

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

MIRAE ASSET
 미래에셋증권

041830 · 의료장비 및 용품

인바디

2024년에도 미군 입찰은 이어진다

(유지)

매수

목표주가

37,000원

상승여력

54.2%

현재주가(23/11/13)

24,000원

KOSDAQ	774.42	시가총액(십억원)	328	발행주식수(백만주)	14	외국인 보유비중(%)	36.8
--------	--------	-----------	-----	------------	----	-------------	------

Report summary

매출액 시장기대치 부합, 영업이익 시장기대치 상회하며 분기최대 실적 경신

동사의 매출액은 미국 해병대 입찰로 인해 미국이 전년대비 60% 증가하며 시장기대치를 부합했다. 해병대 입찰에 납품된 장비는 ASP가 2천만원이 넘는 770모델로 매출총이익률이 전년대비 크게 개선되며 영업이익은 시장기대치를 상회하였다.

현 주가는 12개월 선행 P/E 기준 9배로 미래에셋증권 의료기기 커버리지 평균(16배) 대비 저평가

동사는 2Q22 처음 미군 입찰에 성공한 이래 지금까지 미군향 매출로 106억원을 기록하고 있다. 현재 육군, 국방부, 해병대 등으로 신규입찰이 늘어나고 있어, 2024년 이후에도 미군부대향 실적 개선 모멘텀은 유효한 것으로 보인다. 또한, 내년부터 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	2.1	-11.6	22.8
상대주가	8.5	-6.1	15.9

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	138	160	172	192	218
영업이익 (십억원)	36	41	41	47	54
영업이익률 (%)	26.1	25.6	23.8	24.5	24.8
순이익 (십억원)	34	34	36	41	47
EPS (원)	2,487	2,471	2,636	2,971	3,452
ROE (%)	20.4	17.0	15.6	15.3	15.4
P/E (배)	9.3	8.2	9.1	8.1	7.0
P/B (배)	1.6	1.2	1.3	1.1	1.0
배당수익률 (%)	0.9	1.5	1.3	1.3	1.3

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

3Q23 Review

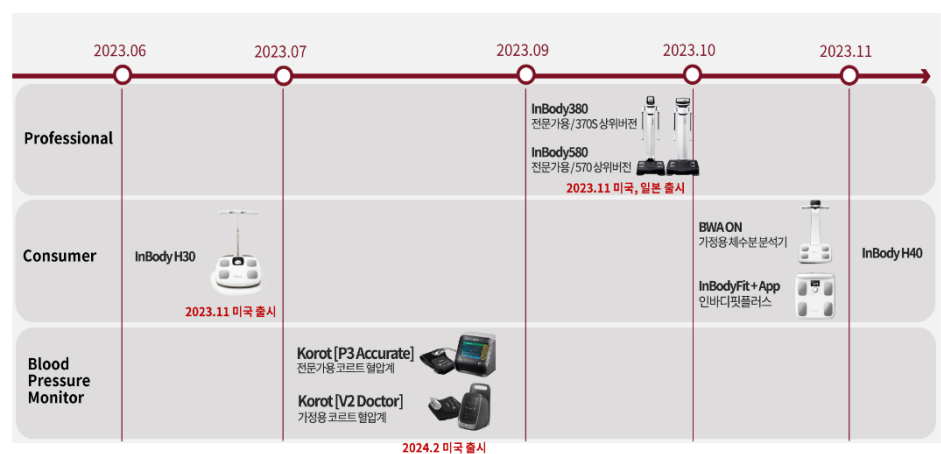
매출액 시장기대치 부합, 영업이익 시장기대치 상회하며 분기최대 실적 경신

동사의 매출액은 전년대비 15% 증가한 448억원으로 시장기대치에 부합했다. 영업이익은 전년대비 65% 증가한 124억원으로 시장기대치를 상회했다. 미국 해병대 입찰로 인해 마진이 높은 장비 판매비중이 증가하면서 매출총이익률이 전년대비 7.1%p 증가하며 영업이익률도 전년대비 8.4%p 증가한 27.8%를 기록했다.

제품별로는 전문가용 인바디(전문가용 인바디 + SW)가 전년대비 21% 성장한 376억원을 기록했고, 가정용 인바디(인바디 다이얼+인바디 밴드)가 전년대비 13% 감소한 47억원을, 의료기기는 전년대비 2% 감소한 25억원을 기록했다.

