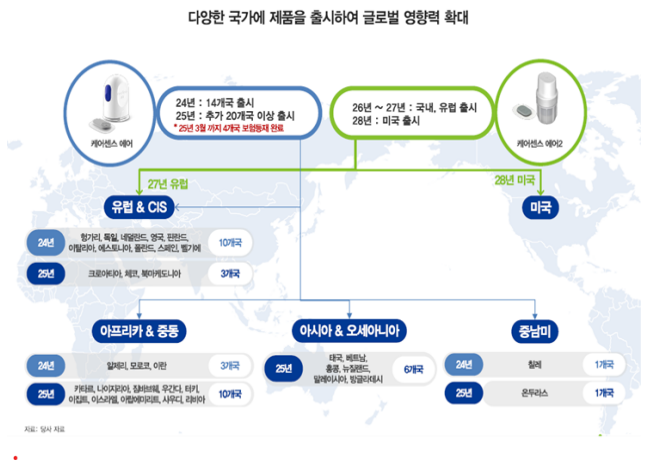
자료: DXCM, ABT, 미래에셋증권 리서치센터

그림 18. 영국의 CGM 보험수가

Appliance	Size or Weight	Basic Price p
DETECTION SENSOR, INTERSTITIAL FLUID FOR GLUCOSE		**each**
CareSens Air Sensor		
(contains 1 sensor, 1 sensor applicator)	1	3187
Dexcom One		
Sensor		
(contains 1 sensor, 1 sensor applicator)	1	2300
(contains 3 sensors, 3 sensor applicators)	1	6900
Transmitter	1	1800
Dexcom One+ Sensor		
(contains 1 sensor, 1 sensor applicator)	1	2497
FreeStyle Libre 2 Sensor		
(contains 1 sensor, 1 sensor applicator)	1	3500
FreeStyle Libre 2 Plus Sensor		
(contains 1 sensor, 1 sensor applicator)	1	3750
FreeStyle Libre 3 Sensor		
(contains 1 sensor, 1 sensor applicator)	1	4200
FreeStyle Libre 3 Plus Sensor		
(contains 1 sensor, 1 sensor applicator)	1	4500
GlucoRx AiDEX		
Sensor		
(contains 1 sensor, 1 sensor applicator)	1	2976
Transmitter	1	1995

자료: NHSBSA, 미래에셋증권 리서치센터

그림 19. 아이센스 CGM 사업 현황 및 계획



자료: 아이센스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 20. 영국에서 유통중인 CGM 비교표

