

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

MIRAE ASSET
 미래에셋증권

041830 · 의료장비 및 용품

인바디

매출 2,000억원에 미군 매출과 AI 솔루션 매출이 합쳐지면?

(유지)

매수

목표주가

37,000원

상승여력

42.0%

현재주가(24/2/22)

26,050원

KOSDAQ	870.11	시가총액(십억원)	356	발행주식수(백만주)	14	외국인 보유비중(%)	36.3
--------	--------	-----------	-----	------------	----	-------------	------

Report summary

매출액 시장기대치 부합, 영업이익 시장기대치 하회하는 실적

동사의 매출액은 예상대로 미군 부대 입찰 이연으로 전년 대비 3% 감소하며 시장기대치에 부합했다. 영업이익은 외형둔화에 의한 고정비부담 증가와 일회성 비용 발생으로 시장기대치를 하회했다.

현 주가는 12개월 선행 P/E 기준 8배로 미래에셋증권 의료기기 커버리지 평균(24배) 대비 저평가

미국 시장은 지난 3년간 연평균 31%씩 성장하며 외형성장을 주도하고 있다. 2024년에도 미국 시장을 중심으로 견조한 외형성장이 기대된다. 24년 실적은 매출 2,005억원(18% YoY), 영업이익 463억원(21% YoY, OPM 23.1%)을 기대한다. 잠시 주춤하고 있는 미군부대 입찰은 2024년 연중 다시 재개될 전망이다. 또한, 하반기부터 동사의 1억개의 체성분 데이터를 바탕으로 한 빅데이터 솔루션인 LB 트레이너를 미국에서 런칭한다. 3년 내에 소프트웨어 매출을 100억원대로 끌어올리는 것이 목표이며, 소프트웨어 역량이 강화될수록 주가배수 상향요인이 될 수 있을 것으로 판단한다.

Key data

Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	-3.3	6.8	4.2
상대주가	-6.7	9.6	-6.8

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	138	160	170	201	228
영업이익 (십억원)	36	41	38	46	55
영업이익률 (%)	26.1	25.6	22.4	22.9	24.1
순이익 (십억원)	34	34	37	41	49
EPS (원)	2,487	2,471	2,731	2,999	3,565
ROE (%)	20.4	17.0	16.1	15.3	15.8
P/E (배)	9.3	8.2	9.3	8.7	7.3
P/B (배)	1.6	1.2	1.3	1.2	1.0
배당수익률 (%)	0.9	1.5	1.4	1.3	1.3

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

4Q23 Review

매출액 시장기대치 부합, 영업이익 시장기대치 하회

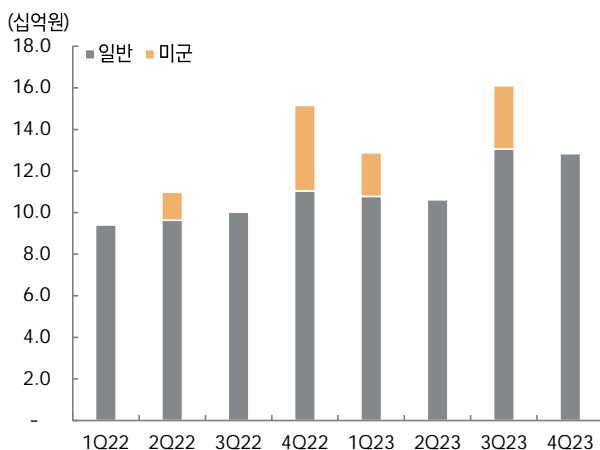
동사의 매출액은 전년 대비 3% 감소한 419억원으로 시장기대치에 부합했다. 작년 4 분기에는 미군부대향 매출 41억원이 발생하였으나, 이번 분기는 미군 입찰 이연으로 미군부대 매출이 없었다. 미군부대향 매출을 제외한 매출은 전년 대비 8% 증가했다.

영업이익은 전년 대비 42% 감소한 67억원으로 시장기대치를 하회했다. 전분기 대비 외형이 감소함에 따라 고정비 부담이 증가하며 매출총이익률이 전년 대비 2.5%p 감소 하였다. 또한, 일회성비용(장기매출채권 상각 및 상여) 10억원과 인력충원에 따른 인건 비 상승 5억원이 반영되었다. 이로 인해 영업이익률은 전년 대비 11.1%p 감소한 16.1%를 기록했다.

