

점점 중요해지는 그리고 꼭 가야만 하는 미국

매수
(유지)

목표가: 37,000원 ▲
상승여력: 42.6%

김충현, CFA choonghyun.kim@miraeeasset.com 이상원 sangwon.lee.b@miraeeasset.com

4Q22 Review

매출액 시장기대치 부합, 영업이익은 시장기대치 크게 상회하며 사상최대분기실적 경신

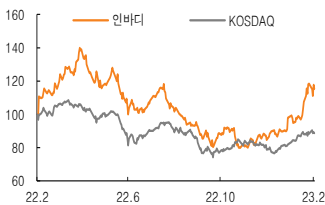
- 매출액 13% YoY(시장기대치 부합), 영업이익 34% YoY(OPM 28%, 시장기대치 상회)
- 전문가용 인바디 22% YoY, 가정용 인바디 -14% YoY, 의료기기 -23% YoY
- 지역별 매출: 내수 -20% YoY, 일본 10% YoY, 미국 76% YoY, 중국 -23% YoY, 유럽 23% YoY, 기타 -3% YoY

Valuation 및 투자전략

목표주가 37,000원으로 상향하며, 매수의견 유지

- 12개월 선행 EPS 추정치 조정을 반영하여 동사의 목표주가를 37,000원(기준 33,000원)으로 상향. 상승여력이 42.6%인 점을 고려하여 매수의견 유지
- 주력시장인 미국에서 해병대 관련 대형 입찰에 성공하며 외형 성장을 견인함. 이로 인해 영업레버리지효과가 발생하며 영업이익도 크게 상승함
- 2022년부터 북미시장은 매출 497억원(53% YoY)을 기록하며 기존 가장 규모가 큰 시장이었던 국내 시장(382억원)을 사상 처음으로 앞질렀음. 해병대 입찰을 레퍼런스로 삼아 2023년에도 군대 관련 대형입찰이 몇차례 더 가능할 것으로 예상됨
- 2023년부터는 전문가용 인바디의 신제품(Mid-End 제품)과 가정용 인바디의 포트폴리오 확대가 예정되어 내수 시장의 성장동력이 될 것으로 보임. 특히 가정용 인바디와 연동되는 어플을 강화하고, 어플 내에서 다양한 파트너들과 협업을 구현할 예정이기 때문에 생태계 강화 측면에서 멀티플 상향요인이 될 수 있을 것으로 판단
- 2023년 매출 1,802억원(13% YoY)을 예상하나, 인건비와 광고선전비 및 연구개발비 증가가 예상되어 영업이익은 451억원(10% YoY, OPM 25%) 전망
- 현 주가는 12개월 FWD P/E 기준 9배로 Peer(미래에셋증권 의료기기 커버리지 평균 15배)대비 저평가되고 있음. 체성분 분석 시장의 글로벌 침투율은 5~30%에 불과

Key data



현재주가(23/2/24,원)	25,950	시가총액(십억원)	355
영업이익(22F,십억원)	41	발행주식수(백만주)	14
Consensus 영업이익(22F,십억원)	39	유동주식비율(%)	66.5
EPS 성장률(22F,%)	0.7	외국인 보유비중(%)	32.5
P/E(22F,x)	8.1	베타(12M) 일간수익률	0.71
MKT P/E(22F,x)	11.6	52주 최저가(원)	17,950
KOSDAQ	778.88	52주 최고가(원)	31,500

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	17.7	12.3	15.3
상대주가	8.5	14.4	25.6

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2019	2020	2021	2022P	2023F	2024F
매출액 (십억원)	117	107	138	160	180	204
영업이익 (십억원)	28	19	36	41	45	52
영업이익률 (%)	23.9	17.8	26.1	25.6	25.0	25.5
순이익 (십억원)	20	18	34	34	38	44
EPS (원)	1,493	1,280	2,487	2,506	2,757	3,199
ROE (%)	15.5	12.1	20.4	17.1	16.0	16.1
P/E (배)	15.8	13.6	9.3	8.1	9.4	8.1
P/B (배)	2.2	1.5	1.6	1.2	1.3	1.2
배당수익률 (%)	0.6	0.8	0.9	1.5	1.2	1.2

