

코로나19의 불확실성 지속

매수
(유지)목표가: 24,000원
상승여력: 25.7%

김충현, CFA choonghyun.kim@miraeasset.com

4Q20 Review

매출액 기준 시장기대치 상회하는 실적

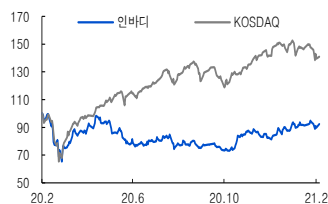
- 매출액 -8% YoY, 영업이익 27% YoY(OPM 21.7%)
- 전문가용 인바디 -16% YoY, 가정용 인바디 84% YoY, 의료기기 9% YoY
- 내수 29% YoY, 미국 -36% YoY, 일본 13% YoY, 중국 -8% YoY

Valuation 및 투자전략

목표주가 24,000원 및 투자의견 매수 유지

- 주력사업인 체성분 분석시장의 글로벌 침투율이 5~30%에 불과하다는 점은 여전히 강점이며, 글로벌 피트니스 체인과 파트너십을 지속적으로 체결하는 등 동사의 경쟁력에 훼손은 없음
- 다만, 코로나19 상황에서 신규 영업 활동 부진에 의해 핵심제품인 인바디의 수출이 부진한 상황. 특히 3대 핵심 법인의 수출 회복이 아직 관찰되지 않고 있음.
- 가정용인바디의 성장은 환영할 만한 일이나 마진이 높지 않아, 이익률 기여도는 낮음
- 결국 인바디의 본격적 주가 회복에는 전문가용 인바디의 수출 회복이 발생해야 함.
- 긍정적인 부분은 비용절감 노력과 재고 관리를 통해 비용통제가 잘 되고 있다는 점
- 동사의 현재주가는 12개월 FWD P/E 기준 14.9배 수준으로 Peer(미래에셋대우 의료기기 커버리지 평균 15.3배)대비 저평가되고 있음

Key data



현재주가(21/3/2, 원)	19,100	시가총액(십억원)	261
영업이익(20P, 십억원)	19	발행주식수(백만주)	14
Consensus 영업이익(20P, 십억원)	0	유동주식비율(%)	66.3
EPS 성장률(20P, %)	-14.6	외국인 보유비중(%)	19.0
P/E(20P, x)	13.6	베타(12M) 일간수익률	0.65
MKT P/E(20P, x)	-	52주 최저가(원)	13,500
KOSDAQ	923.17	52주 최고가(원)	20,550

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	0.8	16.5	-4.5
상대주가	5.2	9.3	-35.1

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2017	2018	2019	2020P	2021F	2022F
매출액 (십억원)	93	100	117	107	123	135
영업이익 (십억원)	25	24	28	19	21	26
영업이익률 (%)	26.9	24.0	23.9	17.8	17.1	19.3
순이익 (십억원)	19	20	20	17	17	21
EPS (원)	1,412	1,438	1,493	1,275	1,223	1,541
ROE (%)	19.4	17.0	15.5	12.0	10.6	12.0
P/E (배)	28.4	15.1	15.8	13.6	15.6	12.4
P/B (배)	5.0	2.3	2.2	1.5	1.5	1.3
배당수익률 (%)	0.3	0.6	0.6	0.8	0.7	0.7

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

표 1. 4Q20 실적 비교표

(십억원, %, %p)

	4Q19	3Q20	4Q20P			성장률	
			잠정치	미래에셋대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	31.3	29.3	28.9	28.3	28.3	-7.6	-1.3
영업이익	5.0	6.8	6.3	4.4	4.4	26.5	-8.3
영업이익률 (%)	15.8	23.3	21.7	15.5	15.5	5.8	-1.7
세전이익	4.3	6.6	6.9	4.6	4.6	61.8	4.1
순이익	3.2	5.9	6.2	3.7	3.7	91.1	5.3

주: K-IFRS 기준

자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 수익예상 변경표

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	21F	22F	21F	22F	21F	22F	
매출액	138.2	185.0	123.4	135.2	-10.6	-26.9	코로나 19 불확실성 반영 수출 부진 반영
영업이익	27.7	38.7	20.5	25.8	-25.9	-33.4	
세전이익	28.2	39.5	21.0	26.4	-25.7	-33.0	
순이익	22.6	31.6	16.7	21.1	-25.9	-33.2	
EPS (KRW)	1,651	2,308	1,223	1,541	-25.9	-33.2	

