

인바디(041830/KQ)

## 판매 채널 확대로 빠른 성장 이어가

매수(신규편입)

T.P 75,000 원(신규편입)

## Analyst

노경철

nkc777@sk.com

02-3773-9005

## Company Data

자본금	68 억원
발행주식수	1,368 만주
자사주	7 만주
액면가	500 원
시가총액	7,950 억원

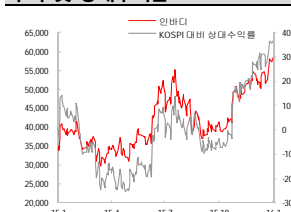
## 주요주주

차기철(외)	28.74%
Wasatch Advisors	5.37%
외국인지분률	28.90%
배당수익률	0.10%

## Stock Data

주가(16/01/06)	58,100 원
KOSDAQ	684.07 pt
52주 Beta	1.41
52주 최고가	58,100 원
52주 최저가	29,650 원
60일 평균 거래대금	102 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	6.8%	7.1%
6개월	12.8%	26.9%
12개월	67.0%	37.0%

인바디는 세계 최고 수준의 체성분 분석기술을 통해 여러 혁신적인 체성분 분석기를 개발 및 생산하고 있다. 웨어러블 밴드형 헬스케어 기기로는 동사의 인바디밴드가 세계 최초이자 유일하게 체성분 분석이 가능하다. 이 기기는 지난해 11 월 글로벌 온라인 마켓인 아마존을 시작으로 올해는 이베이에서도 본격적인 판매가 이루어질 전망이다. 또한 동사는 기술력에만 의존하는 것이 아니라 해외지사 설립이나 암웨이, 온라인 판매 등을 통해 마케팅 채널을 다양화하고 있어 향후에도 빠른 성장을 이어갈 전망이다.

## 세계 최고의 체성분 분석 기술력과 마케팅 채널의 다양화 노력

인바디는 기존 체성분 분석기의 여러 문제점과 한계를 넘어서고 높은 정확도와 신뢰도를 보여주고 있다. 또한 웨어러블 밴드형 체성분 분석기로는 전세계에서 동사의 인바디밴드가 유일할 만큼 세계 최고의 기술력을 보유하고 있다. 인바디는 기존의 해외법인 외에 신규로 유럽과 아시아 지역에 해외법인 설립을 준비하고 있고, 암웨이를 통해 아시아 지역을 중심으로 공급을 진행 중에 있다. 동사는 또한 글로벌온라인 마켓인 아마존과 이베이를 통해 올해부터 본격적인 제품 출시가 이루어질 전망이다.

## 4Q15E, 호실적 예상

인바디의 2015 년 4 분기 예상 영업실적은 매출액 229 억원(+ 77.9% YoY, + 24.5% QoQ), 영업이익 229 억원(+ 580.0% YoY, + 19.3% QoQ)이 예상된다. 4 분기 실적이 호실적이 예상되는 이유는 암웨이를 통한 아시아시장 확대와 3Q15 에 있었던 태국向 판매물량 약 25 억원 반영, 지역별 고른 성장 등에 기인한다. 외형 확대에 따른 고정비 감소효과와 전년도 4 분기에 크게 발생했던 일회성비용이 이번에는 없기 때문에 이익 또한 더욱 증가하게 될 전망이다.

## 투자 의견 “매수” 및 목표가 75,000 원으로 커버리지 개시

인바디는 세계 최고의 기술력으로 여러 체성분 측정 기기를 개발 및 생산하였고, 수출 역시 활발히 이루어지고 있다. 혁신적인 신제품 출시와 여러 마케팅 채널을 통해 빠른 성장을 이어가고 있는 동사에 대한 투자 의견 매수와 목표가 75,000 을 제시한다. 동사에 대한 목표가는 초과이익모텔인 RIM 을 사용하여 도출하였다.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	억원	332	368	489	716	907	1,072
yoy	%	5.3	10.7	33.0	46.3	26.7	18.2
영업이익	억원	50	65	101	209	301	382
yoy	%	29.8	30.0	55.3	107.5	43.8	27.0
EBITDA	억원	56	74	112	227	328	409
세전이익	억원	60	71	107	220	317	405
순이익(지배주주)	억원	56	62	89	186	263	329
영업이익률%	%	15.1	17.7	20.6	29.3	33.2	35.7
EBITDA%	%	16.8	20.2	22.9	31.8	36.2	38.1
순이익률	%	17.0	16.8	18.1	26.2	29.5	31.4
EPS	원	412	453	649	1,359	1,920	2,406
PER	배	14.1	19.2	48.5	42.7	30.4	24.3
PBR	배	1.7	2.3	7.2	10.2	7.7	5.9
EV/EBITDA	배	9.9	13.1	35.9	33.2	22.6	17.5
ROE	%	12.8	12.7	16.0	27.1	29.0	27.6
순차입금	억원	-243	-218	-294	-393	-578	-867
부채비율	%	4.4	4.1	6.0	7.3	6.6	5.8