제품별로는 전문가용 인바디(전문가용 인바디 + SW)가 전년 대비 5% 감소한 344억 원을 기록했고, 가정용 인바디(인바디 다이얼+인바디 밴드)가 전년 대비 13% 증가한 42억원을, 의료기기는 전년 대비 8% 증가한 33억원을 기록했다.

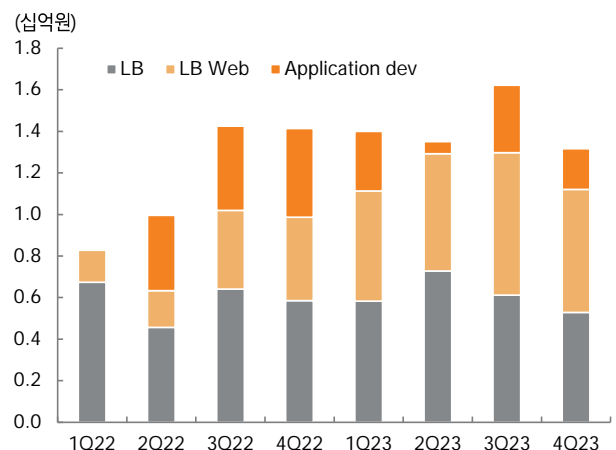
지역별로 한국이 전년 대비 2% 증가한 94억원, 일본이 전년 대비 14% 감소한 36억 원, 북미가 전년 대비 8% 감소한 153억원, 유럽이 전년 대비 9% 상승한 55억원, 중국이 전년 대비 1% 감소한 31억원, 기타시장이 전년 대비 3% 증가한 50억원을 기록 했다.

그림 1. 미국 매출의 미군향 매출 기여 추이



자료: 인바디, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. SW 매출 추이



자료: 인바디, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 4Q23 실적 비교표

(십억원, %, %p)

	4Q22	3Q23	4Q23P			성장률	
			잠정치	미래에셋증권	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	43.1	44.8	41.9	43.4	42.5	-2.7	-6.3
영업이익	11.7	12.4	6.7	9.3	10.2	-42.4	-45.8
영업이익률 (%)	27.2	27.8	16.1	21.4	24.0	-11.1	-11.7
순이익	5.9	12.1	7.9	8.1	8.1	33.7	-34.2

주: K-IFRS 기준

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 수익예상 변경표

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	23F	24F	23F	24F	23F	24F	
매출액	171.9	192.1	170.4	200.5	-0.9	4.4	4Q23 실적 반영
영업이익	40.9	46.9	38.4	46.3	-6.3	-1.4	
세전이익	44.9	50.9	45.2	50.1	0.7	-1.5	
순이익	36.1	40.7	37.4	41.0	3.6	0.9	
EPS (원)	2,636	2,971	2,731	2,999	3.6	0.9	