주: K-IFRS 기준

자료: 미래에셋대우 리서치센터

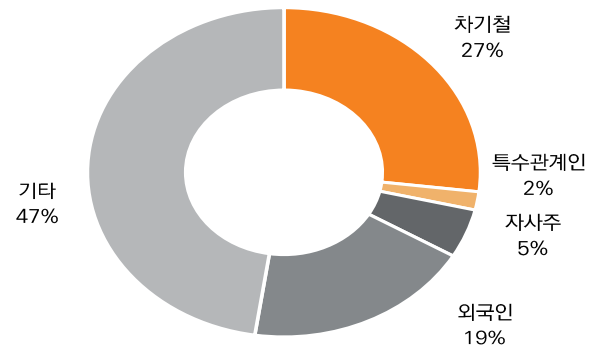
표 3. 분기별 실적 전망표

(십억원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2020	2021F	2022F
매출액	27.8	21.1	29.3	28.9	29.0	29.7	32.1	32.6	107.1	123.4	135.2
전문가용 인바디	22.9	15.5	22.7	22.5	22.3	22.6	24.6	25.1	83.7	94.7	102.6
가정용 인바디	2.7	2.9	4.1	3.7	4.0	4.2	4.8	4.4	13.4	17.4	20.1
의료기기	2.2	2.6	2.5	2.8	2.7	2.9	2.7	3.2	10.0	11.4	12.5
영업이익	5.6	0.4	6.8	6.0	5.1	5.2	5.6	4.6	18.8	20.5	25.8
세전이익	6.9	0.2	6.6	6.9	5.3	5.3	5.7	4.7	20.7	21.0	26.4
순이익	4.9	0.4	5.9	6.2	4.2	4.2	4.5	3.8	17.5	16.7	21.1
영업이익률 (%)	20.1	1.9	23.3	20.7	17.8	17.6	17.3	14.0	17.6	16.6	19.1
세전순이익률 (%)	24.9	1.0	22.6	23.9	18.1	17.9	17.7	14.5	19.3	17.0	19.5
순이익률 (%)	17.6	2.1	20.2	21.5	14.5	14.3	14.2	11.6	16.3	13.6	15.6

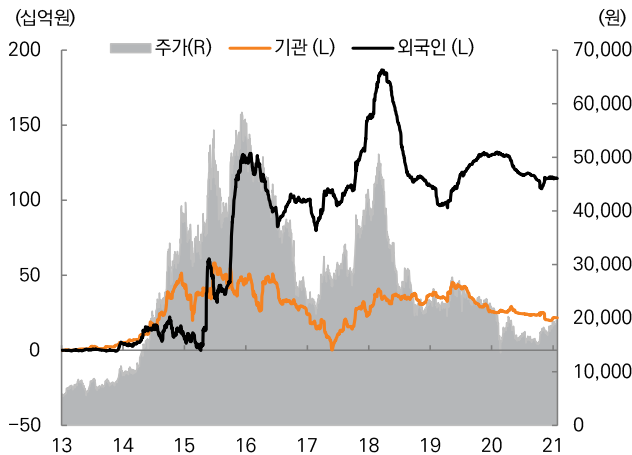
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 지분율



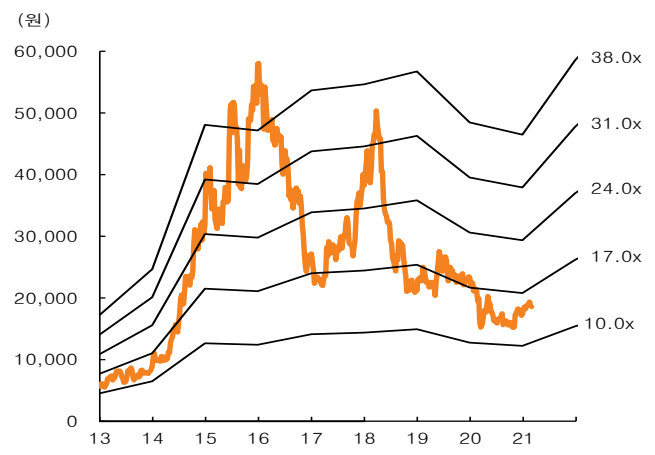
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 기관 및 외국인 순매수량 vs. 주가 추이