지역별로 한국이 전년대비 1% 증가한 93억원, 일본이 전년대비 5% 감소한 40억원, 미국이 전년대비 60% 증가한 174억원, 유럽이 전년대비 14% 상승한 52억원, 중국이 전년대비 27% 감소한 28억원, 기타시장이 전년대비 1% 감소한 61억원을 기록했다.

그림 1. 동사의 신제품 출시 스케줄



자료: 인바디, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 3Q23 실적 비교표

(십억원, %, %p)

	3Q22	2Q23	3Q23P			성장률	
			잠정치	미래에셋증권	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	38.9	40.7	44.8	44.1	44.1	15.1	10.1
영업이익	7.5	8.7	12.4	10.7	10.7	65.0	42.8
영업이익률 (%)	19.4	21.4	27.8	24.3	24.3	8.4	6.4
순이익	9.2	7.0	12.1	9.1	9.1	30.9	71.1

주: K-IFRS 기준

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 수익예상 변경표

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	23F	24F	23F	24F	23F	24F	
매출액	175.4	199.6	171.9	192.1	-2.0	-3.7	3Q23 실적 반영
영업이익	41.6	47.5	40.9	46.9	-1.6	-1.2	
세전이익	45.5	51.3	44.9	50.9	-1.3	-0.9	
순이익	36.6	41.0	36.1	40.7	-1.4	-0.9	
EPS (원)	2,674	2,999	2,636	2,971	-1.4	-0.9	

주: K-IFRS 기준

자료: 미래에셋증권 리서치센터

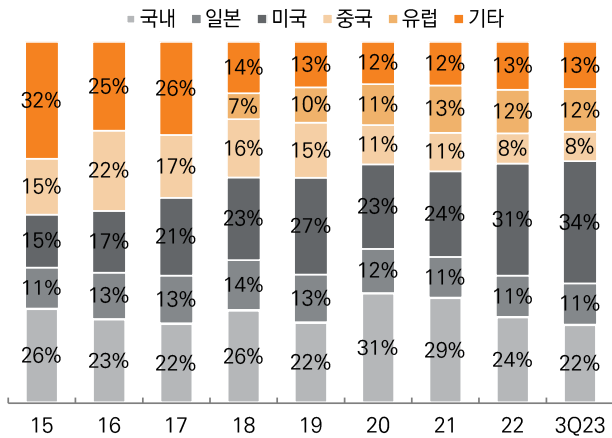
표 3. 분기별 실적 전망표

(십억원, %)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23F	2022	2023F	2024F
매출액	38.6	39.4	38.9	43.1	43.0	40.7	44.8	43.4	160.0	171.9	192.1
전문가용 인바디	31.9	31.5	31.0	36.3	35.7	33.5	37.6	34.8	130.7	141.6	156.7
가정용 인바디	3.7	4.8	5.4	3.7	4.4	4.3	4.7	5.3	17.6	18.6	22.8
의료기기	3.0	3.1	2.5	3.0	2.9	2.9	2.5	3.3	11.7	11.7	12.6
영업이익	11.5	9.9	7.5	11.7	10.4	8.7	12.4	9.3	40.7	40.9	46.9
순이익	10.1	8.6	9.2	5.9	10.3	7.0	10.5	8.1	33.8	36.1	40.7
매출 성장률 (%)	16.8	16.8	17.7	13.4	11.5	3.1	15.1	0.8	16.1	7.4	11.8
전문가용 인바디	20.8	19.8	19.8	23.5	10.7	5.5	22.6	-7.9	21.1	7.0	11.1
가정용 인바디	-7.0	0.7	20.2	18.5	27.8	10.2	0.5	35.2	7.8	17.1	19.1
의료기기	16.4	16.0	10.1	-15.9	7.1	-7.4	-0.9	19.4	5.0	4.3	10.4
영업이익률 (%)	29.8	25.2	19.4	27.2	24.3	21.4	27.8	21.5	25.4	23.8	24.4
순이익률 (%)	26.1	21.9	23.7	13.8	24.0	17.2	23.6	18.8	21.1	21.0	21.2

