

# 바디텍메드 (206640)

한승협

songhyeop.han@daishin.com

투자 의견

N.R

6개월 목표주가

N.R

현재주가

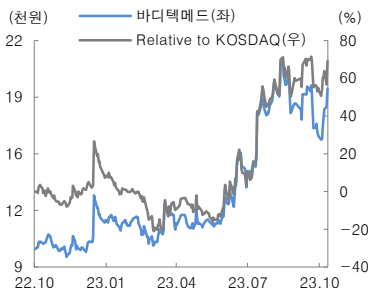
(23.11.07)

19,290

스몰캡업종

KOSDAQ	824.37
시가총액	453십억원
시가총액비중	0.11%
자본금(보통주)	23십억원
52주 최고/최저	20,800원 / 9,750원
120일 평균거래대금	50억원
외국인지분율	4.34%
주요주주	최의열 외 4 인 22.59% 김재학 외 11 인 11.91%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	1.7	29.9	58.8	82.8
상대수익률	0.8	41.5	62.8	55.4



## 25년은 가속 성장의 원년

- 2분기 실적 호조가 3분기까지 이어졌다. 내년 성장도 기대되는 부분
- 매출 체력 개선의 이유는 코로나19 이후 진단 장비 설치 증가
- 중국과 미국 효과가 본격화되는 25년은 가속 성장의 원년

### 포스트 코로나 성장을 가장 빨리 보여주는 진단 업체

3Q23 연결 매출액 349억원(YoY+25.6%), 영업이익 88억원(YoY+73%, OPM 25.2%) 기록. 별도 기준 월 100억원 수준의 매출 유지 중. 코로나 관련 매출이 거의 반영되지 않고 있음에도 불구하고 성장세를 보이고 있다는 점은 긍정적

2023년 매출액 1,345억원(YoY+14%), 영업이익 298억원(YoY+21%, OPM 22%) 전망. 매출 체력 개선의 이유는 코로나19 이후 진단 장비 설치 증가. 팬데믹 기간 동안 추가로 25,000대가 설치되었고, 이 중 약 23,000대(92%)가 주력 장비. 주력 장비 아이크로마, 아피아스는 감염성 질환부터 당뇨, 갑상선, 비타민 D 등 다양한 적응증을 대상으로 100여 가지의 진단 키트(소모품) 판매를 촉진하는 플랫폼 역할

최근 성과가 좋고 규모가 큰 대리점을 중심으로 계약 갱신 및 신규 계약. 브라질 1위 약국 체인인 RD그룹을 대상으로 신규 장비 설치 진행. 23년 3분기까지 누적 설치 장비 대수는 약 1만 대로 팬데믹 기간 동안의 수치를 넘어서는 수준. 이러한 장비 설치 추세가 2024년 매출 성장에 중요한 동력이 될 것으로 판단

24년 매출액 1,576억원(YoY+17%), 영업이익 381억원(YoY+28%, OPM 24%) 추정. 매출이 특정 제품이나 특정 국가에 집중되는 것이 아니라 균형 있게 성장하고 있다는 점에 주목. 또한, 높은 재고자산, 대규모 총당금 등 일회성 비용이 발생될 재무적 리스크가 없으며, 자금 조달 이력이 없고 향후 가능성도 제한적

### 중국과 미국 효과가 본격화되는 25년은 가속 성장의 원년

**[중국]** 기초 의료 개혁으로 당뇨 등 기본 진단 제품에 대한 수요 증가. 지난 6월 과거 동사의 주요 중국 파트너사였던 조인스타향 반제품 공급 계약 기사화. 당뇨, 류마티스관절염, 갑상선 등 총 10개 제품을 대상으로 영업이익률 50% 이상의 반제품(언컷시트, 버퍼용액)이 공급될 예정. 현재 인허가 준비 중으로 24년 하반기부터 공급 본격화 예상. 24년 4분기 15억원, 25년 약 100억원 매출 기대