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 12개월 선행 PER 밴드 차트



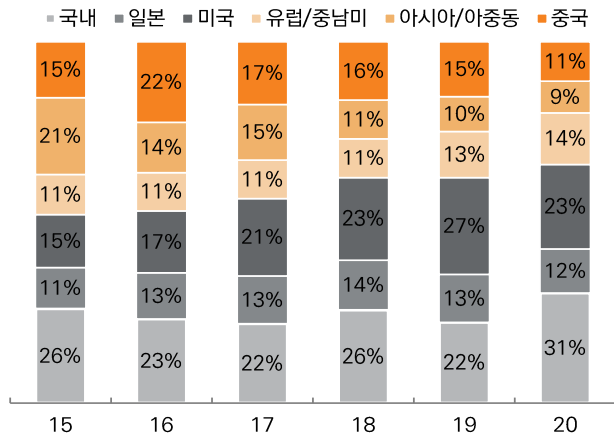
자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 4. Global peer valuation

회사명	시가총액	영업이익률 (%)			PER (배)			PSR (배)			ROE (%)			EV/EBITDA (배)		
		19	20F	21F	19	20F	21F	19	20F	21F	19	20F	21F	19	20F	21F
씨젠	3,266	18.4	60.1	54.7	30.1	6.5	6.2	30.1	2.9	2.7	19.0	125.8	58.0	15.2	4.1	6.3
오스템임플란트	1,039	7.6	15.6	15.4	10.8	20.0	13.9	1.7	1.6	1.4	-17.2	79.1	33.2	6.7	9.9	8.6
클래시스	896	51.4	53.1	56.1	-	23.9	19.7	3.7	11.7	9.1	48.1	35.6	31.5	-	171.5	55.9
덴티움	677	17.7	17.1	21.2	-	28.7	13.8	2.3	2.9	2.3	7.4	10.8	19.1	11.4	12.2	10.4
디오	577	27.3	25.0	27.0	49.2	54.3	20.8	4.6	4.8	4.0	17.0	7.3	16.5	13.1	12.2	10.2
바텍	391	15.8	13.3	14.5	25.9	-15.6	10.6	1.6	1.6	1.4	14.5	-10.6	15.4	7.4	6.4	5.6
레이	358	17.6	7.5	17.7	44.7	52.8	29.2	6.2	6.3	4.2	27.6	11.1	17.3	27.8	15.6	9.0
아이센스	330	15.9	14.9	12.0	18.5	12.4	15.6	19.4	1.6	1.5	12.3	12.7	9.1	94.6	75.7	58.7
뷰웬스	317	19.4	18.1	19.5	12.1	13.8	12.0	1.9	2.0	1.9	16.0	13.8	14.5	7.5	8.1	7.5
인바디	253	23.6	17.6	16.6	16.8	14.5	15.2	2.2	2.4	2.1	15.5	12.0	10.6	7.4	6.7	-
루트로닉	235	-7.3	3.7	11.7	-	83.6	18.4	2.1	2.2	1.9	-9.2	2.4	10.3	8.0	12.0	7.3
레이언스	192	18.1	10.3	18.7	40.8	20.4	8.7	1.7	1.9	1.3	7.8	4.8	10.5	5.2	3.5	3.1
평균		18.8	21.4	23.8	27.7	26.3	15.3	6.5	3.5	2.8	13.2	25.4	20.5	18.6	28.2	16.6

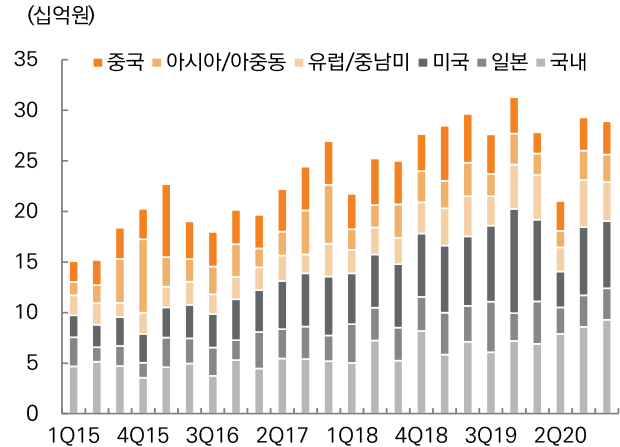
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 지역별 매출 비중