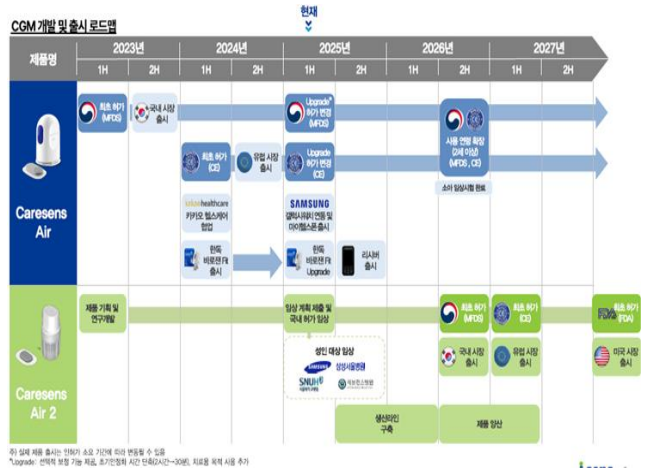
CGM Systems (Distributor in the UK)	Peer-reviewed[a]	70% TIR	Meal & insulin challenge	28% of readings <4.4 mmol/L (80 mg/dL)	25% of readings >16.7 mmol/L (300 mg/dL)	Study design score[b]	Age range tested	N = adults	Adult 20/20'	Adult 40/40'	N = Paed	Paed 20/20'	Paed 40/40'	CE marking for non-adjunctive[c] (age indication)	ICGM for HCL[c]	GP via FP10	NHS Supply Chain
Non-adjunctive use: Licensed for clinical decision-making including insulin dosing. Finger-prick blood glucose confirmation is not required for treatment decisions, unless symptoms do not match the CGM reading or the value and/or trend arrow is unavailable.																	
Accu-Chek SmartGuide® (ROCHE)[d]	✓	✓	✓	✓	✓	5	≥18yrs	48	91%	99%	*	*	*	✓[e] (18yrs)	x	✓	x
Careliens Air® (Spirit Healthcare)[d]	✓	✓	✓	✓	✓	5	≥18yrs	30	89%	99%	*	*	*	✓ (18yrs)	x	✓	x
Dexcom G6™ (Dexcom)[f,g]	✓	✓	✓	✓	✓	5	≥2yrs	159	93%	>99.5%	165	92%	>99.5%	✓ (≥2yrs)	✓[h]	x	✓
Dexcom G7™ (Dexcom)[f,g]	✓	✓	✓	✓	✓	5	≥2yrs	316	95%	>99.5%	127	95%	>99.5%	✓ (≥2yrs)	✓[h]	x	✓
Dexcom One™ (Dexcom)[f,g]	✓	✓	✓	✓	✓	5	≥2yrs	159	93%	>99.5%	165	92%	>99.5%	✓ (≥2yrs)	x	✓	x
Dexcom One+™ (Dexcom)[f,g]	✓	✓	✓	✓	✓	5	≥2yrs	316	95%	>99.5%	127	95%	>99.5%	✓ (≥2yrs)	x	✓	x
FreeStyle Libre® 2 Plus (Abbott)[f,i]	✓	✓	✓	✓	✓	5	≥2yrs	148	94%	>99.5%	127	94%	>99.5%	✓ (≥2yrs)	✓	✓	✓
FreeStyle Libre® 3 Plus (Abbott)[f,i]	✓	✓	✓	✓	✓	5	≥2yrs	148	94%	>99.5%	127	94%	>99.5%	✓ (≥2yrs)	✓	✓	✓
Simplera/Simplera Sync™ (Medtronic)[f]	✓	✓	✓	✓	✓	5	≥2yrs	160	89%	*	138	88%	*	✓ (≥2yrs)	x	x	✓
Guardian™ 4 Sensor and Guardian™ 4 Link Transmitter (Medtronic)[f]	x	x	✓	✓	✓	4	≥2yrs	154	88%	*	108	86%	*	✓ (≥2yrs)	x	x	✓
TouchCare® Nano All (Medtrum)[f]	x	x	✓	*	*	1	≥14yrs	63	89%	99%	*	*	*	✓ (≥2yrs)	x	x	✓
GlucoMen iCan (A. Menarini Diagnostics)[f]	x	x	*	*	*	0	≥2yrs	60	>90%	*	60	95%	>99.5%	✓ (≥2yrs)	x	x	x
Lira (Microtech)[f]	x	*	*	*	*	0	≥18yrs	91	>90%	99%	*	*	*	✓ (≥18yrs)	x	x	x
Adjunctive use: Not licensed for clinical decision-making. All clinical decisions must be confirmed with a finger-prick blood glucose test																	
Glucoonoo® (Infinovo)[d]	✓	x	x	x	x	1	≥18yrs	78	90%	99%	*	*	*	x (2yrs)	x	x	x
Glucofix Aidex™ (Glucofix)[d]	✓	x	x	x	x	1	≥18yrs	114	96%	>99.5%	*	*	*	x (14yrs)	x	✓	x
G5S CGM (SiBionics)[d]	✓	x	x	x	x	1	≥18yrs	70	92%	*	*	*	*	x (18yrs)	x	x	x
Yuwell CT3 (Urathon)[d]	x	*	*	*	*	0	≥18yrs	72	93%	*	*	*	*	x (14yrs)	x	✓	x
Syai Tag (Syai Health Technology)[d]	x	*	*	*	*	0	≥18yrs	72	93%	*	*	*	*	x (18yrs)	x	x	x

This content is copyrighted © by DSN Forum and all rights reserved. Please contact dnforumuk@gmail.com for any inquiries regarding endorsement, use, or sharing of this material.