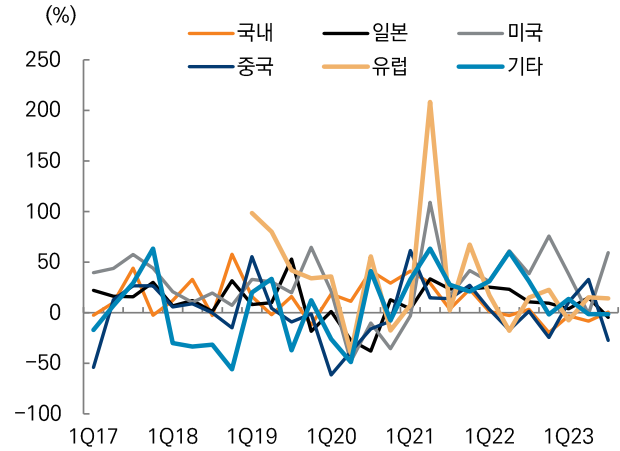
자료: 인바디, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 지역별 매출 비중



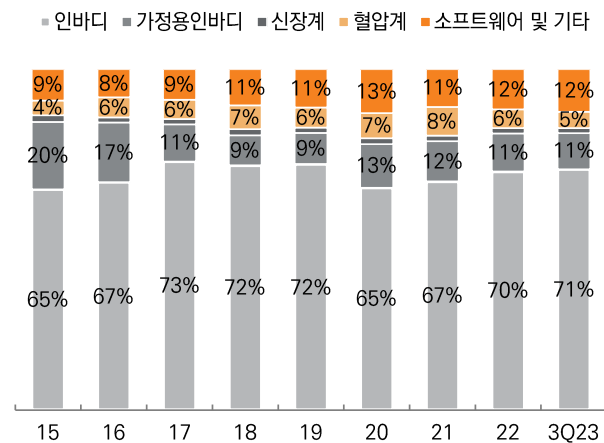
자료: 인바디, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 지역별 매출 성장률 추이



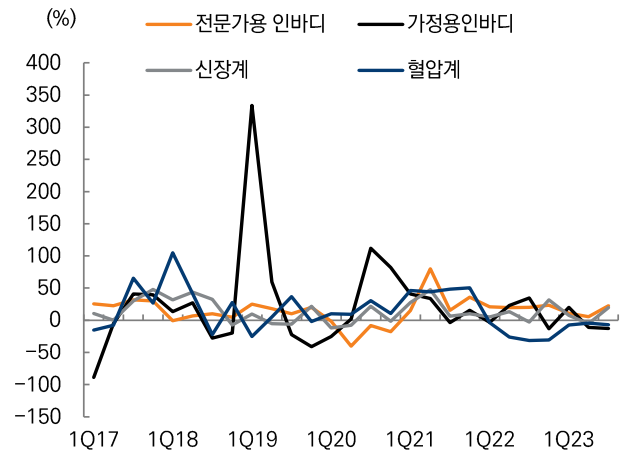
자료: 인바디, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 품목별 매출 비중



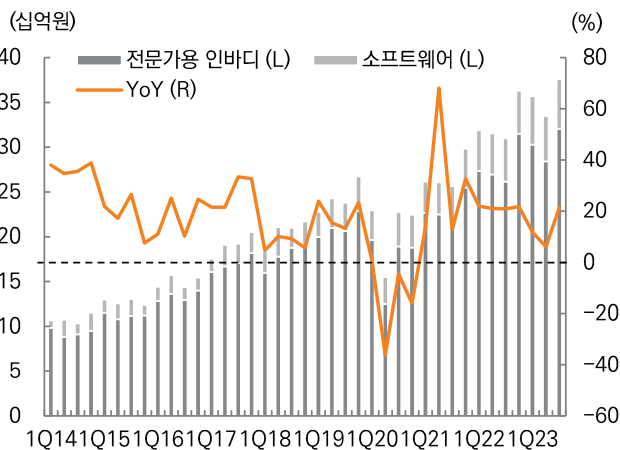
자료: 인바디, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 품목별 매출 성장률 추이



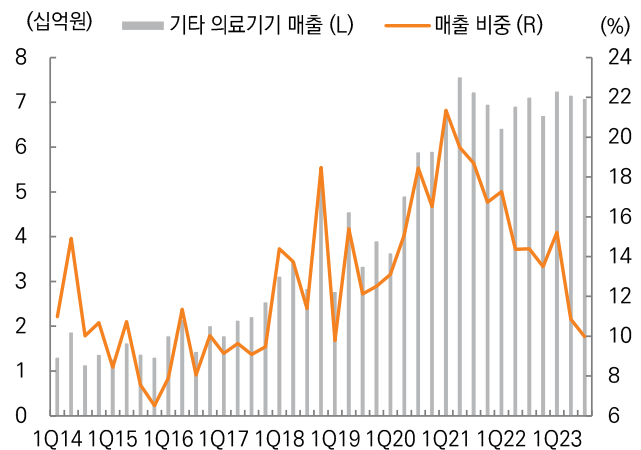
자료: 인바디, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 전문가용 인바디 매출 추이