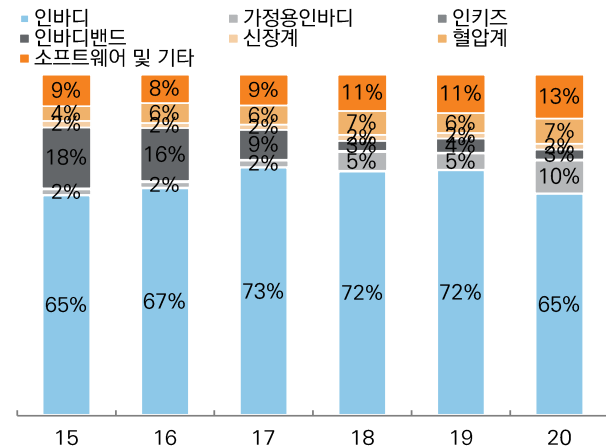
자료: 인바디, 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. 지역별 매출 추이



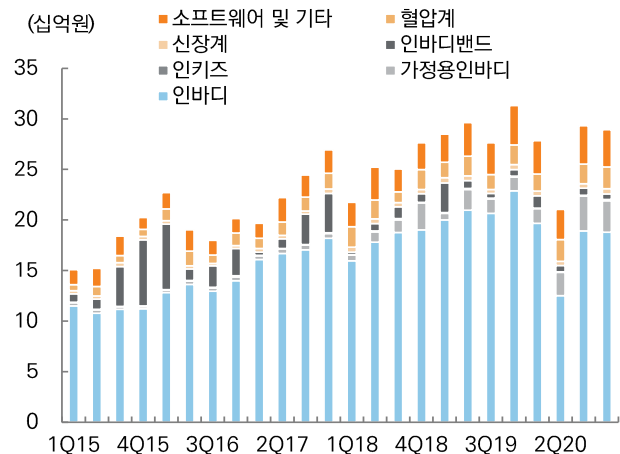
자료: 인바디, 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. 품목별 매출 비중