주: K-IFRS 기준

자료: 미래에셋증권 리서치센터

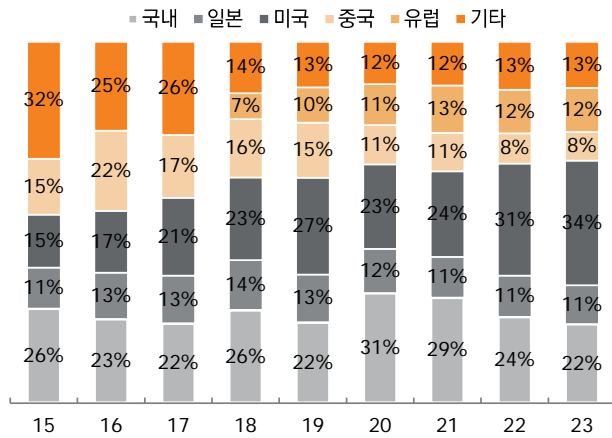
표 3. 분기별 실적 전망표

(십억원, %)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	2022	2023P	2024F
매출액	38.6	39.4	38.9	43.1	43.0	40.7	44.8	41.9	160.0	170.4	200.5
전문가용 인바디	31.9	31.5	31.0	36.3	35.7	33.5	37.6	34.4	130.7	141.2	166.0
가정용 인바디	3.7	4.8	5.4	3.7	4.4	4.3	4.7	4.2	17.6	17.6	22.0
의료기기	3.0	3.1	2.5	3.0	2.9	2.9	2.5	3.3	11.7	11.6	12.6
영업이익	11.5	9.9	7.5	11.7	10.4	8.7	12.4	6.7	40.7	38.4	46.3
순이익	10.1	8.6	9.2	5.9	10.3	7.0	12.1	7.9	33.8	37.4	41.0
매출 성장률 (%)	16.8	16.8	17.7	13.4	11.5	3.1	15.1	-2.7	16.1	6.5	17.7
전문가용 인바디	20.8	19.8	19.8	23.5	10.7	5.5	22.6	-7.3	21.1	7.2	19.2
가정용 인바디	-7.0	0.7	20.2	18.5	27.8	10.2	0.5	13.7	7.8	12.0	19.5
의료기기	16.4	16.0	10.1	-15.9	7.1	-7.4	-0.9	7.7	5.0	1.4	11.5
영업이익률 (%)	29.8	25.2	19.4	27.2	24.3	21.4	27.8	16.1	25.4	22.5	23.1
순이익률 (%)	26.1	21.9	23.7	13.8	24.0	17.2	26.9	18.9	21.1	21.9	20.5

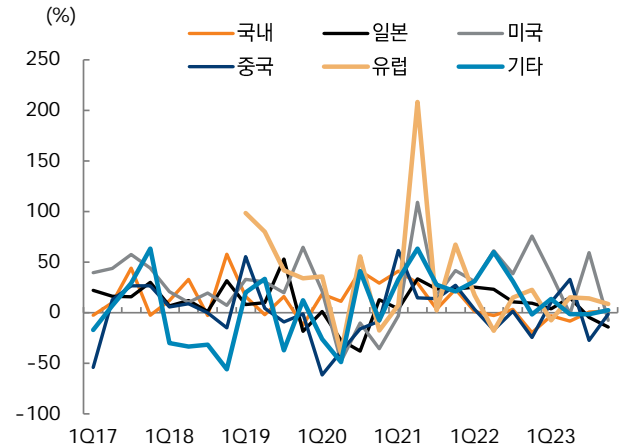
자료: 인바디, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 지역별 매출 비중



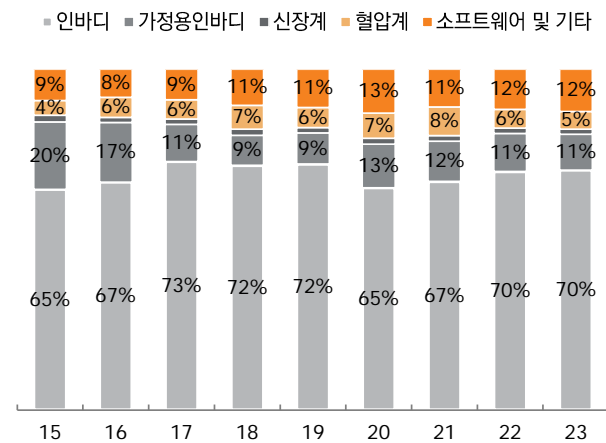
자료: 인바디, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 지역별 매출 성장률 추이



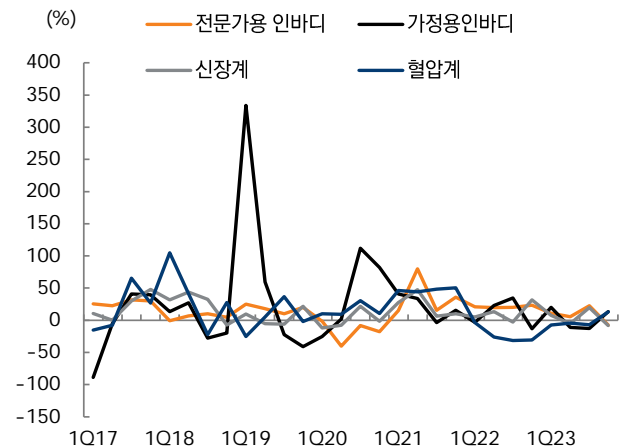
자료: 인바디, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 품목별 매출 비중