**[미국]** 글로벌 동물 의료 탭티어 업체와의 OEM 계약을 통해 미국 동물진단 시장에 진입 예정. 동물 진단 제품은 인허가 장벽이 상대적으로 낮고, 기준이 되는 보험 수가가 없어 판매 단가가 높아 마진이 높음. 현재 계약은 마무리 단계로 올해 말 정식 계약 체결 예정. 장비 공급은 24년 하반기부터 시작되며 25년부터는 키트 매출이 본격적으로 발생할 전망. 미국 사업 매출의 OPM은 약 30% 이상. '25년에는 약 2,000억원 매출에 500억원 수준의 영업이익을 내는 회사로 성장이 기대

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	158	118	135	158	196
영업이익	52	25	30	38	50
세전순이익	56	27	34	42	54
총당기순이익	47	25	28	33	43
지배지분순이익	44	24	27	32	41
EPS	1,889	1,028	1,160	1,367	1,759
PER	8.9	10.0	15.7	13.3	10.4
BPS	6,433	6,964	7,969	9,154	10,732
PBR	2.6	1.5	2.4	2.1	1.8
ROE	32.7	15.4	15.6	16.0	17.7

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 / 자료: 바디텍메드, 대신증권 Research Center

포스트 코로나 성장을 가장 빨리 보여주는 진단 업체, 내년도 성장 가능

2분기의 실적 호조가 3분기까지 이어졌다. 3Q23 연결 매출액 349억원(YoY+25.6%)을, 영업이익 88억원(YoY+73%, OPM 25.2%)을 달성했다. 전년 동기 대비 매출액이 증가했고, 전 분기 대비 수익성이 개선되었다. 별도 기준 월 100억원 수준의 매출을 유지하고 있다. 작년 2분기부터 코로나 관련 매출이 거의 반영되지 않고 있음에도 불구하고 성장세를 보이고 있다는 점은 긍정적이다. 코로나 이전 동사의 월평균 매출액은 약 50억원 수준이었다. 현재는 월 100억원 수준으로 두 배 이상 상승했으며, 이는 코로나 영향을 제외하고도 매출의 체력 자체가 개선되었음을 의미한다.

2023년 매출액 1,345억원(YoY+14%), 영업이익 298억원(YoY+21%, OPM 22%)을 전망한다. 매출 체력 개선의 이유로는 코로나19 이후 진단 장비의 설치가 증가한 점을 들 수 있다. 코로나19 이전에는 중국을 제외하고 약 25,000대의 진단 장비가 설치되어 있었으며, 이 중 주력 장비가 약 52%를 차지했다. 팬데믹 기간 동안에는 추가로 25,000대가 설치되었고, 이 중 약 23,000대(92%)가 주력 장비였다. 주력 장비인 아이크로마(Ichroma)와 아피아스(AFIAS)는 100여 가지의 진단 키트(소모품) 판매를 촉진하는 플랫폼 역할을 한다.

주력 장비가 빠르게 설치되고 있다는 점이 눈에 띈다. 2023년 3분기까지 누적 설치 대수는 약 1만 대로, 이는 팬데믹 기간 동안의 수치를 넘어서는 수준이다. 이러한 장비 설치 추세가 2024년 매출 성장에 중요한 동력이 될 것으로 판단된다. 2024년 매출액 1,576억원(YoY+17%), 영업이익 381억원(YoY+28%, OPM 24%)을 전망한다. 매출이 특정 제품이나 특정 국가에 집중되는 것이 아니라 균형 있게 성장하고 있다는 점에 주목한다. 또한, 높은 재고자산, 대규모 충당금 등 일회성 비용을 발생시킬 수 있는 재무적 리스크가 없으며, 자금 조달 이력 또한 없다.

설립 이후 지속적인 R&D를 통해 현재 100여 종 이상의 진단 키트를 개발 및 판매 중이다. 이러한 키트들은 코로나와 독감과 같은 감염성 질환부터 심혈관 질환, 당뇨, 갑상선, 비타민 D 수치 측정에 이르기까지 다양한 적응증을 포함한다. 주요 경쟁사인 중국 업체들과의 차별화를 위해 치료 약물 농도 감시(TDM), 비타민 D 측정, 급성 신장손상, 심혈관 질환 등 고부가가치 제품을 추가하고 있다. 설치된 장비를 베이스로 신규 키트가 출시될 경우 6개월에서 1년 이내 매출이 발생하는 구조이다. 동사는 전 세계 120개국에 걸쳐 약 230개의 판매 대리점을 운영 중이며, 성과가 좋고 규모가 큰 대리점을 중심으로 계약을 갱신하거나 신규 대리점 계약을 체결하고 있다. 작년 말에는 이탈리아 대형 제약사 메나리니와 독점 계약을 체결한 바 있다.