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

표 1. 4Q22 실적 비교표

(십억원, %, %p)

	4Q21	3Q22	4Q22P			성장률	
			잠정치	미래에셋증권	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	38.0	38.9	43.0	43.1	43.1	13.2	10.7
영업이익	8.9	7.5	12.0	9.7	9.7	34.4	59.1
영업이익률 (%)	23.5	19.4	27.9	22.5	22.5	4.4	8.5
세전이익	8.7	11.0	8.5	9.9	9.9	-2.3	-22.2
순이익	8.6	9.2	6.4	7.9	7.9	-25.4	-30.4

주: K-IFRS 기준

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 수익예상 변경표

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	22F	23F	22F	23F	22F	23F	
매출액	160.0	180.5	160.0	180.2	-0.1	-0.2	4Q22 실적 반영
영업이익	38.7	44.3	41.0	45.1	6.0	1.8	
세전이익	44.4	45.4	43.0	47.2	-3.1	4.0	
순이익	35.8	36.3	34.3	37.7	-4.3	4.0	
EPS (원)	2,618	2,651	2,506	2,757	-4.3	4.0	

주: K-IFRS 기준

자료: 미래에셋증권 리서치센터

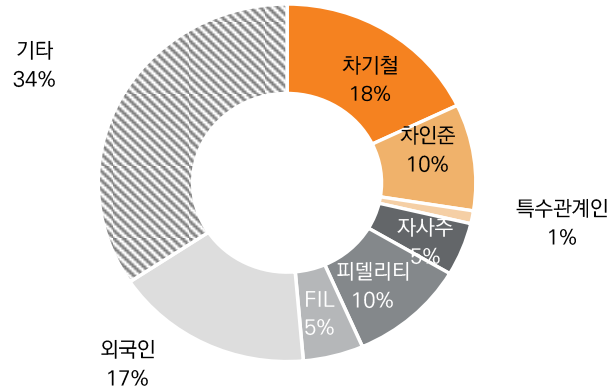
표 3. 분기별 실적 전망표

(십억원, %)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P	2021	2022P	2023F
매출액	33.0	33.8	33.0	38.0	38.6	39.4	38.9	43.0	137.8	160.0	180.2
전문가용 인바디	26.1	26.1	25.6	29.8	31.9	31.5	31.0	36.3	107.7	130.7	147.6
가정용 인바디	3.8	3.9	4.0	4.3	3.7	4.8	5.4	3.7	16.0	17.6	19.7
의료기기	3.1	3.8	3.4	3.9	3.0	3.1	2.5	3.0	14.2	11.6	12.8
영업이익	10.2	8.8	7.9	8.9	11.5	9.9	7.5	12.0	35.9	41.0	45.1
세전이익	11.1	10.6	8.9	8.7	12.2	11.3	11.0	8.5	39.3	43.0	47.2
순이익	10.0	8.3	7.1	8.6	10.1	8.6	9.2	6.4	34.0	34.3	37.7
영업이익률 (%)	31.0	26.0	24.0	23.5	29.8	25.2	19.4	27.9	26.0	25.6	25.0
세전순이익률 (%)	33.6	31.3	27.0	23.0	31.6	28.6	28.2	19.9	28.5	26.9	26.2
순이익률 (%)	30.3	24.7	21.4	22.6	26.1	21.9	23.7	14.9	24.7	21.4	20.9

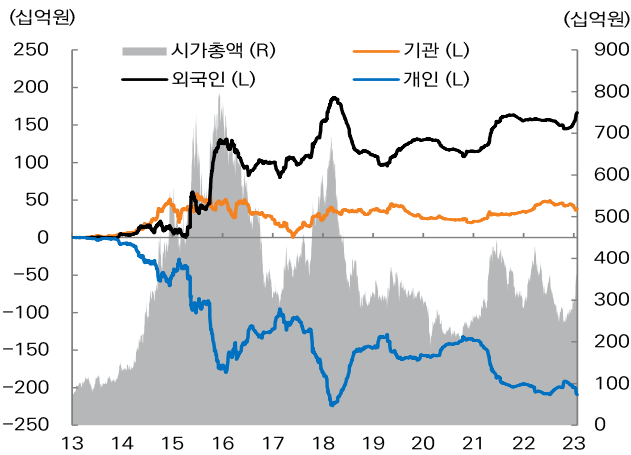
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 자본율