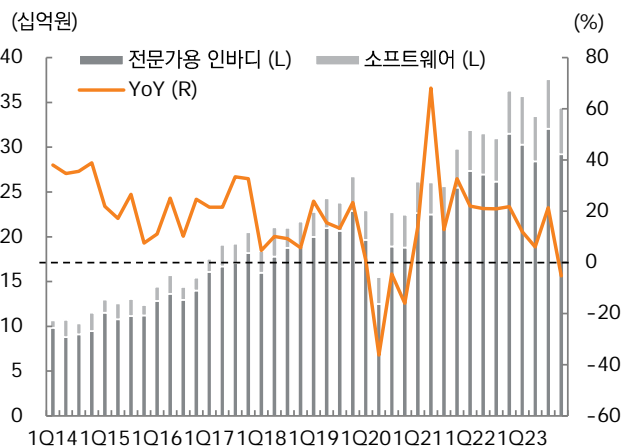
자료: 인바디, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 품목별 매출 성장률 추이



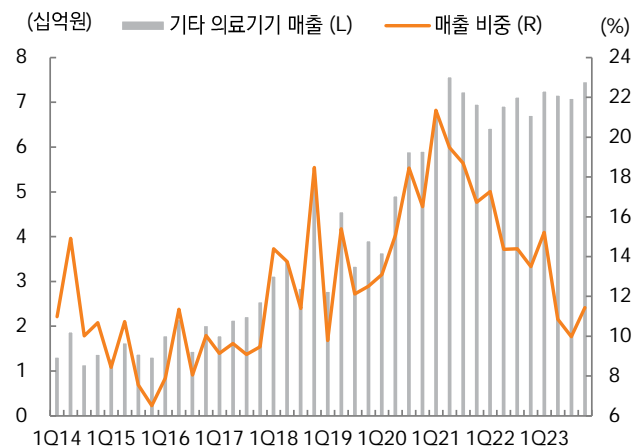
자료: 인바디, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 전문가용 인바디 매출 추이



자료: 인바디, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 기타 의료기기 매출 추이



자료: 인바디, 미래에셋증권 리서치센터

밸류에이션 및 투자전략

목표주가 37,000원 및 매수의견 유지

동사의 외형성장을 주도하는 지역은 단연 미국이다. 지난 3년간 미국 시장의 연평균 성장률은 31%에 달한다. 특히 22년부터 발생하고 있는 미군 매출은 새로운 성장동력이 되고 있다. 동사는 2022~2023년 2년간 미 군부대(육군, 국방부, 해병대 등)에 106억원의 전문가용 인바디를 납품했다. 특히 4Q22부터는 의료용을 제외한 가장 비싼 모델인 770(ASP 2.1천만원 이상)이 납품되면서 제품 믹스 개선에 의해 매출총이익률 개선에도 기여하고 있다.

이스라엘 전쟁 영향으로 미군부대 입찰이 지연되고 있으나, 실제 사용하고 있는 미군의 레퍼런스가 좋고, 세계적으로 비슷한 유형의 장비가 없다는 점에서 미군부대 모멘텀은 2024년에도 여전히 유효하며 향후 2년 이상은 지속될 가능성이 높아보인다. 미군이 아니더라도 미국은 전체 외형성장을 주도하고 있다. 미군 매출을 제외한 지난 3년간 동사의 연평균 미국 시장 성장률은 27%에 달한다. 최근 동사는 서부(LA)에 이어 동부(필라델피아)에도 법인을 설립하며 미국 영업을 강화했다.

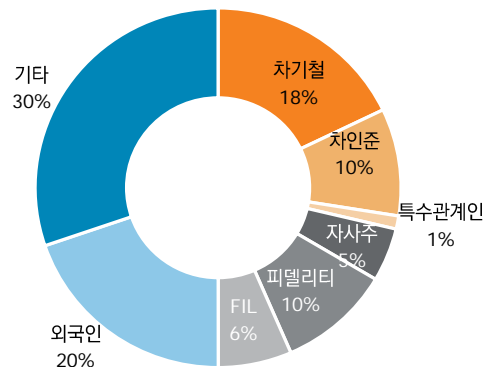
동사는 2024년에도 미국을 중심으로 견조한 외형성장을 이어가며 전년 대비 18% 증가한 매출 2,005억원을 기록할 것으로 예상된다. 영업이익은 전년 대비 21% 증가한 463억원을 기대한다. 다만, 글로벌 영업력 강화를 위한 판매인력 강화를 반영하여 영업이익률(23.1%) 증가는 0.6%p에 그칠 것으로 예상된다.