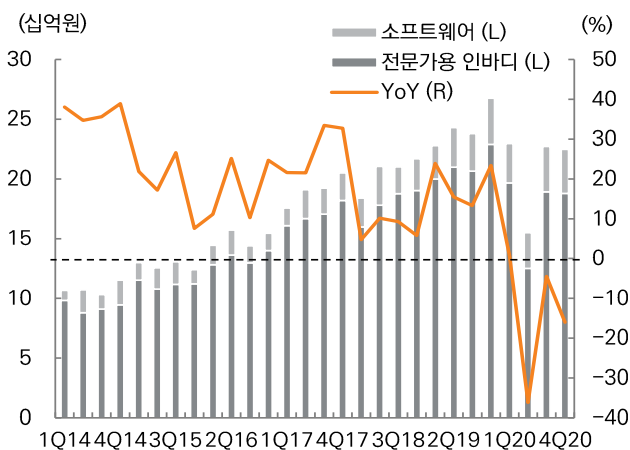
자료: 인바디, 미래에셋대우 리서치센터

그림 7. 품목별 매출 추이



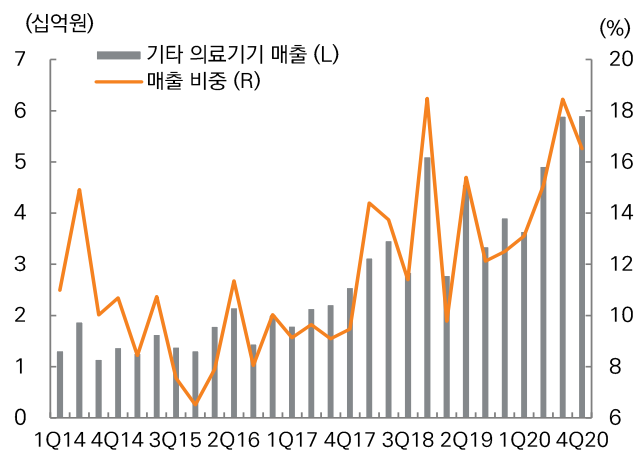
자료: 인바디, 미래에셋대우 리서치센터

그림 8. 코로나19로 인한 주력 제품인 전문가용 인바디의 부진



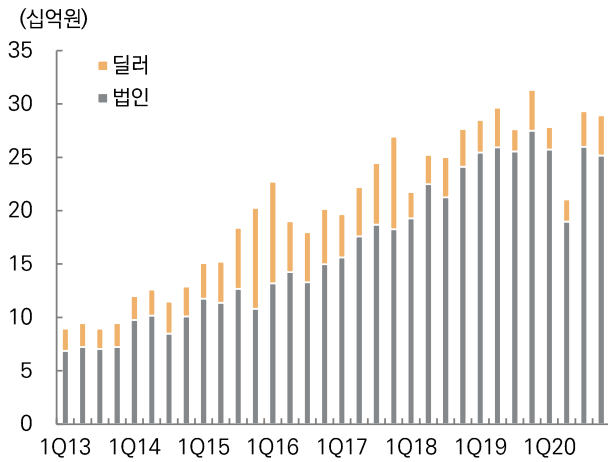
자료: 인바디, 미래에셋대우 리서치센터

그림 9. 다각화 진행중(인바디 밴드 제외)



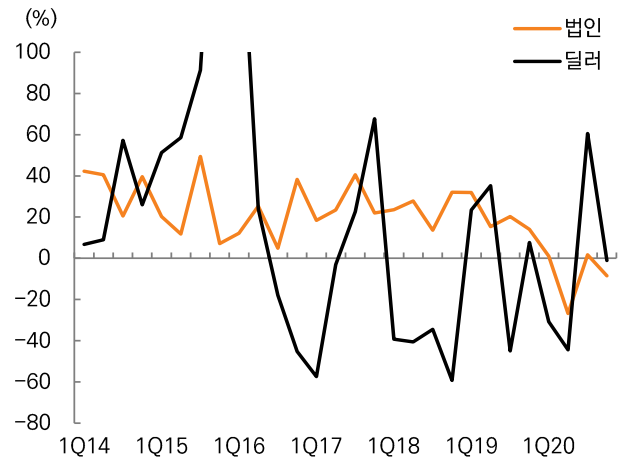
자료: 인바디, 미래에셋대우 리서치센터

그림 10. 법인 VS. 달러 매출 추이



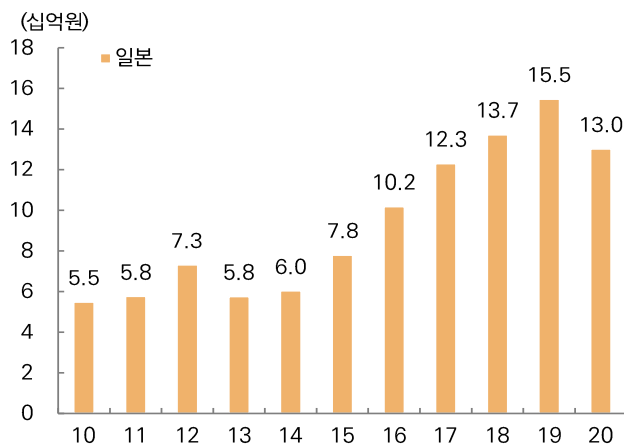
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 11. 법인 VS. 달러 매출 성장률 추이



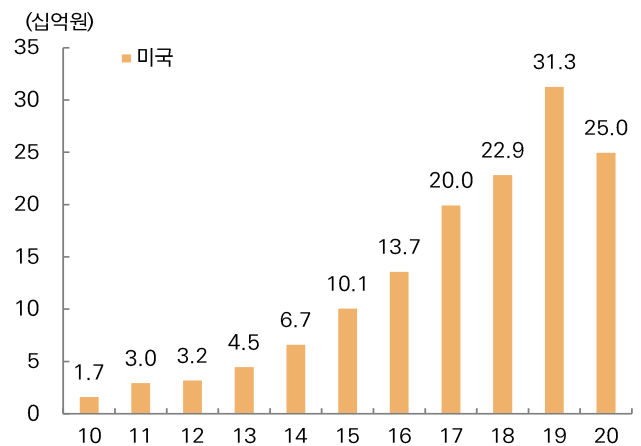
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 12. 일본법인 매출 추이