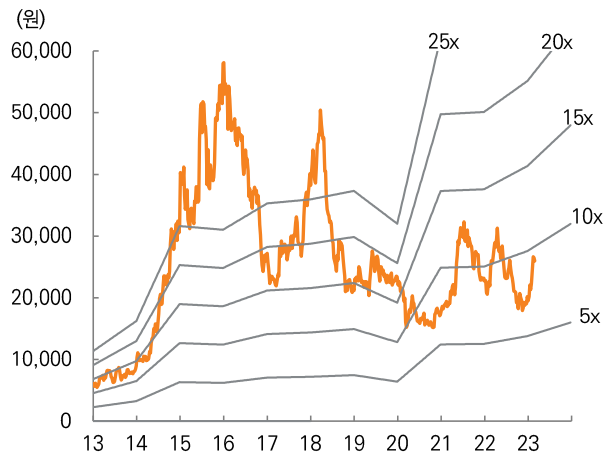
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 투자자별 순매수량 vs. 시총 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 12개월 선행 PER 밴드 차트



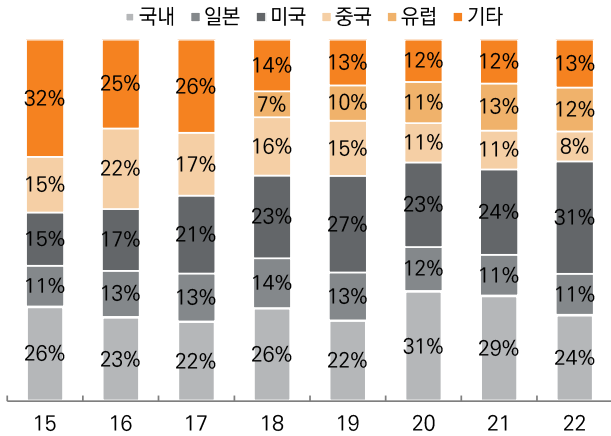
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 4. Global peer valuation

회사명	시가총액 (십억원)	영업이익률 (%)			PER (배)			PSR (배)			ROE (%)			매출액(십억원)		
		21	22F	23F	21	22F	23F	21	22F	23F	21	22F	23F	21	22F	23F
에스디바이오센서	2,622	46.6	42.9	24.1	2.3	2.6	13.8	0.9	0.9	2.7	72.5	37.9	6.1	2,930	2,928	960
씨젠	1,350	48.7	23.0	14.3	2.5	7.5	25.8	1.0	1.6	3.1	62.1	16.0	4.4	1,371	853	440
오스템임플란트	2,723	17.3	21.4	21.1	103.3	18.0	14.7	3.3	2.6	2.2	12.5	53.3	43.4	825	1,049	1,218
클래시스	1,242	51.5	48.6	49.1	28.3	16.5	19.9	12.3	8.8	7.5	30.5	38.1	23.9	101	142	165
덴티움	1,307	24.0	33.9	32.1	23.6	12.8	12.4	4.5	3.6	3.1	21.3	29.6	23.5	292	366	427
제이시스 메디칼	653	29.6	29.1	30.7	47.7	23.9	19.2	8.0	5.6	4.7	42.4	44.2	36.4	81	117	140
루트로닉	631	17.2	18.8	19.1	22.8	12.5	14.1	3.6	2.5	2.1	25.3	35.4	24.5	174	256	305
바텍	505	19.5	20.3	18.8	9.9	6.8	7.6	1.5	1.3	1.2	20.7	23.6	17.1	339	395	420
아이센스	450	15.0	7.5	10.7	17.6	31.2	18.5	1.9	1.7	1.6	10.4	5.2	8.2	233	265	290
디오	397	23.3	-3.1	17.1	13.8	-19.7	18.1	2.6	3.0	2.5	16.3	-11.5	12.6	150	131	158
인바디	363	26.1	24.4	24.4	10.7	10.1	10.0	2.6	2.3	2.0	20.4	17.8	15.5	138	160	180
뷰웍스	315	18.1	18.1	18.5	9.4	11.9	7.8	1.6	1.3	1.1	18.7	13.3	18.0	193	238	275
전체 평균		28.1	23.7	23.3	24.3	11.2	15.2	3.7	2.9	2.8	29.4	25.2	19.5	568.8	575.0	414.8