Version 16th June. Reviewed bi-monthly. Latest version available @ DSN Forum UK

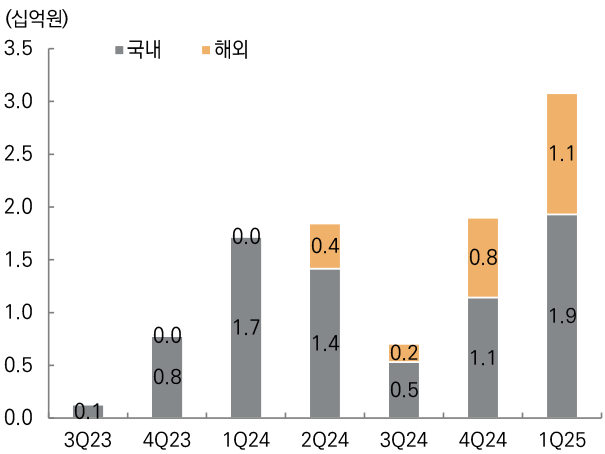
자료: Diabetes Specialist Nurse Forum UK, 미래에셋증권 리서치센터

그림 21. 아이센스의 기술로드맵



자료: 아이센스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 22. 아이센스의 CGM 매출 추이



자료: 아이센스, 미래에셋증권 리서치센터

아이센스 (099190)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	**291**	**322**	**364**	**411**
매출원가	**178**	**191**	**216**	**243**
매출총이익	**113**	**131**	**148**	**168**
판매비와관리비	**111**	**123**	**135**	**144**
조정영업이익	**3**	**7**	**14**	**24**
영업이익	**3**	**7**	**14**	**24**
비영업손익	**-1**	**-5**	**-7**	**-7**
금융손익	-5	-7	-7	-7
관계기업등 투자손익	-2	0	0	0
세전계속사업손익	2	2	7	17
계속사업법인세비용	4	0	1	3
계속사업이익	-2	2	6	14
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**-2**	**2**	**6**	**14**
지배주주	-2	2	6	15
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	**34**	**2**	**6**	**14**
지배주주	34	2	6	14
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	19	23	28	37
FCF	8	6	2	8
EBITDA 마진율 (%)	6.5	7.1	7.7	9.0
영업이익률 (%)	1.0	2.2	3.8	5.8
지배주주귀속 순이익률 (%)	-0.7	0.6	1.6	3.6

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	**276**	**289**	**312**	**342**
현금 및 현금성자산	68	66	59	57
매출채권 및 기타채권	68	73	83	94
재고자산	76	82	93	105
기타유동자산	64	68	77	86
비유동자산	**315**	**304**	**295**	**287**
관계기업투자등	3	3	3	4
유형자산	245	235	226	218
무형자산	32	31	29	28
자산총계	**591**	**593**	**606**	**629**
유동부채	**112**	**116**	**124**	**133**
매입채무 및 기타채무	36	39	44	50
단기금융부채	63	63	64	65
기타유동부채	13	14	16	18
비유동부채	**136**	**137**	**139**	**142**
장기금융부채	121	121	121	121
기타비유동부채	15	16	18	21
부채총계	**248**	**253**	**263**	**275**
지배주주지분	**325**	**322**	**325**	**336**
자본금	14	14	14	14
자본잉여금	51	51	51	51
이익잉여금	208	207	210	222
비지배주주지분	**18**	**18**	**18**	**18**
자본총계	**343**	**340**	**343**	**354**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	**23**	**10**	**6**	**12**
당기순이익	-2	2	6	14
비현금수익비용가감	33	23	22	23
유형자산감가상각비	14	14	13	12
무형자산상각비	2	2	2	1
기타	17	7	7	10
영업활동으로인한자산및부채의변동	-10	-7	-13	-15
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-5	-5	-10	-11
재고자산 감소(증가)	3	-6	-11	-12
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	1	1	2	3
법인세납부	0	0	-1	-3
투자활동으로 인한 현금흐름	**-40**	**-8**	**-11**	**-12**
유형자산처분(취득)	-15	-4	-4	-4
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-45	-4	-7	-8
기타투자활동	20	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	**39**	**-2**	**-2**	**-2**
장단기금융부채의 증가(감소)	40	0	1	1
자본의 증가(감소)	9	0	0	0
배당금의 지급	-3	-3	-3	-3
기타재무활동	-7	1	0	0
현금의 증가	**22**	**-2**	**-7**	**-2**
기초현금	45	68	66	59
기말현금	68	66	59	57