자료: 인바디, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 기타 의료기기 매출 추이



자료: 인바디, 미래에셋증권 리서치센터

밸류에이션 및 투자전략

목표주가 37,000원 및 매수 의견 유지

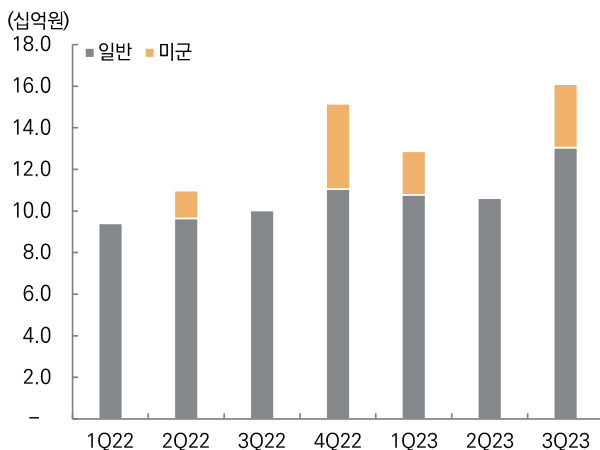
동사는 2Q22 처음 미군 입찰에 성공한 이래 지금까지 미군향 매출로 106억원을 기록하고 있다. 특히 4Q22부터는 의료용을 제외한 가장 비싼 모델인 770(ASP 2.1천만원 이상)이 납품되면서 제품 믹스 개선에 의해 매출총이익률 개선에도 기여하고 있다. 현재 육군, 국방부, 해병대 등으로 신규입찰이 늘어나고 있어, 2024년 이후에도 미군부대향 실적 개선 모멘텀은 유효한 것으로 보인다.

다만, 최근 이스라엘 전쟁영향으로 4Q23 진행될 입찰이 내년으로 미뤄진 것은 단기적으로 아쉽다. 이로 인해 4Q23 실적은 당초 예상보다 보수적으로 추정하였다. 이를 반영한 동사의 2023년 실적은 매출 1,719억원(7% YoY), 영업이익 409억원(1% YoY, OPM 23.8%)을 예상한다.

현 주가는 12개월 선행 P/E 기준 8배로 Peer(미래에셋증권 의료기기 커버리지 평균 16배) 및 동사의 5년 평균(11배) 대비 저평가되고 있다. 동사는 강력한 인바디 하드웨어에 소프트웨어 역량을 합치기 위해 노력하고 있다. 이러한 일환으로 2024년부터는 기존 체성분 데이터 관리 플랫폼인 록인바디(LB)에 AI를 접목한 빅데이터 솔루션인 LB 트레이너를 런칭한다. 기존에 제공하던 단순 데이터 관리에서 나아가 동사가 보유한 1억개 이상의 체성분 데이터를 바탕으로 체형교정과 감량 예측치 등의 정보를 제공하고 맞춤형 식단까지 추천할 수 있다.

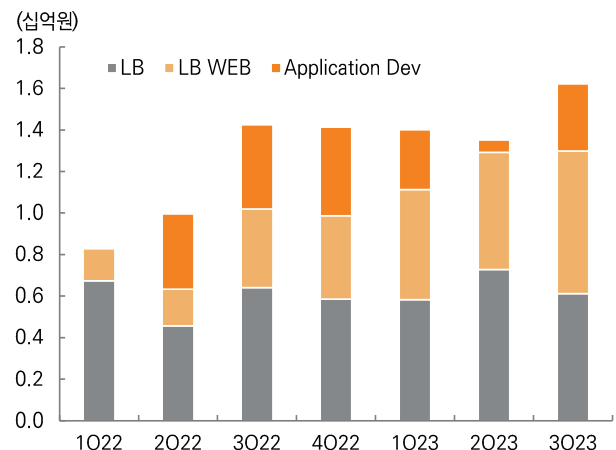
우선 주력시장인 미국부처 침투를 개시할 예정이며, 3년 내에 소프트웨어 매출을 100억원대로 끌어올리는 것이 목표다. 소프트웨어 역량이 강화될수록 주가배수 상향요인이 될 수 있을 것으로 판단한다.