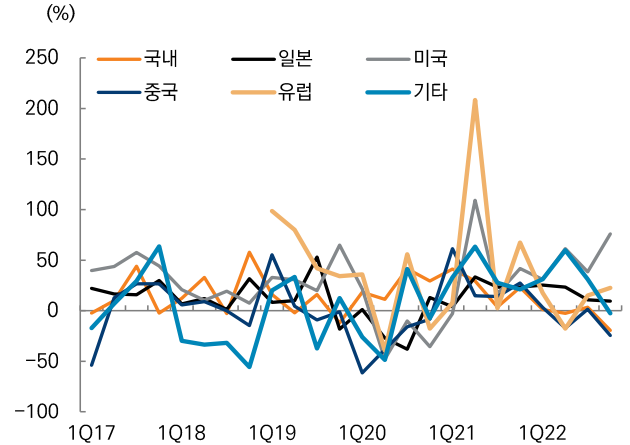
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 지역별 매출 비중



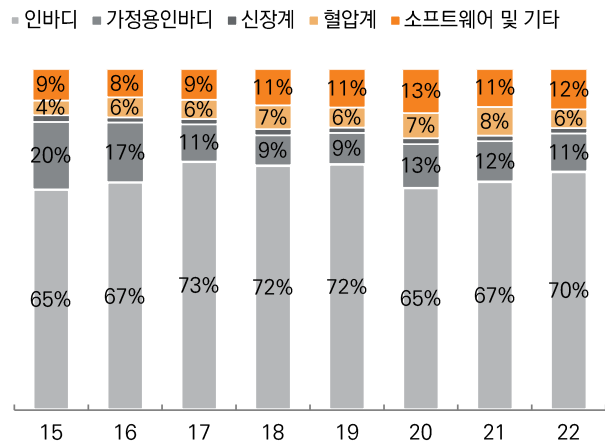
자료: 인바디, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 지역별 매출 성장률 추이



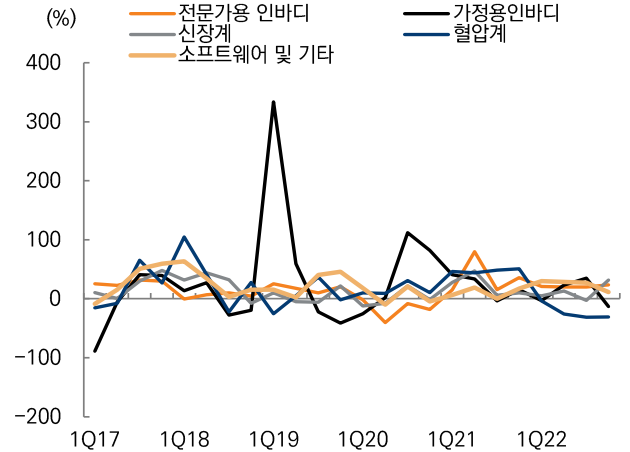
자료: 인바디, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 품목별 매출 비중



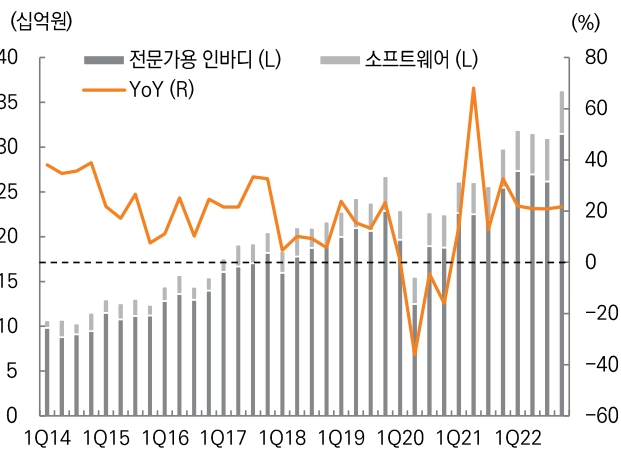
자료: 인바디, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 품목별 매출 성장률 추이



