



인바디 (041830)

헬린이 여러분, 겨드랑이를 때 주세요

상황이 변할 때, 우뚝 서있는 1등 : InBody

동사의 2022E EPS 2,859원에 Target PER 13.4x을 적용한 38,300원을 목표주가 Band의 하단, 16.7x를 적용한 47,700원을 목표주가 Band의 상단으로 제시한다. 투자 포인트에 따라 동사의 Top-Line 성장은 앞으로 20%에 가까울 것이며, OPM 또한 영업레버리지 효과로 인해 꾸준히 증가할 것이다. 반면 동사의 Valuation은 현재 역사적 하단 수준에 있으며, 체성분 분석기 수출이 호조를 보임에 따라 기업 가치는 다시금 재평가될 것이다.

투자포인트. InBody, 준비된 자에게 수출이 찾아온다!

동사는 체성분 분석기 시장의 Pioneer이자 독보적인 Player로서 그 존재감을 입증해왔다. InBody만의 브랜드 파워, 의학계에서의 레퍼런스, 규제에 의해 경쟁사가 감히 진입할 수 없는 두터운 해자를 구축하였다. 이에 더해, 현재 동사가 Key Market으로 집중 공략하고 있는 서구권 수출 무대에서 그간의 Pain Point가 극복되었다. 본 보고서는 이를 수치화하여, 가파른 속도의 Top-Line 성장이 동사의 목전에 이르렀음을 보일 것이다.

Bonus. 가정용 InBody와 혈압계로 사업다각화!

메인디시 전문가용 InBody에, 흥미를 더할 사이드디시 역시 준비됐다. 바로 가정용 InBody와 혈압계의 존재다. 현재 매출의 불륨은 크지 않으나 잠재성은 풍부하다. 두 시장으로의 진출은 동사의 살집을 불릴 충분한 먹거리다.

추정 손익계산서							
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	1Q22	2022E	2023E	2024E
매출액	117,059	107,122	137,837	39,469	163,796	196,572	233,208
YoY(%)		-8.49%	28.67%	19.47%	18.83%	20.01%	18.64%
매출원가	30,801	29,671	36,517	10,622	44,081	52,695	62,323
매출총이익	86,257	77,451	101,320	28,847	119,715	143,877	170,885
GPM(%)	73.7%	72.3%	73.5%	73.1%	73.1%	73.2%	73.3%
판매비와관리비	58,631	58,355	65,468	18,552	76,992	89,642	103,775
영업이익	27,626	19,097	35,852	10,295	42,723	54,235	67,110
OPM(%)	23.6%	17.8%	26.0%	26.1%	26.1%	27.6%	28.8%
기타손익	(157)	1,620	2,045	285	1,183	1,183	1,183
금융손익	751	(48)	1,437	143	593	593	593
법인세비용차감전순이익	28,220	20,668	39,334	10,723	44,499	56,010	68,886
법인세비용	7,814	3,114	5,352	1,749	7,260	9,138	11,239
당기순이익	20,406	17,555	33,982	8,973	37,239	46,872	57,647
NPM(%)	17.4%	16.4%	24.7%	22.7%	22.7%	23.8%	24.7%

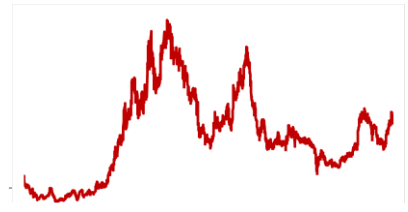
Rating

Buy

목표주가: 38,300~47,700 원
현재주가: 27,550 원
상승여력: 39~73%

10년 주가추이

시가총액 3,770 억원



Balance sheet data

순자산 1,837 억원
PBR 1.95x
ROE 20.39%

Earning data

PER 11.08x
EPS 2,487 원
당기순이익 340 억원

주요 주주

차기철 외 6인 28.69%
Fidelity 9.99%

SMIC 4 팀

팀장 44 기 신승교
팀원 44 기 김주희
44 기 문준오
45 기 이인석
45 기 정재완

CONTENTS

0. Intro	03
1. 산업 & 기업 분석	04
2. InBody, 준비된 자에게 수출이 찾아온다!	07
3. 가정용 InBody와 혈압계로 사업다각화!	23
4. Valuation	26
5. Appendix	32

Intro

우린 접착제가 붙은 메모지를 포스트잇(Post-It)이라 부른다.

우린 굴착기를 포크레인(Poclain)이라 부른다.

우린 폴리아마이드 섬유를 나일론(Nylon)이라 부른다.

우린 아세트아미노펜을 타이레놀(Tylenol)라 부른다.

위는 상표가 보통명사화된 예시들이다. 특정 상표가 유명해지면서, 그 제품군 전체를 대표하는 보통명사처럼 쓰이는 것이다. 이러한 사례들은 해당 제품군에서의 기업 브랜드 파워를 잘 보여준다.

그렇다면 우린 **체성분 분석기**를 무엇이라 부르는가?