브라질 1위 약국 체인인 RD그룹을 대상으로 신규 장비 설치가 진행되고 있다. 보통 병원이 대상으로 장비를 설치하였으나, 코로나 이후 미국과 브라질과 같이 국토 면적이 넓은 국가를 중심으로 약국 내 진단 시스템이 도입되면서 새로운 시장이 형성되었다. 브라질 RD 그룹 소속 2,700개 약국을 대상으로 600대 이상의 장비 설치가 완료되었다. 2024년부터는 이 장비들을 활용한 소모품 키트 매출이 본격적으로 발생할 것으로 예상된다. 브라질 레퍼런스를 기반으로 캐나다와 유럽 등으로 약국 체인 사업을 확장할 계획이다.

## 중국과 미국 효과가 본격화되는 25년은 가속 성장의 원년

장비 설치에 따른 유기적 성장 외에도 크게 두 가지 모멘텀이 추가되면서 25년 이후의 성장을 주도할 것으로 예상된다. 2025년에는 약 2,000억원에 매출에 500억원 수준의 영업 이익을 내는 회사로 성장할 것이다.

2005년 중국에서 영유아 항생제 오남용 방지를 위해 CRP 및 PCT 검사 필요성이 커지면서 조인스타라는 유통 대리점과 함께 중국 진단시장에 진출했다. 2015년 조인스타향 매출이 250억원에 달할 정도로 중국 사업의 성장세는 컸다. 한편, 중국 내 경쟁 심화로 인해 단가 인하 요구가 있었으나 동사가 받아들이지 않자 조인스타는 2016년 이후 진단 장비를 복제하여 자체적으로 판매하기 시작했다. 여기에 코로나 봉쇄의 영향으로 조인스타향 매출은 40~50억원 수준으로 줄어들었다.

그러나 최근 중국의 기초 의료 개혁이 조인스타향 매출에 전환점을 가져왔다. 중국은 보건소를 중심으로 국민 대상 기본 진단 서비스를 강화할 계획을 수립했는데, 예를 들어 당뇨병 환자에게는 당화혈색소(HbA1c) 검사를 3개월마다 실시하겠다는 것이다. 조인스타는 약 6천만 명이 거주하는 절강성에서 단독 벤더로 입찰에 성공했고, 내년에는 인구 약 1.5억 명이 사는 광둥성에서의 입찰 결과가 나올 예정이다.

지난 6월, 동사와 조인스타는 반제품(언컷시트, 버퍼용액)을 공급하는 계약을 체결했다. 공급되는 제품군은 HbA1c, 류마티스 관절염, 갑상선 질환 등 총 10종이다. 반제품은 제조 간접비가 거의 들지 않아 영업이익률 기준 약 50%의 높은 수익성이 예상된다. 현재 중국 내 인허가 과정이 진행 중이며, 본격적인 공급은 2024년 하반기부터 시작될 예정이다. 내년 4분기 기준 약 10~20억원 수준의 매출이 예상되며, 2025년 온기에는 조인스타향 추가 매출만 100억원 이상이 기대된다.

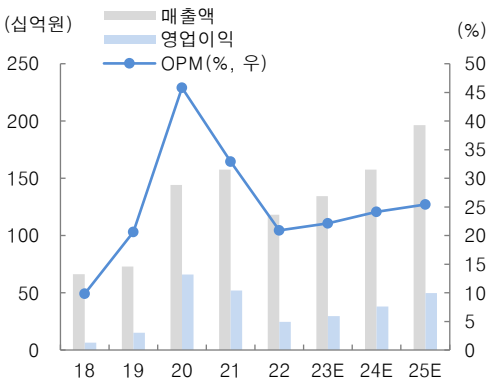
글로벌 동물 의료 탭티어 업체와의 OEM 계약을 통해 미국 동물진단 시장에 진입할 예정이다. 동물 진단 제품은 인허가 장벽이 상대적으로 낮고, 판매 단가가 높아 마진이 높은 것이 특징이다. 현재 계약의 규모와 기간 등이 대부분 구체적으로 정해진 상태로 올해 말에서 내년 초에 정식 계약이 체결될 예정이다. 파트너사의 요구 사항에 맞추어 제품 변경이 필요하여 장비 공급은 2024년 하반기부터 시작되며, 2025년부터는 키트(소모품) 매출이 본격적으로 발생할 전망이다. 미국 사업에서 발생하는 매출의 영업이익률은 약 30% 이상이 될 것으로 예상된다.