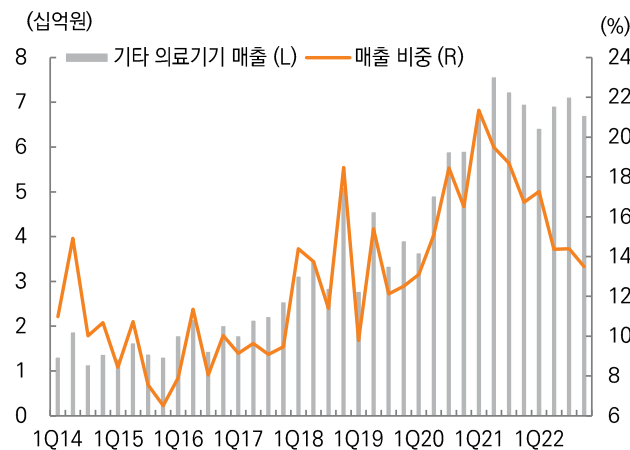
자료: 인바디, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 전문가용 인바디 매출 추이



자료: 인바디, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 기타 의료기기 매출 추이



자료: 인바디, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 미국 최대 피트니스 클럽 Life time 전지점에 설치된 인바디

그림 11. LA 레이커스에서도 사용 중인 인바디



자료: KBS, 미래에셋증권 리서치센터

자료: KBS, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. 일본 야구단, 한신 타이거즈가 도입한 inbody 770 모델을 초 high-tech기기 도입으로 소개된 신문 ((2017년 3월 7일)

그림 13. 250만엔 짜리 비밀병기로 소개된 inbody 770 모델 (2017년 3월 7일)



자료: 산케이스포츠, 미래에셋증권 리서치센터

자료: 데일리스포츠, 미래에셋증권 리서치센터

그림 14. 인바디의 정확성

정확성

- 체성분분석의 다양한 방법

• 인바디는 Gold standard 정비인 DEXA와 비교, 98%가 넘는 정밀도로 측정결과와 정확성을 보장합니다.

Accuracy of direct segmental multi-frequency bioimpedance analysis in the assessment of total body and segmental body composition in middle-aged adult population. Ling CH et al. Clin Nutr. 2011;30(5):610-5

Subjects: n=484 (M=243, F=242), middle-aged Dutch people
Instrument: DEXA/Hologic QDR
Result: Fat free mass $r^2 = 0.98$, Fat mass $r^2 = 0.93$ in male group
Fat free mass $r^2 = 0.95$, Fat mass $r^2 = 0.97$ in female group

자료: 인바디, 미래에셋증권 리서치센터

그림 15. 인바디의 기술력

부위별 직접 임피던스 측정법

인바디는 팔, 다리, 몸통을 따로 측정하여 그 어떤 장비보다 정확한 검사 결과를 제공합니다. 몸통은 다른 부위에 비해 상대적으로 면적이 넓어 임피던스 값이 낮고 근육량이 많습니다. 따라서 몸통에서의 작은 임피던스 값의 변화는 근육량에 큰 영향을 미치기에 반드시 따로 측정해야 정확한 총 근육량을 알 수 있습니다.