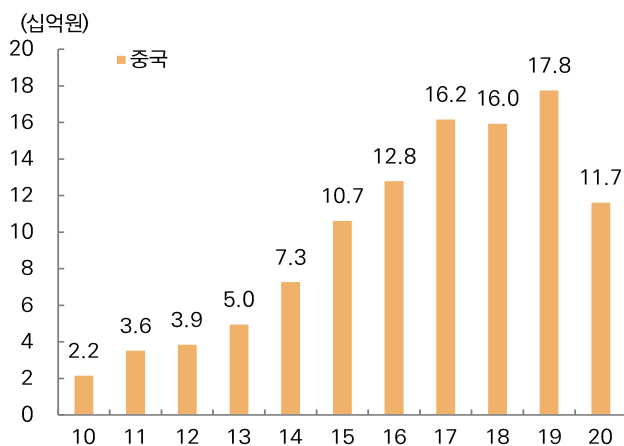
자료: 인바디, 미래에셋대우 리서치센터

그림 13. 미국법인 매출 추이



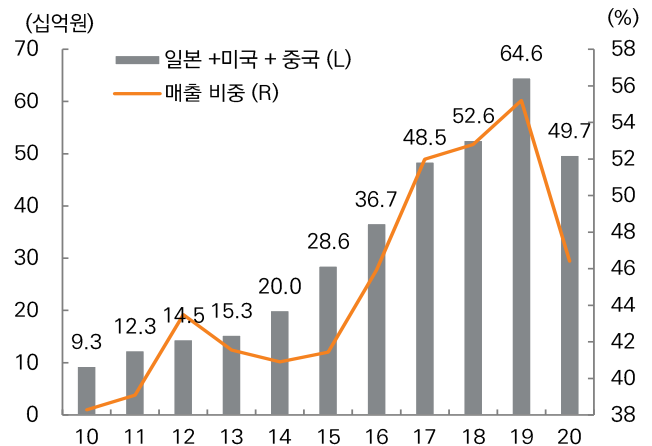
자료: 인바디, 미래에셋대우 리서치센터

그림 14. 중국법인 매출 추이



자료: 인바디, 미래에셋대우 리서치센터

그림 15. 미국, 중국, 일본 법인 합산 매출 및 비중 추이



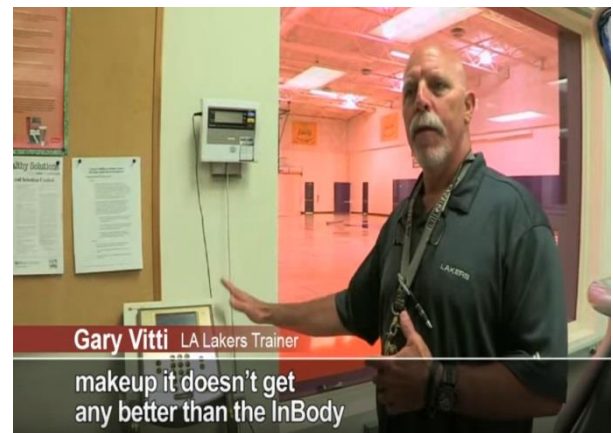
자료: 인바디, 미래에셋대우 리서치센터

그림 16. 미국 최대 피트니스 클럽 Life time 전지점에 설치된 인바디



자료: KBS, 미래에셋대우 리서치센터

그림 17. LA 레이커스에서도 사용 중인 인바디



자료: KBS, 미래에셋대우 리서치센터

그림 18. 일본 야구단, 한신 타이거즈가 도입한 inbody 770 모델을 초 high-tech기기 도입으로 소개된 신문 ((2017년 3월 7일)



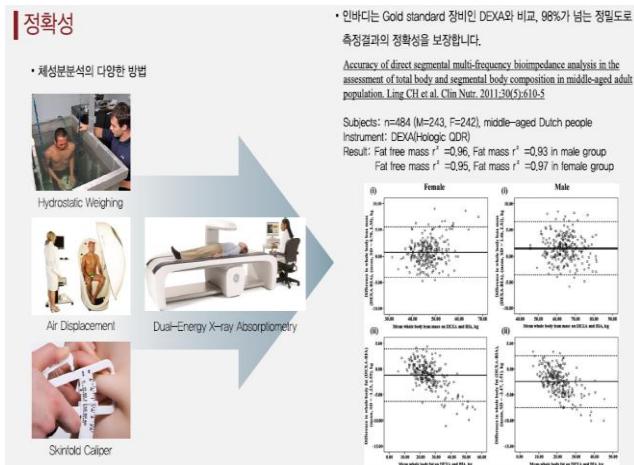
자료: 산케이스포츠, 미래에셋대우 리서치센터

그림 19. 250만엔 짜리 비밀병기로 소개된 inbody 770 모델 (2017년 3월 7일)