표 1. 바디텍메드 분기 및 연간 실적 추정 (단위: 십 억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023E	2024E
매출액	29.5	35.0	34.9	35.2	33.1	40.2	41.5	42.7	118.1	134.5	157.6
YoY (%)	-21.1%	44.9%	25.6%	22.0%	12.5%	15.1%	19.2%	21.2%	-25.1%	13.9%	17.2%
매출총이익	17.5	21.0	20.9	20.8	19.6	23.3	23.7	24.3	70.8	80.2	90.9
YoY (%)	-21.2%	49.5%	29.5%	12.8%	11.7%	11.1%	13.2%	17.1%	-28.0%	13.2%	13.3%
총이익률	59.4%	60.1%	60.0%	59.0%	59.0%	58.0%	57.0%	57.0%	60.0%	59.6%	57.7%
판매비	12.7	12.8	12.1	12.8	12.8	13.7	13.0	13.3	46.2	50.5	52.8
YoY (%)	-4.5%	16.6%	9.6%	18.5%	0.2%	7.1%	6.9%	4.4%	-0.6%	9.3%	4.6%
판매비율(%)	43.2%	36.7%	34.8%	36.2%	38.5%	34.2%	31.2%	31.2%	39.1%	37.5%	33.5%
영업이익	4.8	8.2	8.8	8.0	6.8	9.6	10.7	11.0	24.7	29.8	38.1
YoY (%)	-46.2%	167.9%	73.0%	4.6%	42.3%	17.3%	21.9%	37.2%	-52.5%	20.6%	28.0%
영업이익률 (%)	16.2%	23.4%	25.2%	22.8%	20.5%	23.8%	25.8%	25.8%	20.9%	22.1%	24.2%
당기순이익	5.7	6.5	9.2	6.9	7.0	7.7	9.4	9.6	25.3	28.3	33.7
YoY (%)	-37.2%	31.0%	44.9%	38.2%	24.4%	18.3%	2.2%	39.0%	-46.7%	11.9%	19.0%
당기순이익률 (%)	19.2%	18.6%	26.3%	19.6%	21.3%	19.1%	22.5%	22.5%	21.4%	21.0%	21.4%