## 1. 체성분 분석기기에 대한 글로벌 최고 기술력 보유

인바디는 세계 최고 수준의 체성분 분석 기술을 보유하고 있다. 글로벌 시장에서 판매되던 기존 체성분 분석기는 정확도와 오차범위가 큰 문제점이 있었다. 정확도가 높은 DEXA, CT 등의 방식은 기기값과 비용이 비싸고 방사능 노출 등의 또 다른 문제점이 있다. 하지만 동사는 오차범위 1.5% 이내의 정밀도와 99%의 높은 재현성을 보여주고 있다.

인바디는 병원이나 스포츠센터 등에서 쓰이는 전문가용과 가정에서나 개인이 편하게 사용할 수 있는 여러 종류의 체성분 분석기와 혈압계, 신장계 등의 각종 헬스케어 기기들을 개발 및 생산하고 있다.

특히 지난해 4 월 국내 출시와 11 월 미국 출시가 시작된 인바디밴드는 밴드형 웨어러블 기기로는 전세계 최초이자 유일하게 체성분 분석이 가능한 웨어러블 밴드형 기기이다.

[그림 1] 활동, 수면, 심장박동 등의 측정 기능을 가진 밴드형 웨어러블 헬스케어 기기



Fitbit, Misfit, Jawbone, Adidas, Nike

밴드형의 활동, 수면 및 심장박동 측정기기

자료 : 산업통상자원부, SK 증권

[그림 2] 웨어러블 디바이스 중 유일한 체성분분석기 “인바디밴드”