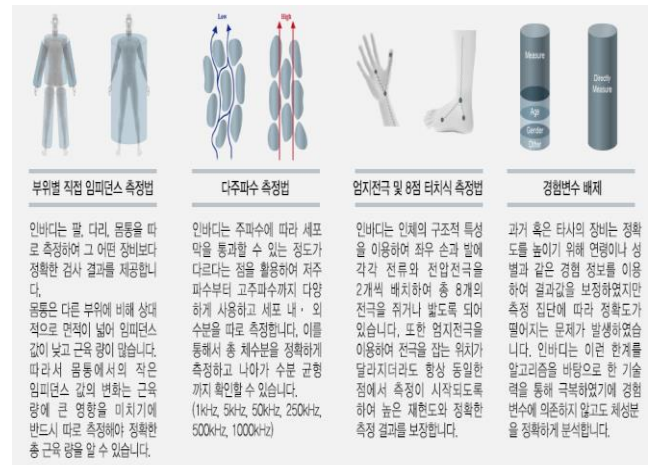
자료: 데일리스포츠, 미래에셋대우 리서치센터

그림 20. 인바디의 정확성



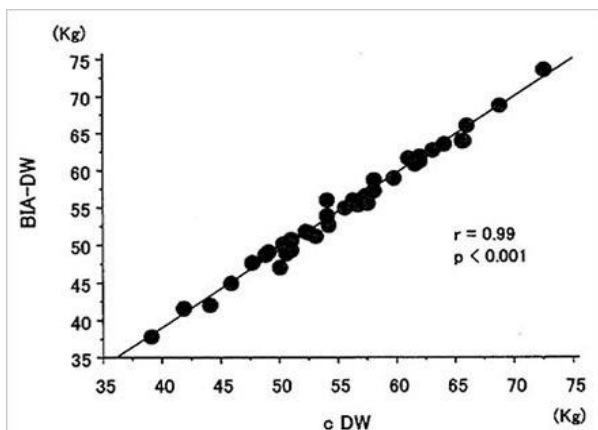
자료: 인바디, 미래에셋대우 리서치센터

그림 21. 인바디의 기술력



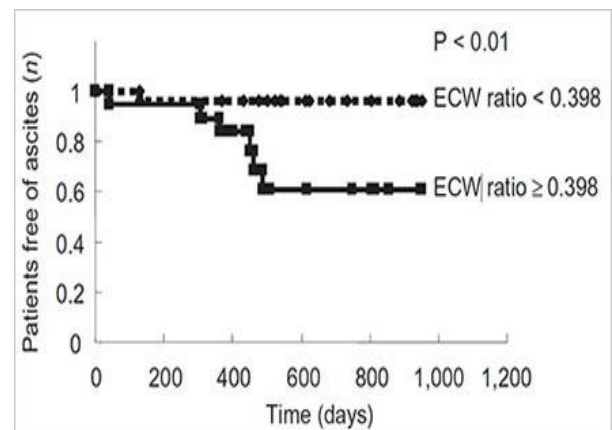
자료: 인바디, 미래에셋대우 리서치센터

그림 22. 인바디 검사의 투석환자 체액평가의 유용성 (신장내과)



자료: 일본투석회지, 미래에셋대우 리서치센터

그림 23. 간경화 증상이 심할수록 세포외수분비가 높음(간질환)



자료: Hepatology Research, 미래에셋대우 리서치센터

그림 24. 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, 미래에셋대우 리서치센터

그림 25. 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, 미래에셋대우 리서치센터

인바디 (041830)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	117	107	123	135
매출원가	31	31	36	38
매출총이익	86	76	87	97
판매비와관리비	59	58	67	72
조정영업이익	28	19	21	26
영업이익	28	19	21	26
비영업손익	0	2	0	0
금융손익	0	0	0	1
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	28	21	21	26
계속사업법인세비용	8	3	4	5
계속사업이익	20	17	17	21
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	20	17	17	21
지배주주	20	17	17	21
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	21	18	17	21
지배주주	21	18	17	21
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	32	23	25	30
FCF	21	21	14	19
EBITDA 마진율 (%)	27.4	21.5	20.3	22.2
영업이익률 (%)	23.9	17.8	17.1	19.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	17.1	15.9	13.8	15.6