다주파수 측정법

인바디는 주파수에 따라 세포막을 통과할 수 있는 정도가 다르다는 점을 활용하여 저주파수부터 고주파수까지 다양한하게 사용하고 세포 내·외 수분을 따로 측정합니다. 이를 통해서 총 체수분을 정확하게 측정하고 나이가 수분 균형까지 확인할 수 있습니다. (1K~Hz, 5K~Hz, 50K~Hz, 250K~Hz, 500K~Hz, 1000K~Hz)

엄지전극 및 8점 타저시 측정법

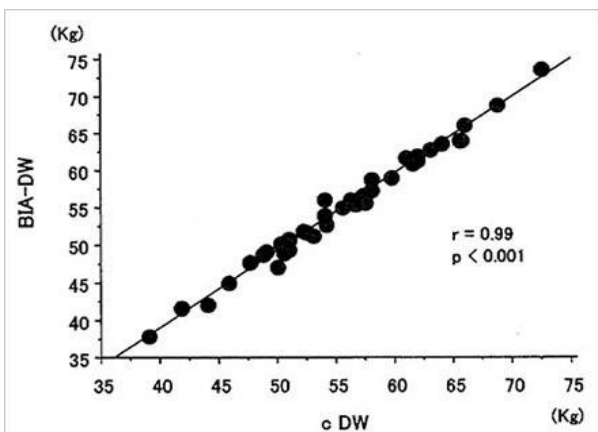
인바디는 인체의 구조적 특성을 이용하여 좌우 손과 발에 각각 전류와 전압전극을 2개씩 배치하여 총 8개의 전극을 쥐거나 발도록 되어 있습니다. 또한 엄지전극을 이용하여 전극을 잡는 위치가 달라지더라도 항상 동일한 점에서 측정이 시작되도록 하여 높은 재현도와 정확한 측정 결과를 보장합니다.

경험변수 배제

과거 혹은 타사의 장비는 정확도를 높이기 위해 연령이나 성별과 같은 경험 정보를 이용하여 결과값을 보정하였지만 측정 집단에 따라 정확도가 떨어지는 문제가 발생하였습니다. 인바디는 이런 한계를 알고리즘을 바탕으로 한 기술력을 통해 극복하였기에 경험 변수에 의존하지 않고도 체성분을 정확하게 분석합니다.

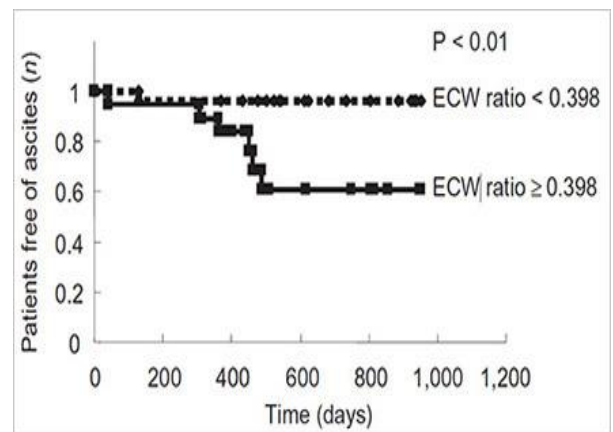
자료: 인바디, 미래에셋증권 리서치센터

그림 16. 인바디 검사의 투석환자 체액평가의 유용성 (신장내과)



자료: 일본투석학회, 미래에셋증권 리서치센터

그림 17. 간경화 증상이 심할수록 세포외수분비가 높음(간질환)



자료: Hepatology Research, 미래에셋증권 리서치센터

그림 18. 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 19. 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)	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	138	160	180	204
매출원가	37	40	45	52
매출총이익	101	120	135	152
판매비와관리비	65	79	90	100
조정영업이익	36	41	45	52
영업이익	36	41	45	52
비영업손익	3	2	2	3
금융손익	1	1	2	3
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	39	43	47	55
계속사업법인세비용	5	9	9	11
계속사업이익	34	34	38	44
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	34	34	38	44
지배주주	34	34	38	44
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	35	37	38	44
지배주주	36	37	38	44
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	40	46	50	57
FCF	19	32	36	41
EBITDA 마진율 (%)	29.0	28.8	27.8	27.9
영업이익률 (%)	26.1	25.6	25.0	25.5
지배주주귀속 순이익률 (%)	24.6	21.3	21.1	21.6