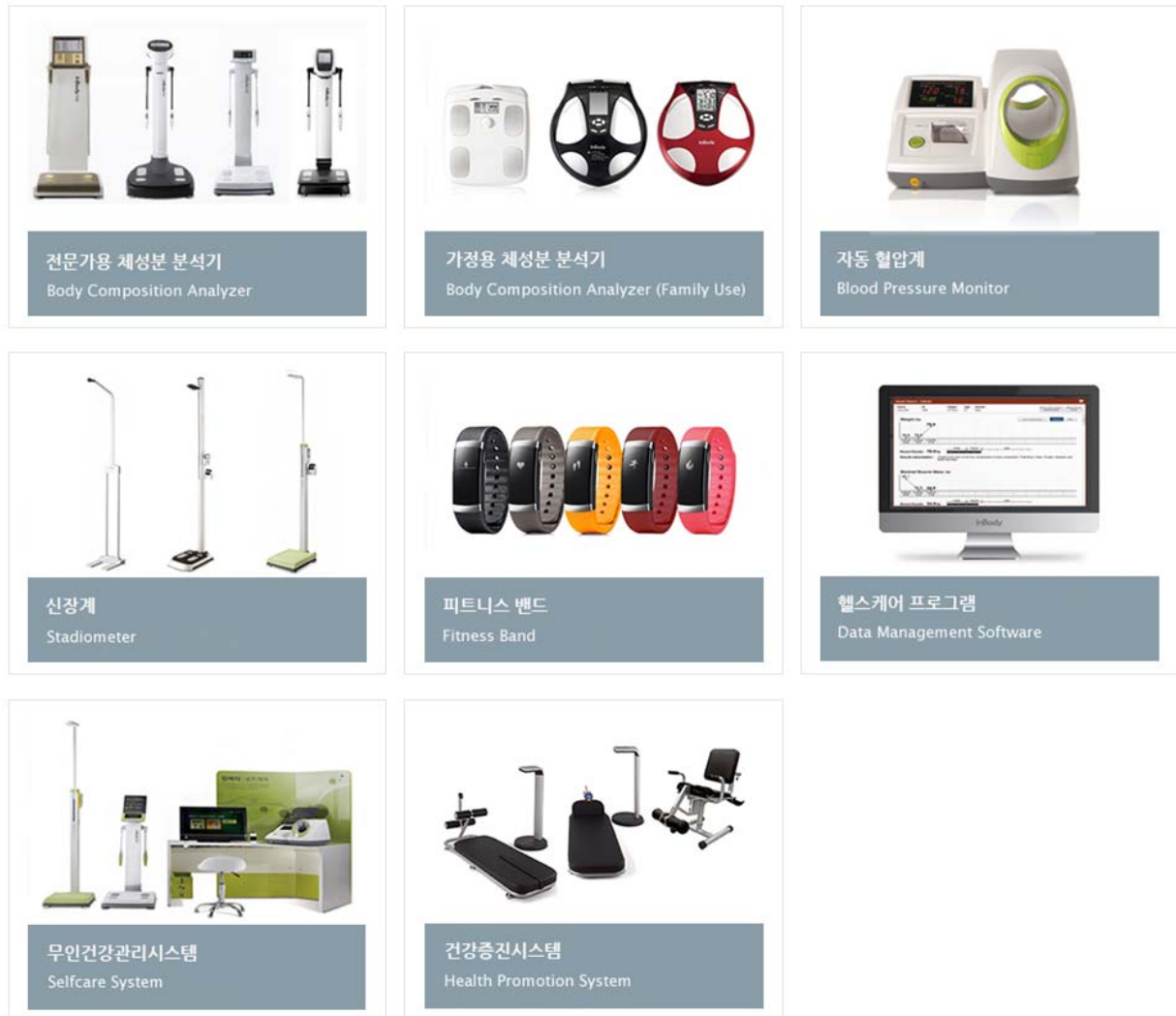
자료 : 인바디, SK 증권

[그림 3] 체성분 분석 외 여러 건강관리가 가능한 “인바디밴드”



자료 : 인바디, SK 증권

[그림 4] 인바디의 주요 제품별 유형

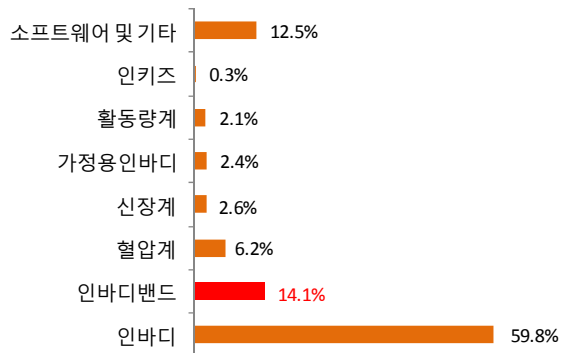


자료 : 인바디, SK 증권

### 인바디밴드의 매출 비중, 빠르게 확대될 전망

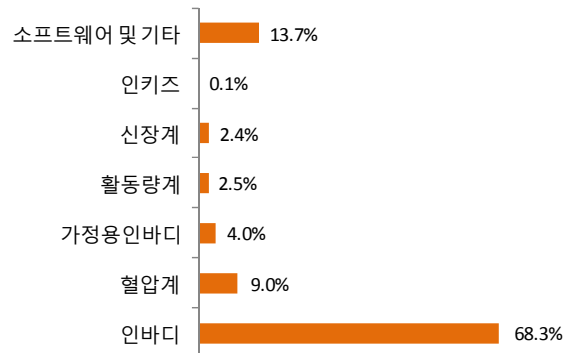
인바디는 전체 매출의 약 62%(3Q15 누적 기준)가 해외 수출을 차지할 만큼 해외서도 기술력을 인정받고 있다. 인바디는 전문가용 체성분분석기인 “인바디” 제품이 국내와 해외 모두 압도적인 비중으로 판매되고 있다. 하지만 지난해 4월 국내에서 인바디밴드가 처음 출시된 이후, 인바디밴드의 매출이 빠르게 증가하고 있다. 지난해 11월 글로벌 온라인마켓인 아마존에서 인바디밴드의 판매가 시작되었는데, 올해는 아마존과 더불어 이베이에에서도 본격적인 판매가 예상되고 있어 인바디밴드의 매출 비중은 더욱 커질 전망이다.