그림 8. 미국 매출의 미군향 매출 기여 추이



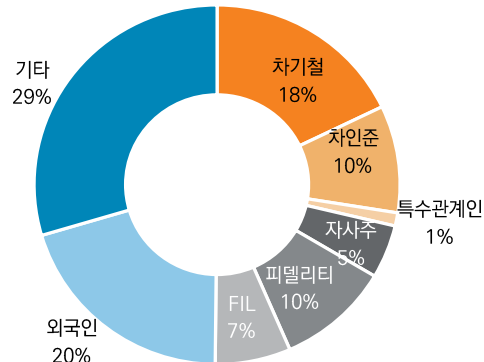
자료: 인바디, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. SW 매출 추이



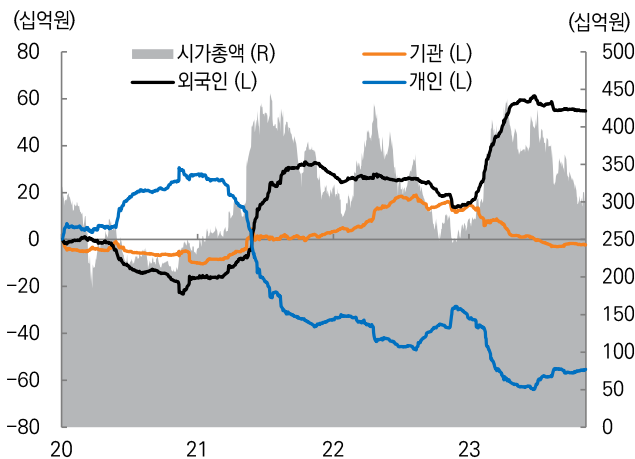
자료: 인바디, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 지분율



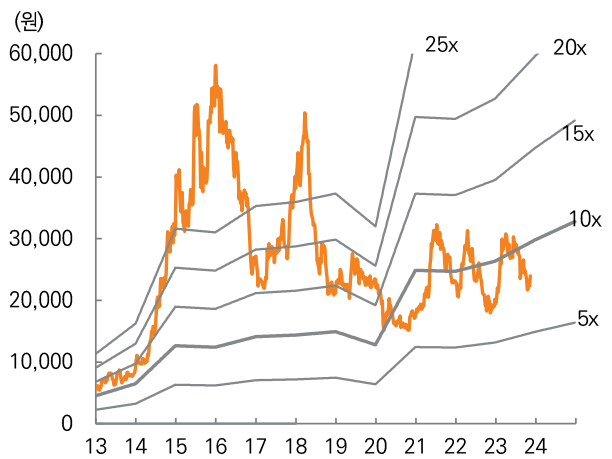
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. 투자자별 순매수량 vs. 시총 추이



자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. 12개월 선행 PER 밴드 차트



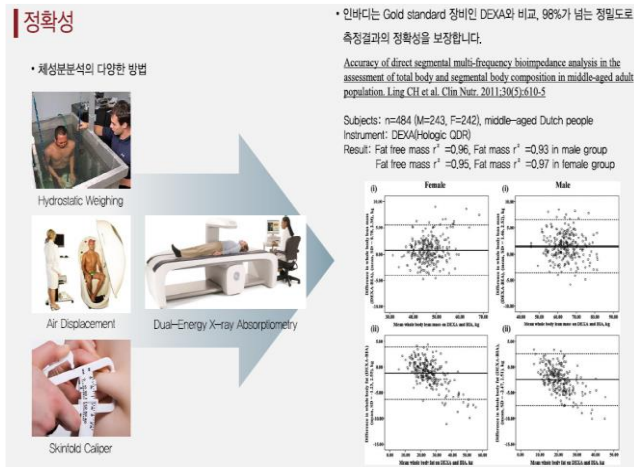
자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. Global peer valuation