현 주가는 12개월 선행 P/E 기준 8배로 Peer(미래에셋증권 의료기기 커버리지 평균 24배) 및 동사의 5년 평균(11배) 대비 저평가되고 있다.

동사는 강력한 인바디 하드웨어에 소프트웨어 역량을 합치기 위해 노력하고 있다. 이러한 일환으로 지난 CES 2024에서 기존 체성분 데이터 관리 플랫폼인 록인바디(LB)에 AI를 접목한 빅데이터 솔루션인 LB 트레이너를 공개했다. 기존에 제공하던 단순 데이터 관리에서 나아가 동사가 보유한 1억개 이상의 체성분 데이터를 바탕으로 체형교정과 감량 예측치 등의 정보를 제공하고 맞춤형 식단까지 추천할 수 있다.

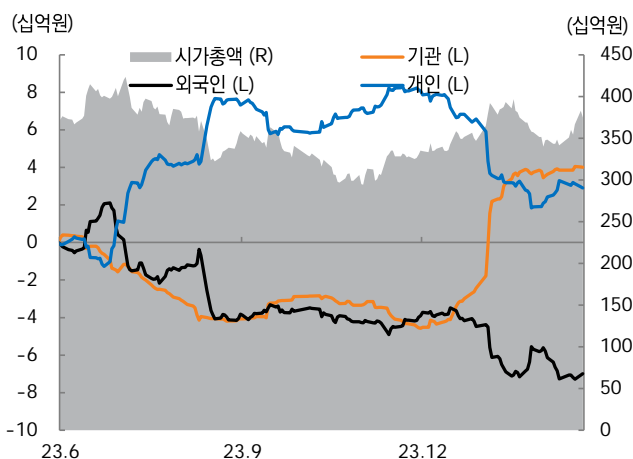
24년 하반기부터 주력시장인 미국부터 침투를 개시할 예정이며, 2023년 57억원인 소프트웨어 매출을 3년 내에 100억원대로 끌어올리는 것이 목표다. 소프트웨어 역량이 강화될수록 주가배수 상향요인이 될 수 있을 것으로 판단한다.

그림 9. 지분율



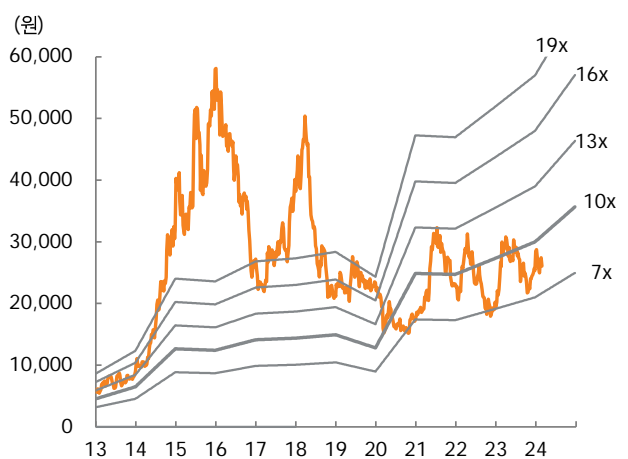
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 투자자별 순매수량 vs. 시총 추이



자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. 12개월 선행 P/E 밴드 차트



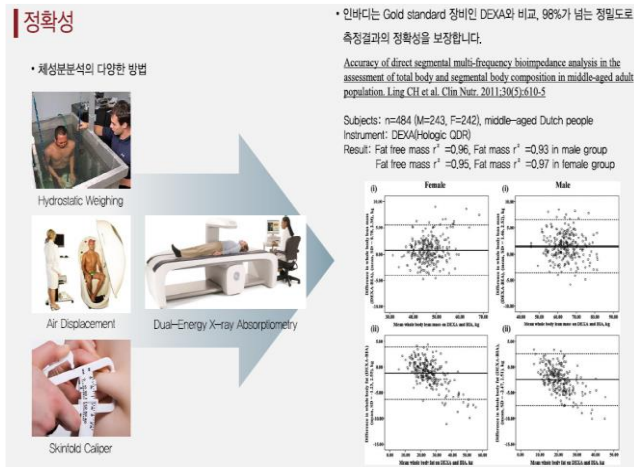
자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. Global peer valuation