[그림 5] 2015년 3분기 누적 품목별 매출 비중 (내수+수출)



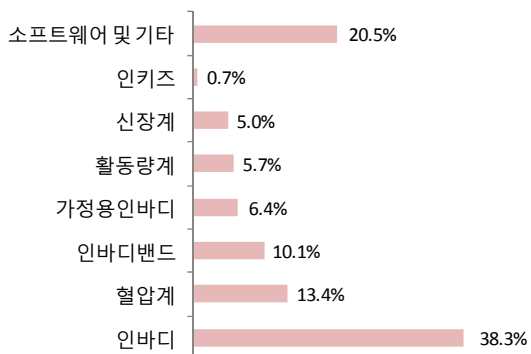
자료 : 인바디, SK 증권

[그림 6] 2014년 품목별 매출 비중 (내수+수출)



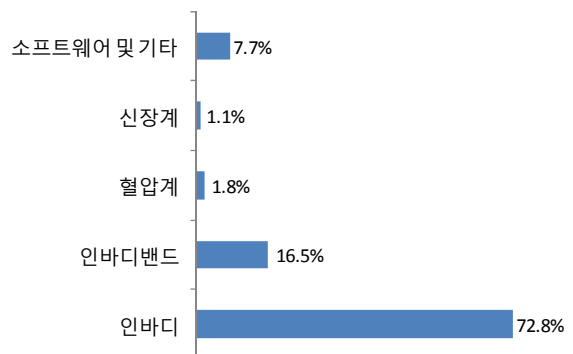
자료 : 인바디, SK 증권

[그림 7] 2015년 3분기 누적 품목별 매출 비중 (내수)



자료 : 인바디, SK 증권

[그림 8] 2015년 3분기 누적 품목별 매출 비중 (수출)



자료 : 인바디, SK 증권

## 2. 실적 현황 및 전망

인바디의 2015년 예상 영업실적은 매출액 716억원(+46.4% YoY), 영업이익 209억원(+106.9% YoY)으로 전년도 대비 큰 폭의 성장이 이루어질 전망이다. 해외 신시장의 개척과 인바디밴드 등의 신제품 효과가 크다.

올해 2016년에는 유럽 및 아시아 지역에 신규 해외법인 설립될 전망이며, 암웨이를 통한 아시아지역으로의 매출 확대, 글로벌 온라인 마켓 아마존과 이베이에서 웨어러블 체성분분석기 인바디밴드의 본격 판매 등이 예상된다. 따라서 금년 2016년은 지난해에 이어 고성장을 이어갈 전망이다.

2015년 4분기는 3분기에 있었던 태국향 판매물량 약 25억원이 반영되고, 지역별 고른 성장과 글로벌온라인 마켓 아마존에서의 인바디밴드 출시 영향 등으로 호실적을 기록할 전망이다. 특히 전년도 4분기에 크게 발생했던 일회성비용이 이번 4분기에는 발생하지 않아 이익이 크게 증가할 전망이다.

인바디는 지역별 판매채널 확대와 다양한 종류의 신제품 출시 등으로 인해 매년 빠르게 성장하고 있다. 판매확대에 따른 고정비 감소 효과 등으로 인해 이익 또한 빠르게 증가하고 있다.

[표 1] 인바디의 분기별 영업실적 현황 및 전망 (연결실적)

(단위: 억원, %)

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15E	2014	2015E	2016E
매출액	120	126	115	129	151	152	184	229	489	716	907
국내	40	57	35	54	47	51	47	55	186	200	226
수출	80	69	80	75	104	101	137	174	303	516	681
미국	17	16	17	17	22	23	28	42	67	115	201
중국	17	18	19	18	21	25	31	32	72	109	121
일본	23	11	14	13	29	14	20	22	61	85	105
유럽/중남미	14	13	18	16	20	21	14	18	61	73	87
아시아/중동/아프리카	9	11	12	12	13	18	44	60	44	135	167
영업이익	35	32	24	10	43	41	57	68	101	209	301
영업이익률(%)	29.2%	25.4%	20.9%	7.8%	28.4%	27.0%	31.0%	29.7%	20.6%	29.2%	33.2%
세전이익	37	31	25	14	43	45	63	69	107	220	317
세전이익률(%)	30.8%	24.6%	21.8%	10.9%	28.4%	29.6%	34.2%	30.1%	21.9%	30.7%	35.0%
당기순이익	34	25	22	8	38	38	54	58	89	188	268
순이익률(%)	28.3%	19.9%	19.2%	6.2%	25.1%	25.0%	29.3%	25.3%	18.2%	26.2%	29.5%