회사명	시가총액 (십억원)	영업이익률 (%)			PER (배)			PSR (배)			ROE (%)			매출액(십억원)		
		22	23F	24F	22	23F	24F	22	23F	24F	22	23F	24F	22	23F	24F
클래시스	2,361	48.6	50.5	50.7	31.3	29.4	25.8	17.4	13.2	11.2	38.3	30.6	27.5	142	187	220
에스디바이오센서	1,369	39.1	-42.0	-7.7	1.2	-	-	0.5	2.1	1.9	35.1	-13.3	-2.1	2,932	662	735
덴타움	1,316	35.3	32.2	32.9	15.3	13.9	11.0	3.8	3.5	2.8	25.9	22.7	23.0	356	385	479
씨젠	1,110	23.0	-8.4	9.9	6.1	-	26.7	1.3	3.2	2.9	16.3	-0.1	3.9	854	354	395
제이시스 메디칼	974	29.2	0.0	0.0	33.4	28.9	20.8	8.4	6.5	5.3	42.3	0.0	0.0	117	150	182
아이센스	572	7.5	5.8	10.1	35.4	43.1	19.2	2.2	2.2	1.7	5.4	4.2	9.2	265	270	344
바텍	438	20.2	18.5	18.9	5.7	6.6	6.3	1.1	1.2	1.1	24.3	15.9	14.9	395	390	421
디오	380	-3.4	23.9	24.8	-	11.8	9.0	3.0	2.2	1.8	-11.3	17.8	19.6	131	173	212
인바디	328	25.4	23.7	23.8	9.7	9.1	8.1	1.9	1.7	1.5	16.9	15.9	15.3	160	175	200
레이	319	12.6	12.9	17.4	-	34.3	14.8	2.7	2.1	1.6	7.2	11.8	17.7	129	165	211
뉴웍스	286	18.4	8.9	16.3	10.8	19.9	9.2	1.2	1.3	1.2	13.3	6.6	13.5	238	218	248
전체 평균		23.3	11.4	17.9	16.6	21.9	15.1	4.0	3.6	3.0	19.4	10.2	12.9	519.8	284.6	331.5

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. 인바디의 정확성



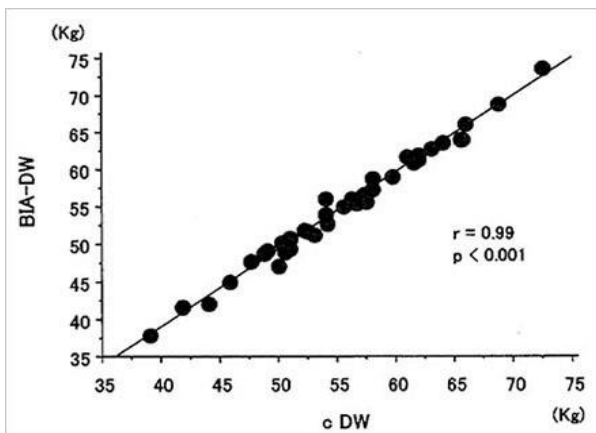
자료: 인바디, 미래에셋증권 리서치센터

그림 14. 인바디의 기술력



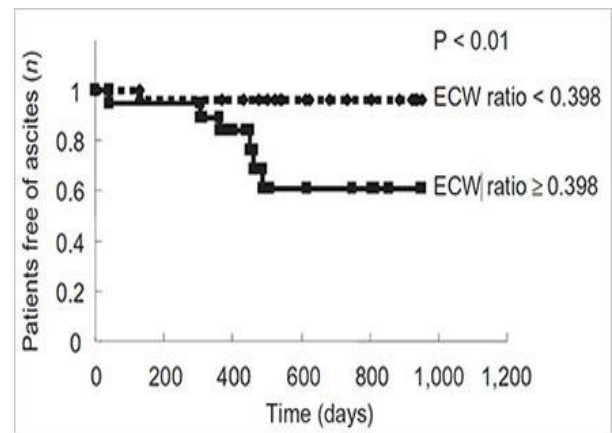
자료: 인바디, 미래에셋증권 리서치센터

그림 15. 인바디 검사의 투석환자 체액평가의 유용성 (신장내과)



자료: 일본투석회지, 미래에셋증권 리서치센터

그림 16. 간경화 증상이 심할수록 세포외수분비가 높음(간질환)



자료: Hepatology Research, 미래에셋증권 리서치센터

그림 17. 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 18. 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	172	192	218
매출원가	39	39	44	51
매출총이익	121	133	148	167
판매비와관리비	80	92	101	113
조정영업이익	41	41	47	54
영업이익	41	41	47	54
비영업손익	1	4	4	5
금융손익	1	3	4	5
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	42	45	51	59
계속사업법인세비용	9	9	10	12
계속사업이익	34	36	41	47
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	34	36	41	47
지배주주	34	36	41	47
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	34	37	41	47
지배주주	34	37	41	48
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	46	47	52	59
FCF	25	38	36	44
EBITDA 마진율 (%)	28.8	27.3	27.1	27.1
영업이익률 (%)	25.6	23.8	24.5	24.8
영업주주귀속 순이익률 (%)	21.3	20.9	21.4	21.6