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	74	86	103	124
현금 및 현금성자산	14	57	69	87
매출채권 및 기타채권	11	10	11	12
재고자산	20	18	21	23
기타유동자산	29	1	2	2
비유동자산	81	80	80	80
관계기업투자등	1	1	1	1
유형자산	70	69	69	69
무형자산	1	1	1	0
자산총계	155	166	183	203
유동부채	11	11	12	13
매입채무 및 기타채무	1	1	1	1
단기금융부채	4	5	5	6
기타유동부채	6	5	6	6
비유동부채	4	5	5	5
장기금융부채	3	3	3	3
기타비유동부채	1	2	2	2
부채총계	15	15	17	18
지배주주지분	140	151	166	185
자본금	7	7	7	7
자본잉여금	1	1	1	1
이익잉여금	140	156	170	190
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	140	151	166	185

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동으로 인한 현금흐름	24	23	18	23
당기순이익	20	17	17	21
비현금수익비용가감	12	7	8	9
유형자산감가상각비	4	4	4	4
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	8	3	4	5
영업활동으로인한자산및부채의변동	0	3	-3	-2
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	1	0	-1	-1
재고자산 감소(증가)	-4	2	-2	-2
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	1	1	0	0
법인세납부	-8	-5	-4	-5
투자활동으로 인한 현금흐름	-12	24	-4	-4
유형자산처분(취득)	-2	-2	-4	-4
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	0	0	0	0
기타투자활동	-10	26	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-7	-5	-1	-1
장단기금융부채의 증가(감소)	6	1	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-2	-2	-2	-2
기타재무활동	-11	-4	1	1
현금의 증가	5	42	13	17
기초현금	10	14	57	69
기말현금	14	57	69	87

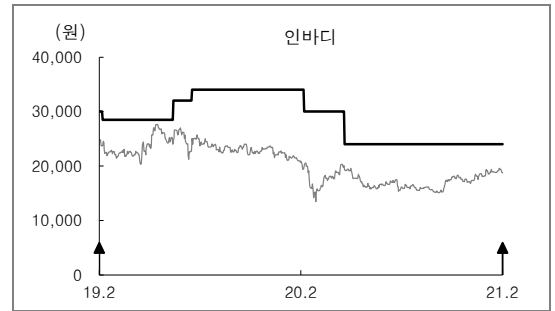
자료: 인바디, 미래에셋대우 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2019	2020F	2021F	2022F
P/E (x)	15.8	13.6	15.6	12.4
P/CF (x)	9.9	9.6	10.6	8.7
P/B (x)	2.2	1.5	1.5	1.3
EV/EBITDA (x)	10.0	8.2	8.1	6.2
EPS (원)	1,493	1,275	1,223	1,541
CFPS (원)	2,391	1,807	1,803	2,187
BPS (원)	10,728	11,905	12,995	14,403
DPS (원)	140	140	140	140
배당성향 (%)	9.1	10.4	10.9	8.6
배당수익률 (%)	0.6	0.8	0.7	0.7
매출액증가율 (%)	17.0	-8.5	15.0	9.8
EBITDA증가율 (%)	23.1	-28.1	8.7	20.0
조정영업이익증가율 (%)	16.7	-32.1	10.5	23.8
EPS증가율 (%)	3.8	-14.6	-4.1	26.0
매출채권 회전율 (회)	10.4	10.5	11.9	11.7
재고자산 회전율 (회)	6.5	5.6	6.3	6.2
매입채무 회전율 (회)	53.5	33.1	37.6	36.1
ROA (%)	14.2	10.9	9.6	11.0
ROE (%)	15.5	12.0	10.6	12.0
ROIC (%)	20.2	15.7	16.2	19.9
부채비율 (%)	10.8	10.2	10.2	9.8
유동비율 (%)	682.1	799.8	850.7	937.2
순차입금/자기자본 (%)	-5.2	-32.1	-36.5	-41.9
조정영업이익/금융비용 (x)	196.4	129.0	91.9	110.8

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
인바디 (041830)				
2020.05.14	매수	24,000	-	-
2020.03.02	매수	30,000	-41.09	-31.50
2019.08.12	매수	34,000	-32.65	-24.26
2019.07.09	매수	32,000	-21.77	-15.63
2019.03.03	매수	28,500	-17.21	-2.98
2018.11.14	매수	30,000	-24.31	-15.00



* 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
78.43%	11.76%	8.50%	1.31%

* 2020년 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.