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	-	287.6	86.6	35.0
P/CF (x)	13.7	20.9	18.3	13.8
P/B (x)	1.3	1.6	1.6	1.5
EV/EBITDA (x)	27.6	25.7	21.2	15.9
EPS (원)	-65	64	213	527
CFPS (원)	1,113	880	1,006	1,330
BPS (원)	11,749	11,639	11,752	12,179
DPS (원)	100	100	100	100
배당성향 (%)	-141.5	160.9	48.4	19.6
배당수익률 (%)	0.7	0.6	0.6	0.6
매출액증가율 (%)	9.8	10.5	13.3	12.8
EBITDA증가율 (%)	-24.2	23.5	21.2	32.2
조정영업이익증가율 (%)	-75.7	173.2	87.0	75.2
EPS증가율 (%)	적전	흑전	232.3	147.6
매출채권 회전율 (회)	4.6	4.7	4.8	4.8
재고자산 회전율 (회)	3.6	4.1	4.2	4.2
매입채무 회전율 (회)	10.7	11.6	11.9	11.8
ROA (%)	-0.4	0.3	0.9	2.3
ROE (%)	-0.6	0.5	1.8	4.4
ROIC (%)	-0.8	1.8	3.2	5.3
부채비율 (%)	72.3	74.5	76.8	77.6
유동비율 (%)	245.9	248.6	250.7	257.1
순차입금/자기자본 (%)	21.0	18.6	18.8	17.0
조정영업이익/금융비용 (x)	0.4	1.1	2.0	3.6

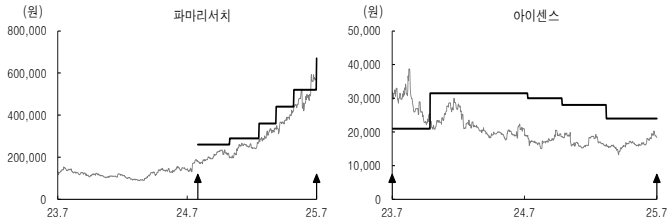
자료: 아이센스, 미래에셋증권 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
파마리서치 (214450)				
2025.07.23	매수	670,000	-	-
2025.05.20	매수	520,000	-4.24	14.23
2025.03.31	매수	440,000	-15.71	-3.75
2025.02.11	매수	360,000	-14.25	-6.25
2024.11.20	매수	290,000	-16.78	-5.69
2024.08.22	매수	260,000	-21.19	-9.42

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
아이센스 (099190)				
2025.03.06	매수	24,000	-	-
2024.11.04	매수	28,000	-38.70	-28.96
2024.08.01	매수	30,000	-41.60	-31.67
2023.11.06	매수	31,500	-30.76	-4.60
2023.05.04	매수	21,000	21.54	84.29

* 괴리율 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
중립	: 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	중립	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
매도	: 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상	비중축소	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

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

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자의견 분류기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 주가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
84.91%	5.59%	8.94%	0.56%

* 2025년 06월 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.