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	135	169	211	259
현금 및 현금성자산	22	55	71	99
매출채권 및 기타채권	17	17	21	24
재고자산	28	28	34	39
기타유동자산	68	69	85	97
비유동자산	107	106	106	106
관계기업투자등	3	3	4	4
유형자산	75	76	75	74
무형자산	2	1	1	1
자산총계	243	276	317	365
유동부채	19	19	24	27
매입채무 및 기타채무	4	4	4	5
단기금융부채	2	2	3	3
기타유동부채	13	13	17	19
비유동부채	7	7	8	8
장기금융부채	4	4	4	4
기타비유동부채	3	3	4	4
부채총계	27	26	31	35
지배주주지분	215	248	285	328
자본금	7	7	7	7
자본잉여금	1	1	1	1
이익잉여금	219	251	288	331
비지배주주지분	1	1	1	1
자본총계	216	249	286	329

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	30	43	40	48
당기순이익	34	36	41	47
비현금수익비용가감	16	11	12	12
유형자산감가상각비	5	5	5	5
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	11	6	7	7
영업활동으로인한자산및부채의변동	-12	4	-6	-5
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-3	3	-4	-3
재고자산 감소(증가)	-10	0	-6	-5
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	0	0	0
법인세납부	-8	-10	-10	-12
투자활동으로 인한 현금흐름	-22	-9	-19	-15
유형자산처분(취득)	-5	-5	-4	-4
무형자산감소(증가)	-1	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-12	-1	-15	-11
기타투자활동	-4	-3	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-5	-5	-3	-4
장단기금융부채의 증가(감소)	3	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-3	-4	-4	-4
기타재무활동	-5	-1	1	0
현금의 증가	3	33	16	28
기초현금	19	22	55	71
기말현금	22	55	71	99

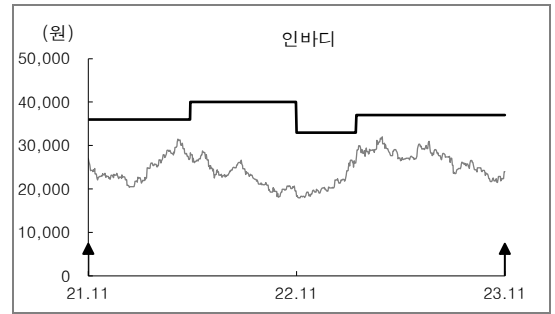
자료: 인바디, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	8.2	9.1	8.1	7.0
P/CF (x)	5.6	7.0	6.3	5.6
P/B (x)	1.2	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA (x)	4.3	4.6	3.5	2.5
EPS (원)	2,471	2,636	2,971	3,452
CFPS (원)	3,627	3,408	3,817	4,316
BPS (원)	16,615	19,008	21,694	24,860
DPS (원)	300	300	300	300
배당성향 (%)	11.6	10.8	9.6	8.3
배당수익률 (%)	1.5	1.3	1.3	1.3
매출액증가율 (%)	16.1	7.4	11.8	13.4
EBITDA증가율 (%)	14.4	1.0	12.2	13.1
조정영업이익증가율 (%)	13.5	0.6	14.6	15.1
EPS증가율 (%)	-0.6	6.7	12.7	16.2
매출채권 회전율 (회)	10.5	10.9	11.0	10.6
재고자산 회전율 (회)	6.9	6.1	6.2	5.9
매입채무 회전율 (회)	65.4	1,435.5	1,468.6	1,446.7
ROA (%)	15.2	13.9	13.7	13.9
ROE (%)	17.0	15.6	15.3	15.4
ROIC (%)	29.6	28.2	31.4	34.7
부채비율 (%)	12.3	10.6	11.0	10.7
유동비율 (%)	705.5	875.3	892.3	960.3
순차입금/자기자본 (%)	-37.1	-45.8	-50.6	-55.6
조정영업이익/금융비용 (x)	333.7	136.1	152.5	166.7

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자 의견	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

투자 의견 분류 및 적용 기준

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(◆), 추가(—), 목표주가(—), Not covered(■)

투자 의견 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.