자료 : 전자공시, 인바디, SK 증권

[표 2] 4Q15 Preview

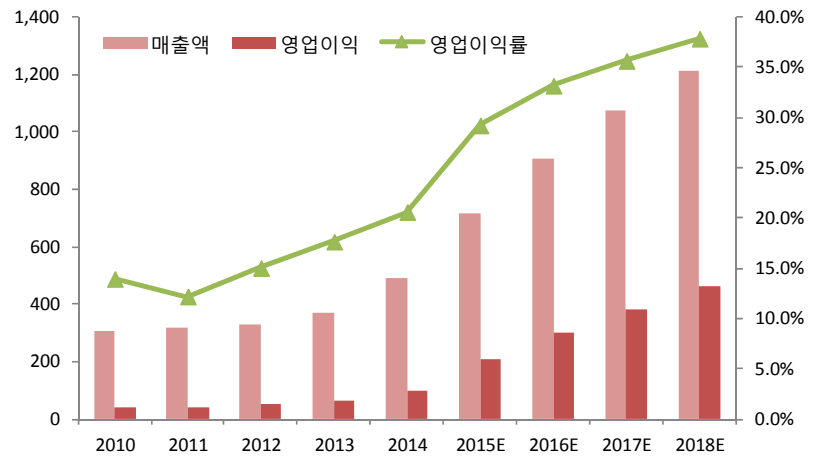
(단위: %, 억원)

	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	129	151	152	184	229	77.6	24.5	198	15.4
영업이익	10	43	41	57	68	564.6	19.9	59	16.6
세전이익	14	43	45	63	68	379.2	9.2	66	3.1
지배주주순이익	8	38	38	54	56	621.9	2.7	52	8.1
영업이익률	8.0	28.3	27.2	31.0	29.8	21.9	-1.2	29.5	0.3
세전이익률	11.1	28.8	29.8	34.1	29.9	18.8	-4.2	33.5	-3.6
지배주주순이익률	6.0	25.1	25.1	29.5	24.3	18.3	-5.2	26.0	-1.7

자료: SK 증권, Fnguide.

[그림 9] 인바디의 연도별 외형 및 이익 변화

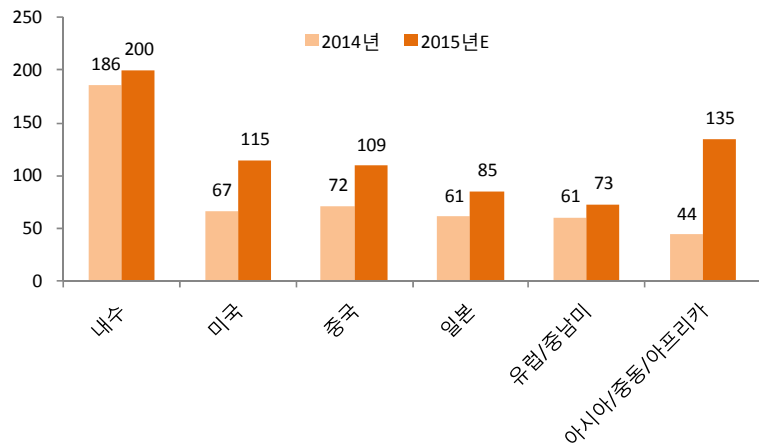
(단위: 억원)



자료: 인바디, SK 증권

[그림 10] 인바디의 지역별 매출 변화

(단위: 억원)



자료: 인바디, SK 증권

### 3. 투자 의견 및 밸류에이션

#### 투자 의견 "매수"

#### 목표가 75,000 원 제시

인바디에 대한 투자 의견 “매수”와 목표가 75,000 원을 신규로 제시한다. 동사에 대한 밸류에이션으로 RIM(Residual Income Model)을 이용하여 목표주가를 산정하였다. RIM 을 통한 동사의 가치추정에 있어 자기자본비용인 COE(Cost of Equity)의 값은 8.6%를 적용하였다. 이 COE 값을 나타내기 위한 구성요소인 무위험수익률(Rf)은 3 년만기 국고채수익률을 이용하였으며, 마켓리스크 프리미엄인 ‘E(Rm)-Rf’ 값은 흔히 사용되는 한국 시장의 평균값을 사용하였고, 베타(β)는 동사의 3 년치 월평균 값을 사용하여 도출하였다. 동사는 향후 빠른 성장이 예상되어 앞으로 발생하는 초과이익이 크다. 이 RIM 방식을 통해 동사에 대한 적정주가로 목표가 75,000 원을 도출하였다.