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2021	2022F	2023F	2024F
유동자산	110	142	179	223
현금 및 현금성자산	19	38	62	89
매출채권 및 기타채권	17	19	22	25
재고자산	18	21	24	27
기타유동자산	56	64	71	82
비유동자산	94	99	98	97
관계기업투자등	1	1	1	1
유형자산	72	73	72	71
무형자산	1	2	1	1
자산총계	204	240	277	320
유동부채	16	18	21	24
매입채무 및 기타채무	3	3	4	4
단기금융부채	2	2	3	3
기타유동부채	11	13	14	17
비유동부채	4	4	4	4
장기금융부채	2	2	2	2
기타비유동부채	2	2	2	2
부채총계	20	22	25	28
지배주주지분	184	218	252	292
자본금	7	7	7	7
자본잉여금	1	1	1	1
이익잉여금	188	220	253	293
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	184	218	252	292

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동으로 인한 현금흐름	30	36	40	45
당기순이익	34	34	38	44
비현금수익비용가감	10	10	12	13
유형자산감가상각비	4	5	5	5
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	6	5	7	8
영업활동으로인한자산및부채의변동	-9	0	-3	-4
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-8	2	-2	-3
재고자산 감소(증가)	-2	0	-3	-3
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	-1	0	0
법인세납부	-5	-9	-9	-11
투자활동으로 인한 현금흐름	-25	-15	-12	-14
유형자산처분(취득)	-9	-4	-4	-4
무형자산감소(증가)	-1	-1	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-13	-7	-8	-10
기타투자활동	-2	-3	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-4	-4	-4	-4
장단기금융부채의 증가(감소)	-1	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-2	-3	-4	-4
기타재무활동	-1	-1	0	0
현금의 증가	2	19	24	28
기초현금	17	19	38	62
기말현금	19	38	62	89

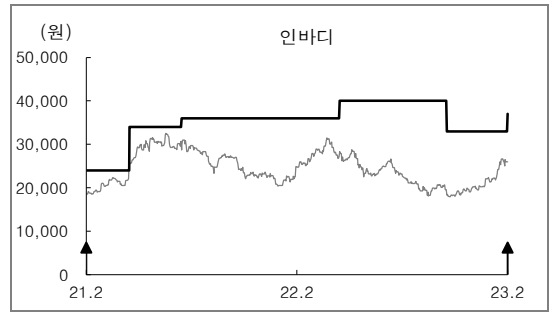
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2021	2022F	2023F	2024F
P/E (x)	9.3	8.1	9.4	8.1
P/CF (x)	7.2	6.2	7.1	6.2
P/B (x)	1.6	1.2	1.3	1.2
EV/EBITDA (x)	6.2	3.9	4.6	3.4
EPS (원)	2,487	2,506	2,757	3,199
CFPS (원)	3,198	3,250	3,672	4,159
BPS (원)	14,311	16,823	19,294	22,208
DPS (원)	200	300	300	300
배당성향 (%)	7.7	11.4	10.4	8.9
배당수익률 (%)	0.9	1.5	1.2	1.2
매출액증가율 (%)	28.7	16.0	12.6	13.4
EBITDA증가율 (%)	70.7	14.9	8.6	13.3
조정영업이익증가율 (%)	87.7	14.4	9.9	15.2
EPS증가율 (%)	94.3	0.7	10.0	16.1
매출채권 회전을 (회)	12.0	10.1	10.0	10.0
재고자산 회전을 (회)	7.9	8.2	8.1	8.1
매입채무 회전을 (회)	43.0	31.9	32.1	32.7
ROA (%)	18.4	15.4	14.6	14.7
ROE (%)	20.4	17.1	16.0	16.1
ROIC (%)	32.6	29.6	33.6	37.7
부채비율 (%)	10.9	10.2	9.9	9.7
유동비율 (%)	677.5	769.7	858.3	939.1
순차입금/자기자본 (%)	-36.8	-43.1	-49.7	-55.4
조정영업이익/금융비용 (x)	346.4	418.5	422.3	453.1

자료: 인바디, 미래에셋증권 리서치센터

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
2021.05.13	매수	34,000	-12.46	-4.41
2020.05.14	매수	24,000	-25.68	8.33



* 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
85.18%	8.89%	5.19%	0.74%

* 2022년 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.