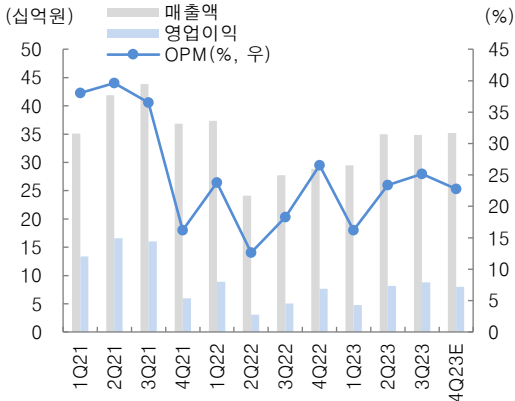
자료: 대신증권 Research Center

그림 1. 연간 매출액, 영업이익, 영업이익률



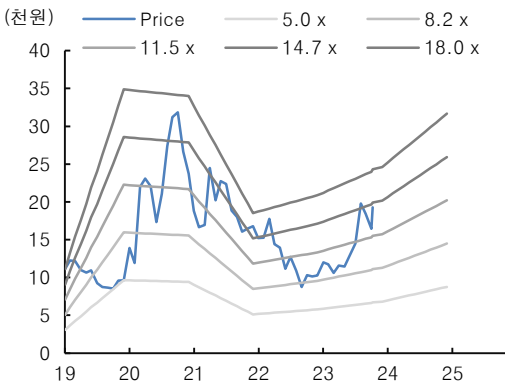
자료: 바디텍메드, 대신증권 Research Center

그림 2. 분기 매출액, 영업이익, 영업이익률



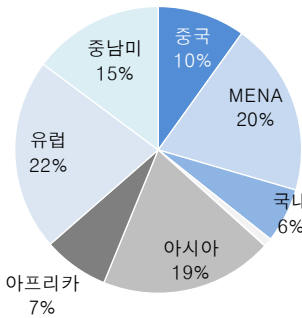
자료: 바디텍메드, 대신증권 Research Center

그림 3. 12Fwd P/E 밴드



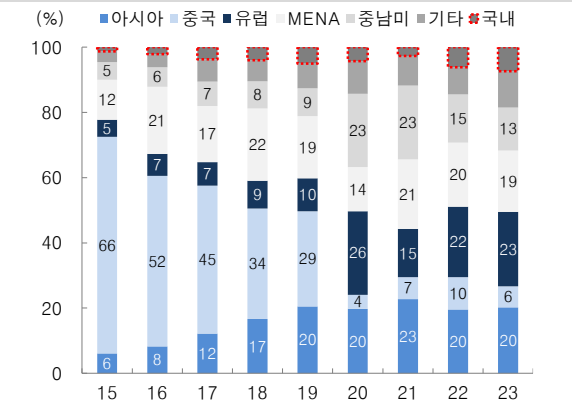
주: 동사 추정치 기준  
자료: 대신증권 Research Center

그림 4. 지역별 매출액 비중



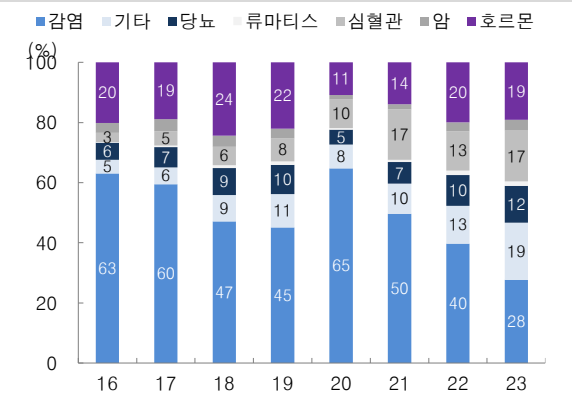
주: 2022년 기준 별도 기준  
자료: 바디텍메드, 대신증권 Research Center

그림 1. 지역별 매출 비중 추이



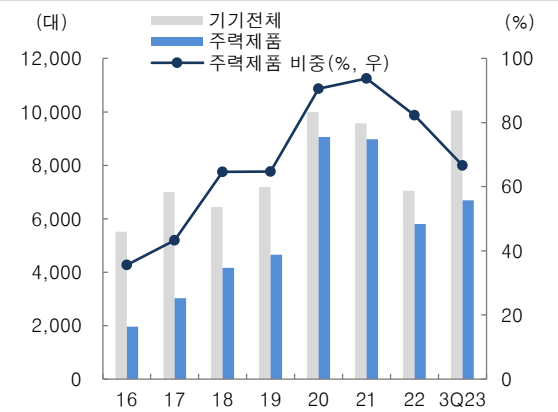
주: 별도 기준 23년 3Q23 누적 기준  
자료: 바디텍메드, 대신증권 Research Center

그림 2. 적응증별 매출 비중 추이



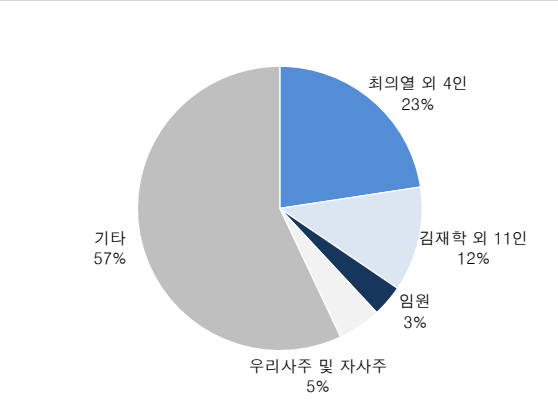
주: 별도 기준  
자료: 바디텍메드, 대신증권 Research Center