[표 3] 인바디의 목표주가 산정 Valuation - RIM(Residual Income Model) valuation

(단위: 억원)	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
기말 자기자본	781	1,041	1,368	1,762	2,216	2,631	3,190	3,835	4,578
기초, 기말 평균 자기자본	689	911	1,205	1,565	1,989	2,423	2,911	3,513	4,207
당기순이익	188	268	336	403	464	532	602	677	752
추정 ROE	27.1%	29.0%	27.6%	25.5%	26.3%	27.5%	27.9%	28.2%	28.7%
ROE spread(ROE-COE)	18.4%	20.4%	19.0%	16.9%	17.7%	18.9%	19.3%	19.6%	20.1%
RI(잔여이익)	127	186	229	264	352	458	561	688	845
PVIF	0.92	0.85	0.78	0.72	0.66	0.61	0.56	0.52	0.48
PV of RI	117	157	178	190	233	279	315	355	401
CV(잔여가치)									15,030

Sum of 'PV of RI'	1,823	①	*COE (Cost of Equity)	
PV of CV	7,757	②	$Ke = Rf + [E(Rm) - Rf]\beta$	8.6%
Sum of 'PV of Future RI'	9,580	③=①+②	Rf	1.6%
기초 자기자본	596	④	$E(Rm) - Rf$	6.0%
주주가치	10,176	⑤=③+④	$\beta$	1.17 (M, 3yr)
발행주식수	13,683,782	⑥	*CV (Continuing Value)	15,030
자기주식수	71,142	⑦		
주당가치(원)	74,752	⑧=⑤/(⑥-⑦)		
적정주가(원)	75,000			

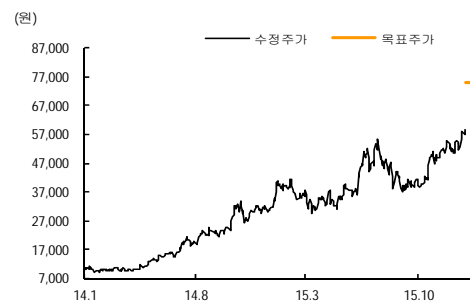
※ RIM 방식의 valuation

- 주주가치=기초 자기자본+미래 잔여이익의 현재가치 합
- 잔여이익(초과이익)=당기순이익-자기자본요구수익률(자기자본비용\*기초자본)=(ROE-COE)\*기초자기자본

자료: 데이터가이드, SK 증권

## 투자의견변경

일시	투자의견	목표주가
2016.01.07	매수	75,000원



## Compliance Notice

- 작성자(노경철)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

## SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016 년 1 월 7 일 기준)

매수	94.63%	중립	5.37%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 재무상태표

월 결산(억원)	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>유동자산</b>	337	317	405	552	778	1,101
현금및현금성자산	46	44	47	102	287	575
매출채권및기타채권	36	41	42	62	78	92
재고자산	42	44	56	79	99	115
<b>비유동자산</b>	144	220	227	286	332	347
장기금융자산	8	7	8	11	11	11
유형자산	80	164	167	202	232	229
무형자산	23	22	22	21	21	21
<b>자산총계</b>	482	537	632	838	1,109	1,447
<b>유동부채</b>	18	19	34	50	63	74
단기금융부채	0	0	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무	10	6	9	13	17	20
단기충당부채	0	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	2	2	2	7	5	5
장기금융부채	0	0	0	0	0	0
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	20	21	36	57	68	79
<b>지배주주지분</b>	461	516	596	779	1,034	1,354
자본금	68	68	68	68	68	68
자본잉여금	6	6	6	6	6	6
기타자본구성요소	-3	-3	-3	-3	-3	-3
자기주식	-3	-3	-3	-3	-3	-3
이익잉여금	389	446	529	707	960	1,278
비지배주주지분	0	0	0	2	7	14
<b>자본총계</b>	461	516	596	781	1,041	1,368
<b>부채와자본총계</b>	482	537	632	838	1,109	1,447