회사명	시가총액 (십억원)	영업이익률 (%)			PER (배)			PSR (배)			ROE (%)			매출액(십억원)		
		23	24F	25F	23	24F	25F	23	24F	25F	23	24F	25F	23	24F	25F
클래시스	2,063	49.8	49.5	49.2	27.8	22.7	18.8	11.4	9.4	7.8	29.1	28.5	26.3	180	219	262
에스디바이오센서	1,547	-42.1	-7.7	-0.2	-3.6	-	-	2.4	2.2	1.8	-	-	-0.2	661	735	878
씨젠	1,355	-8.2	2.8	10.0	-	79.6	30.1	3.7	3.4	3.0	1.6	4.4	4.4	367	393	455
덴타움	1,233	32.2	32.9	33.1	13.0	10.3	8.6	3.2	2.6	2.2	22.0	22.7	22.1	385	479	562
제이시스 메디칼	645	28.7	32.2	32.9	19.2	13.7	11.3	4.4	3.6	3.0	33.8	32.1	31.9	150	182	219
아이센스	604	7.5	5.3	7.7	123.3	50.3	27.5	2.3	2.0	1.7	3.7	6.6	7.0	265	312	361
바텍	460	16.9	18.3	18.4	8.6	7.4	6.2	1.2	1.1	1.0	15.1	14.3	14.4	387	411	445
인바디	356	23.8	24.4	24.8	9.5	8.7	7.3	2.2	1.9	1.6	-	15.3	15.3	170	201	228
디오	325	13.4	19.8	22.1	87.8	14.1	10.1	2.1	2.0	1.7	12.4	13.5	13.8	156	163	189
뷰웍스	283	8.5	14.4	15.6	19.1	10.5	8.3	1.3	1.1	1.0	8.5	13.3	13.2	220	250	282
레이	243	4.2	9.0	12.4	-1.1	24.6	14.5	1.8	1.7	1.4	2.2	13.0	11.4	146	155	185
평균		12.2	18.3	20.5	30.4	24.2	14.3	3.3	2.8	2.4	14.3	16.4	14.5	280.7	318.2	369.6

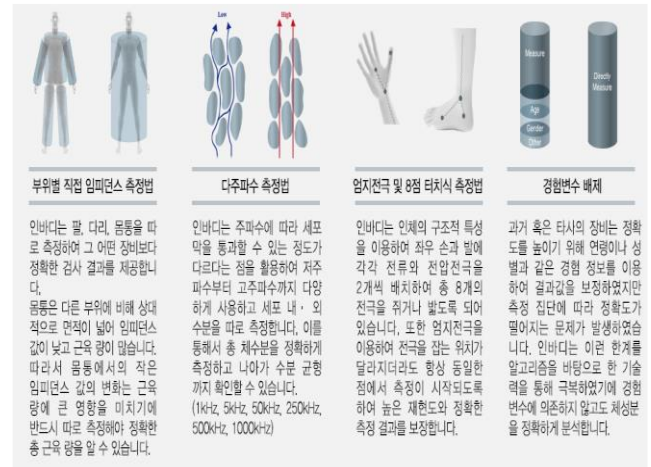
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. 인바디의 정확성



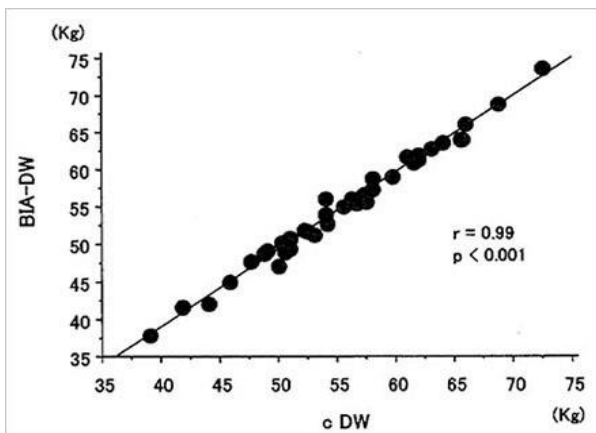
자료: 인바디, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. 인바디의 기술력