그림 3. 진단장비 설치 대수 추이



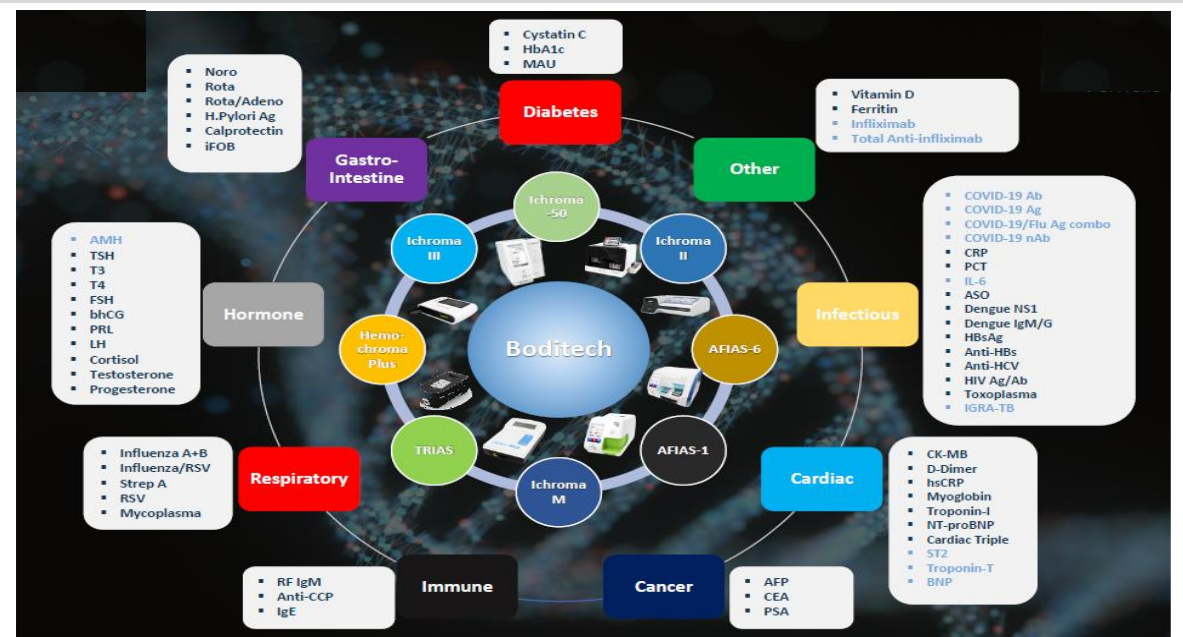
주: 주력제품 = Ichroma + AFIAS  
자료: 바디텍메드, 대신증권 Research Center

그림 4. 주주구성



자료: 바디텍메드, 대신증권 Research Center

그림 5. 바디텍메드 제품군 포트폴리오



자료: 바디텍메드, 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

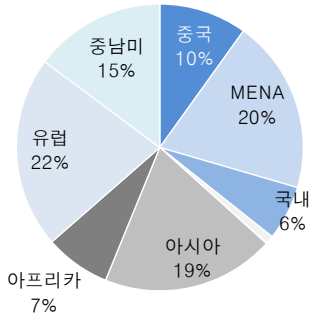
- 1998년 설립, 2015년 KOSDAQ 상장, 항광면역진단 진단장비 및 키트 제조 및 판매 사업 영위 22년 기준 임직원 수 460명
- 주요 장비: Ichroma, AFIAS 등
- 설립자 및 대표이사 최의열
- 자산 1,956억원, 부채 208억원, 자본 1,748억원(2022년 기준)  
(발행주식 수: 23,486,560)