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>영업활동현금흐름</b>	36	64	97	156	241	308
당기순이익(손실)	56	62	89	188	268	336
비현금성항목등	-2	13	22	5	60	72
유형자산감가상각비	5	8	9	17	25	25
무형자산상각비	0	1	2	0	2	2
기타	-8	-5	-5	-26	-3	-3
<b>운전자본감소(증가)</b>	-10	-11	-4	-10	-38	-32
매출채권및기타채권의 감소(증가)	2	-6	-1	19	-16	-14
재고자산감소(증가)	-1	-3	-12	11	-19	-16
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-2	-4	3	-26	4	3
기타	-9	2	5	-14	-6	-5
<b>법인세납부</b>	-9	-1	-10	-27	-49	-69
<b>투자활동현금흐름</b>	-28	-58	-85	-99	-46	-8
금융자산감소(증가)	-15	24	-74	-47	0	0
유형자산감소(증가)	-6	-93	-14	-60	-55	-22
무형자산감소(증가)	-9	-1	-2	-2	-2	-2
기타	2	11	3	10	10	15
<b>재무활동현금흐름</b>	-5	-5	-5	-8	-10	-11
단기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-5	-5	-5	-8	-10	-11
기타	0	0	0	0	0	0
<b>현금의 증가(감소)</b>	-1	-2	3	55	185	289
기초현금	46	46	44	47	102	287
기말현금	46	44	47	102	287	575
<b>FCF</b>	28	-24	80	84	187	288

자료 : 인바디, SK 증권 추정

## 손익계산서

월 결산(억원)	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	332	368	489	716	907	1,072
매출원가	94	106	144	201	245	279
매출총이익	238	261	345	515	662	793
매출총이익률 (%)	71.7	71.1	70.5	71.9	73.0	74.0
판매비와관리비	188	196	244	305	361	411
영업이익	50	65	101	209	301	382
영업이익률 (%)	15.1	17.7	20.6	29.3	33.2	35.7
비영업손익	10	6	6	10	16	23
순금융비용	-8	-5	-7	-8	-10	-15
외환관련손익	-3	-2	-1	-2	-2	-2
관계기업투자등 관련손익	4	0	1	2	5	7
세전계속사업이익	60	71	107	220	317	405
세전계속사업이익률 (%)	18.1	19.2	21.8	30.7	35.0	37.8
계속사업법인세	4	9	18	32	49	69
계속사업이익	56	62	89	188	268	336
중단사업이익	0	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0	0
당기순이익	56	62	89	188	268	336
순이익률 (%)	17.0	16.8	18.1	26.2	29.5	31.4
지배주주	56	62	89	186	263	329
지배주주귀속 순이익률(%)	16.98	16.84	18.14	25.97	28.96	30.72
비지배주주	0	0	0	2	5	7
총포괄이익	49	60	86	189	270	338
지배주주	49	60	86	187	265	331
비지배주주	0	0	0	2	5	7
EBITDA	56	74	112	227	328	409

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
성장성 (%)						
매출액	5.3	10.7	33.0	46.3	26.7	18.2
영업이익	29.8	30.0	55.3	107.5	43.8	27.0
세전계속사업이익	2.4	17.3	51.2	106.2	44.2	27.8
EBITDA	28.7	33.1	50.9	102.9	44.3	24.6
EPS(계속사업)	2.0	9.8	43.3	109.4	41.3	25.4
수익성 (%)						
ROE	12.8	12.7	16.0	27.1	29.0	27.6
ROA	12.3	12.2	15.2	25.6	27.5	26.3
EBITDA마진	16.8	20.2	22.9	31.8	36.2	38.1
안정성 (%)						
유동비율	1,864.5	1,653.0	1,192.3	1,112.1	1,236.3	1,480.3
부채비율	4.4	4.1	6.0	7.3	6.6	5.8
순차입금/자기자본	-52.7	-42.3	-49.4	-50.3	-55.5	-63.3
EBITDA/이자비용(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
주당지표 (원)						
EPS(계속사업)	412	453	649	1,359	1,920	2,406
BPS	3,371	3,768	4,354	5,690	7,555	9,897
CFPS	454	520	730	1,490	2,116	2,600
주당 현금배당금	40	40	60	70	80	90
Valuation지표 (배)						
PER(최고)	30.9	19.3	52.4	42.7	30.4	24.3
PER(최저)	11.8	12.0	13.7	21.8	29.8	23.8
PBR(최고)	3.8	2.3	7.8	10.2	7.7	5.9
PBR(최저)	1.4	1.4	2.0	5.2	7.6	5.8
PCR	12.8	16.7	43.2	38.9	27.6	22.5
EV/EBITDA(최고)	26.9	13.1	38.9	33.2	22.6	17.5
EV/EBITDA(최저)	7.6	7.0	8.3	16.1	22.1	17.1

자료 : 인바디, SK 증권 추정