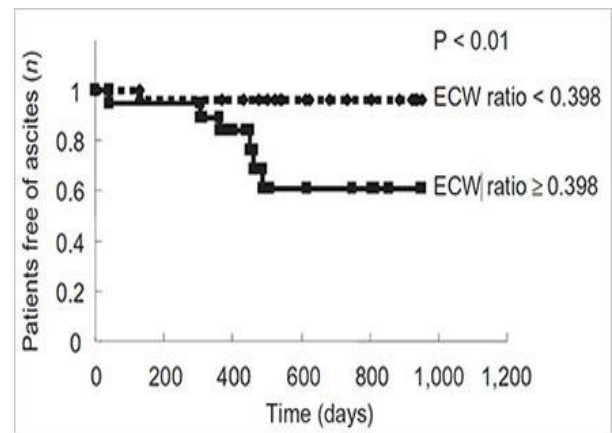
자료: 인바디, 미래에셋증권 리서치센터

그림 14. 인바디 검사의 투석환자 체액평가의 유용성 (신장내과)



자료: 일본투석회지, 미래에셋증권 리서치센터

그림 15. 간경화 증상이 심할수록 세포외수분비가 높음(간질환)



자료: Hepatology Research, 미래에셋증권 리서치센터

그림 16. 간이식 수술 환자의 체세포량 모니터링에 활용(영양)

Table 5
Univariate analysis of factors affecting in-hospital death from infection

Variable	Incidence of event	P
Age (y)		0.017
<60 (n = 68)	19%	
≥60 (n = 32)	3%	
Gender		0.369
Male (n = 46)	17%	
Female (n = 54)	11%	
Child-Pugh class		0.030
A/B (n = 39)	5%	
C (n = 61)	20%	
MELD score		0.118
<20 (n = 55)	9%	
≥20 (n = 45)	20%	
Preoperative BCM		0.003
Low (n = 24)	29%	
Normal or high (n = 64)	5%	
Preoperative BCAA-enriched nutrient mixture		0.884
Present (n = 37)	14%	
Absent (n = 63)	15%	

자료: Nutrition, 미래에셋증권 리서치센터

그림 17. 급성신부전증 환자 중 세포외수분비 모니터링환자의 사망률과 재발률 감소 (영양)

Table II. Heart Failure (HF)-Related and All Cause-Related Events in the Three Groups

Event	Control n = 53	CM n = 53	EI n = 53	P
Death (%)	7 (13.2)	3 (5.7)	1 (1.9)	0.06
Rehospitalization				
HF-related (n/%)	10 (18.9)	7 (13.2)	2 (3.8)*	0.03
All cause-related (%)	21 (39.6)	16 (30.2)	8 (15.1)**‡	0.01
HF-related all events (%)	14 (26.4)	8 (15.1)	2 (3.8)**‡	0.004
All cause-related all events (%)	22 (41.5)	16 (30.2)	8 (15.1)**‡	0.01

CM indicates case management group and EI, the group combining CM and the edema index. * $P < 0.05$, ** $P < 0.01$, compared to the control group; † $P < 0.05$, ‡ $P < 0.01$, compared to the CM group.

자료: International Heart Journal, 미래에셋증권 리서치센터

인바디 (041830)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	160	170	201	228
매출원가	39	38	46	51
매출총이익	121	132	155	177
판매비와관리비	80	94	109	122
조정영업이익	41	38	46	55
영업이익	41	38	46	55
비영업손익	1	7	4	5
금융손익	1	3	4	5
관계기업등 투자손익	0	3	0	0
세전계속사업손익	42	45	50	60
계속사업법인세비용	9	8	9	11
계속사업이익	34	37	41	49
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	34	37	41	49
지배주주	34	37	41	49
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	34	38	41	49
지배주주	34	39	41	49
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	46	44	52	60
FCF	25	40	35	45
EBITDA 마진율 (%)	28.8	25.9	25.9	26.3
영업이익률 (%)	25.6	22.4	22.9	24.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	21.3	21.8	20.4	21.5