주가 변동요인

- (+) 수출공급계약 체결, 매출 호조, 동물진단 계약 체결, 중국 공급
- (-) 매출 부진, 공급 계약 해지 등

자료: 바디텍메드, 대신증권 Research Center

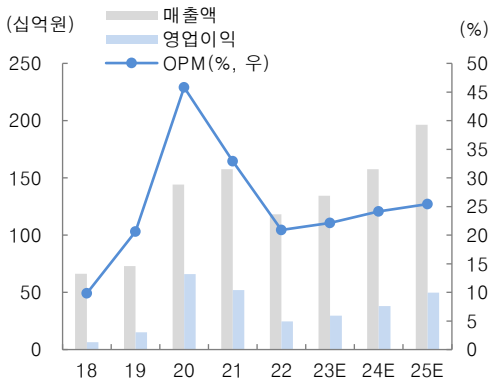
지역별 매출 비중



주: 2022년 개별 기준  
자료: 바디텍메드, 대신증권 Research Center

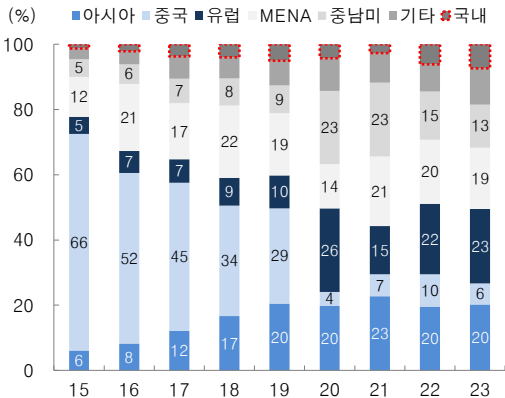
Earnings Driver

연간 매출, 영업이익, 영업이익률



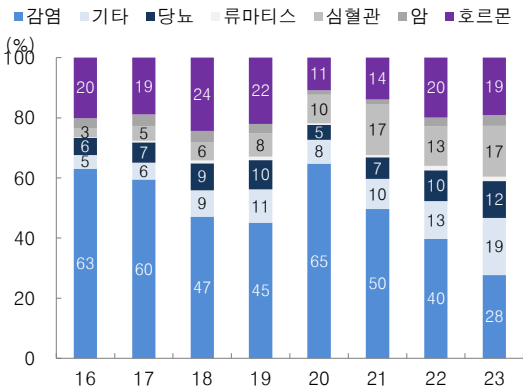
자료: 바디텍메드, 대신증권 Research Center

지역별 매출 비중 추이



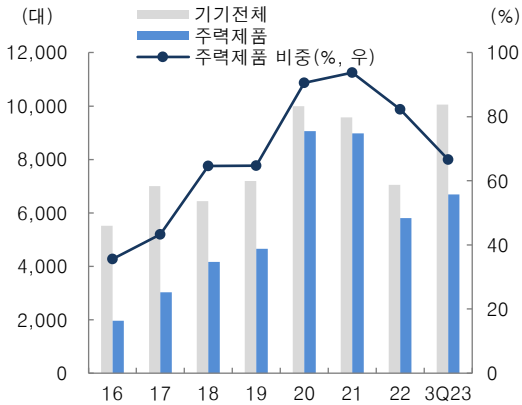
자료: 바디텍메드, 대신증권 Research Center

적응종별 매출 비중 추이



자료: 바디텍메드, 대신증권 Research Center

진단장비 설치 대수 추이



자료: 바디텍메드, 대신증권 Research Center



재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	158	118	135	158	196
매출원가	59	47	54	67	83
매출총이익	98	71	80	91	113
판매비와관리비	46	46	50	53	63
영업이익	52	25	30	38	50
영업외수익	32.9	20.9	22.1	24.2	25.4
EBITDA	58	32	38	47	59
영업외손익	4	2	4	4	4
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	5	5	4	4	5
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-1	-3	-1	-1	-1
외환관련손실	1	3	1	1	1
기타	1	1	2	1	1
법인세비용차감전순이익	56	27	34	42	54
법인세비용	-9	-2	-6	-8	-11
계속사업순이익	47	25	28	33	43
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	47	25	28	33	43
당기순이익	30.1	21.4	21.1	21.2	21.9
비재계분순이익	3	1	1	1	2
재계분순이익	44	24	27	32	41
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄손익이익	49	25	29	33	43
비재계분포괄이익	3	1	1	1	2
재계분포괄이익	45	24	28	32	41

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	1,889	1,028	1,160	1,367	1,759
PER	8.9	10.0	15.7	13.3	10.4
BPS	6,433	6,964	7,959	9,154	10,732
PBR	2.6	1.5	2.4	2.1	1.8
EBITDAPS	2,468	1,369	1,606	1,998	2,532
EV/EBITDA	5.9	6.2	10.7	8.4	6.5
SPS	6,715	5,027	5,727	6,710	8,357
PSR	25	2.0	3.4	2.9	2.3
CFPS	2,851	1,523	1,704	2,065	2,607
DPS	200	150	150	150	150