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	135	165	208	257
현금 및 현금성자산	22	54	66	95
매출채권 및 기타채권	17	17	22	24
재고자산	28	27	35	40
기타유동자산	68	67	85	98
비유동자산	107	112	112	111
관계기업투자등	3	3	4	5
유형자산	75	76	75	73
무형자산	2	1	1	1
자산총계	243	277	320	368
유동부채	19	19	24	27
매입채무 및 기타채무	4	4	5	5
단기금융부채	2	2	3	3
기타유동부채	13	13	16	19
비유동부채	7	7	8	9
장기금융부채	4	4	4	4
기타비유동부채	3	3	4	5
부채총계	27	26	32	36
지배주주지분	215	250	287	331
자본금	7	7	7	7
자본잉여금	1	1	1	1
이익잉여금	219	253	289	333
비지배주주지분	1	1	1	1
자본총계	216	251	288	332

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	30	44	39	49
당기순이익	34	37	41	49
비현금수익비용가감	16	13	11	11
유형자산감가상각비	5	6	6	5
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	11	7	5	6
영업활동으로인한자산및부채의변동	-12	3	-8	-5
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-3	4	-4	-3
재고자산 감소(증가)	-10	-3	-8	-5
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	-1	0	0
법인세납부	-8	-11	-9	-11
투자활동으로 인한 현금흐름	-22	-13	-23	-16
유형자산처분(취득)	-5	-4	-4	-4
무형자산감소(증가)	-1	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-12	2	-19	-12
기타투자활동	-4	-11	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-5	-6	-4	-4
장단기금융부채의 증가(감소)	3	0	1	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-3	-4	-5	-5
기타재무활동	-5	-2	0	1
현금의 증가	3	33	12	29
기초현금	19	22	54	66
기말현금	22	54	66	95

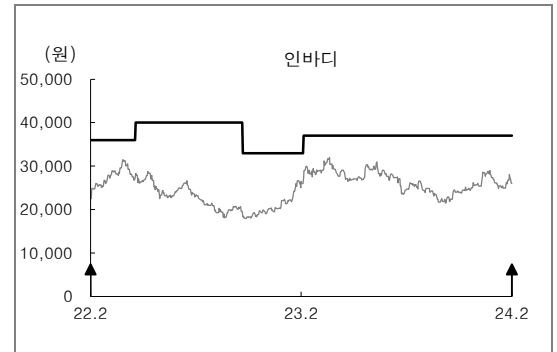
자료: 인바디, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	8.2	9.3	8.7	7.3
P/CF (x)	5.6	6.9	6.8	5.9
P/B (x)	1.2	1.3	1.2	1.0
EV/EBITDA (x)	4.3	5.4	4.2	3.0
EPS (원)	2,471	2,731	2,999	3,565
CFPS (원)	3,627	3,695	3,809	4,387
BPS (원)	16,615	19,148	21,814	25,046
DPS (원)	300	350	350	350
배당성향 (%)	11.6	12.2	11.1	9.3
배당수익률 (%)	1.5	1.4	1.3	1.3
매출액증가율 (%)	16.1	6.5	17.7	13.5
EBITDA증가율 (%)	14.4	-3.9	17.7	15.2
조정영업이익증가율 (%)	13.5	-5.8	20.6	17.9
EPS증가율 (%)	-0.6	10.5	9.8	18.9
매출채권 회전율 (회)	10.5	11.0	11.5	10.9
재고자산 회전율 (회)	6.9	6.2	6.5	6.1
매입채무 회전율 (회)	65.4	1,443.7	1,537.4	1,440.6
ROA (%)	15.2	14.3	13.8	14.2
ROE (%)	17.0	16.1	15.3	15.8
ROIC (%)	29.6	27.0	31.7	35.8
부채비율 (%)	12.3	10.4	11.2	10.9
유동비율 (%)	705.5	883.8	868.8	942.8
순차입금/자기자본 (%)	-37.1	-44.3	-48.7	-54.3
조정영업이익/금융비용 (x)	333.7	112.7	118.1	132.0

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
인바디 (041830)				
2023.02.27	매수	37,000	-	-
2022.11.14	매수	33,000	-36.95	-19.24
2022.05.12	매수	40,000	-42.32	-28.00
2021.08.11	매수	36,000	-28.53	-12.50



* 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
88.55%	6.63%	4.22%	0.6%

* 2023년 12월 31일 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.