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액증가율	9.4	-25.1	13.9	17.2	24.5
영업이익증가율	-21.3	-52.5	20.6	28.0	30.9
순이익증가율	-1.9	-46.7	12.3	17.8	28.6
수익성					
ROIC	51.8	22.2	20.3	22.0	25.2
ROA	29.2	12.7	14.2	15.9	18.0
ROE	32.7	15.4	15.6	16.0	17.7
안정성					
부채비율	19.2	11.9	12.3	11.3	10.6
순차입금비율	-38.4	-29.7	-30.7	-31.7	-31.4
이자보상배율	264.3	121.0	0.0	0.0	0.0

자료: 비드투게이드, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	131	117	138	162	194
현금및현금성자산	39	26	38	51	64
매출채권및기타채권	27	24	30	34	42
재고자산	33	31	34	39	49
기타유동자산	32	36	37	37	38
비유동자산	61	78	86	93	104
유형자산	45	58	66	72	78
관계기업투자지급	2	2	3	3	4
기타비유동자산	14	18	18	18	22
자산총계	192	196	224	256	298
유동부채	27	16	17	16	17
매입채무및기타채무	13	8	8	9	9
차입금	2	4	4	4	4
유동상대채	2	2	3	3	3
기타유동부채	9	2	2	1	1
비유동부채	4	5	7	10	12
차입금	2	2	5	7	9
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	2	2	3	3	3
부채총계	31	21	25	26	29
자본부분	151	164	187	215	252
자본금	23	23	23	23	23
자본잉여금	20	20	20	20	20
이익잉여금	121	141	165	193	231
기타자본변동	-13	-20	-21	-22	-22
비재계부분	10	11	13	15	17
자본총계	161	175	200	230	269
순차입금	-62	-52	-61	-73	-85

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	50	23	25	29	33
당기순이익	47	25	28	33	43
비현금항목의가감	20	10	12	15	18
감가상각비	6	7	8	9	10
외환손익	-1	1	-3	-3	-3
자산평가손익	0	0	0	0	0
기타	14	2	6	9	11
자산부채의증감	-5	-5	-9	-11	-18
기타현금흐름	-12	-8	-6	-8	-11
투자활동 현금흐름	-16	-24	-17	-17	-17
투자자산	-3	-3	-1	-1	-1
유형자산	-18	-15	-15	-15	-15
기타	6	-6	-1	-1	-1
재무활동 현금흐름	-20	-10	-1	-2	-2
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	-5	2	2	2	2
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-5	-4	-3	-3	-3
기타	-10	-8	0	-1	-1
현금의증감	15	-13	12	13	13
기초 현금	24	39	26	38	51
기말 현금	39	26	38	51	64
NOPLAT	44	23	25	30	40
FCF	32	14	17	24	34

[Compliance Notice]

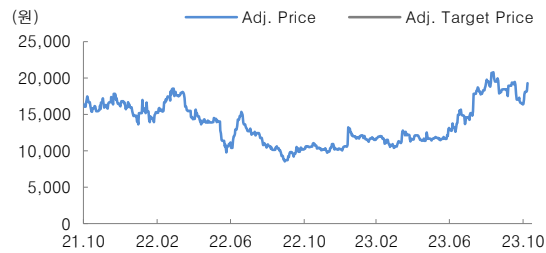
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:한승현)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

바디텍메드(206640) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	23.11.08	22.05.23
투자의견	N/R	N/R
목표주가	N/A	N/A
과다율(평균%)		
과다율(최대/최소%)		
제시일자		
투자의견		
목표주가		
과다율(평균%)		
과다율(최대/최소%)		
제시일자		
투자의견		
목표주가		
과다율(평균%)		
과다율(최대/최소%)		
제시일자		
투자의견		
목표주가		
과다율(평균%)		
과다율(최대/최소%)		

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20231105)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	91.1%	8.9%	0.0%

- 산업 투자의견
- Overweigh(비중확대)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
  - Neutral(중립)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
  - Underweigh(비중축소)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

- 기업 투자의견
- Buy(매수)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
  - Marketperform(시장수익률)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
  - Underperform(시장수익률 하회)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상