“InBody”

동사는 국내에서는 이미 압도적인 시장점유율과 인지도를 가지고 있다. 반면 해외에서 동사는 InBody의 가치와 필요성을 고객에게 알려주면서 **직접 시장을 개척해 나가는 First Mover**이자 **Pioneer**이다. 이렇듯 1등의 지위를 가진 기업, **전방 상황이 본격 우호적으로 변한다면 어떨까?**

미국에서는 마초적 헬스장 문화가 변화하고, 유럽과 중남미 등에서는 프랜차이즈 헬스장이 더욱 확대되며 전방 시장의 지각변동이 발생하고 있다. 군비경쟁에서 방산업체가 돈방석에 앉듯이, **변화하는 상황 속에서 고객들은 경쟁적으로 동사 제품을 구매하게 될 것이다.** 이에 따라 동사의 침투율은 높아지고, 더 많은 고객사가 동사 제품을 사용하면서 1등 기업인 동사의 **브랜드 파워는 더욱 견고해지는 선순환이 발생할 것이다.**

본 보고서에서는 먼저 동사의 시장 내 위치와 해자에 대해 설명하고, 그 다음 변화하는 시장의 지각변동에 대해 다룬다. 그 다음 이를 반영한 매출 추정을 기반으로 Valuation을 진행할 것이다.

분기점에 서 있는 기업, “인바디”

“모두들 겨드랑이를 떼고 골격근량을 측정할 시간이다.”

산업 & 기업 분석

1.1. 체성분 분석기 산업

의료기기는 크게 진단기기와 치료기기로 나눌 수 있으며, 체성분 분석기는 진단기기로 분류된다. 체성분 분석기는 인체에 무해한 미세 교류전류를 체내에 통과시켜 얻은 저항값을 측정하여 신체의 구성 성분을 분석하는 임피던스 기술을 이용한 장비이다.

체성분 분석기는 신체의 4대 구성 성분인 수분, 단백질, 무기질, 지방 외에도 복부지방률, 신체 부위별 체수분 분포도, 부종, 기초대사량 등을 정량적으로 측정하여 신체의 영양상태 및 균형 상태를 종합적으로 판단할 수 있게 하는 장비이다.

그 활용도에 있어서는 치료 및 운동효과 확인과 예방의학 측면에서 병원, 스포츠센터, 건강검진센터, 재활센터 등에서 폭넓게 사용되고 있다. 또한 비만 관련 시장의 성장으로 비만클리닉과 피부미용센터 등에서의 수요도 증가하고 있다. 그럼에도 불구하고 체성분 분석기 시장은 아직 전세계적으로 침투율이 있어서 초기 시장인 것으로 파악된다.

체성분 분석기 또한 의료기기 산업에 속하기에, B2B와 B2C 양쪽 모두의 성격을 띤다. 의료기기를 직접 구매하는 수요자는 일반 대중이 아니지만(B2B), 그 의료기기를 구매하게 되는 의사결정에는 일반 대중의 선호가 결정적인 영향을 미친다(B2C).

또한 기술 및 지식 집약적인 특성을 띠며, 그렇기에 많은 연구개발 투자비가 필요한 산업이며, 선진국에서는 FDA, UL, ISO 등 안전규격 및 품질규격을 충족하고 인허가를 얻어야만 판매가 가능하다. 이러한 제도적 절차들은 신규 업체에 대한 진입장벽으로서 작용한다.

1.2. 인바디 개요

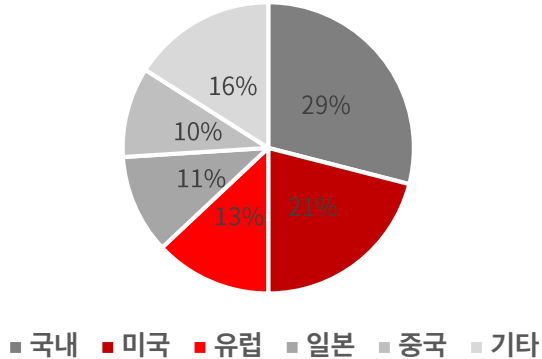
동사는 1996년 '바이오스페이스'란 이름으로 설립되었다. 2014년 사명을 동사 제품명인 '인바디'로 변경하였다. 동사는 해외로 활발히 진출하여 미국, 유럽, 중남미, 중국, 일본 등 현재 전사 연결 매출의 70% 이상이 수출이 차지하고 있다. 지역별 매출 비중은 21년 기준 국내가 29%, 미국이 21%, 유럽이 13%, 일본과 중국이 각각 11%, 10%로 추산된다.

동사는 해외시장에서 주로 헬스장, 병원, 관공서 등을 대상으로 매출을 늘리고 있으며 관련 박람회 및 학술회를 통해 꾸준히 판로를 넓히고 있는 중이다. 21년 기준 동사의 제품별 매출액 비중은 전문가용 체성분 분석기 67.1%, 가정용 체성분 분석기 11.8%, 혈압계 8.5%, 신장계 1.6%, 상품 및 용역 등 기타가 11%이다.

동사는 '8점 터치식 전극법'과 같이 높은 정확도와 재현도를 자랑하는 기술력을 바탕으로 현재 국내 및 세계 전문가용 체성분 분석기 시장 내 압도적인 1위의 지위를 지니고 있다. 다들 알다시피 '인바디'는 체성분 분석을 지칭하는 보통명사처럼 통용되고 있다. 그 정도로 체성분 분석기 시장에서 동사가 강력한 브랜드 파워를 보유하고 있다는 것이다. 즉 기술력을 갖췄을

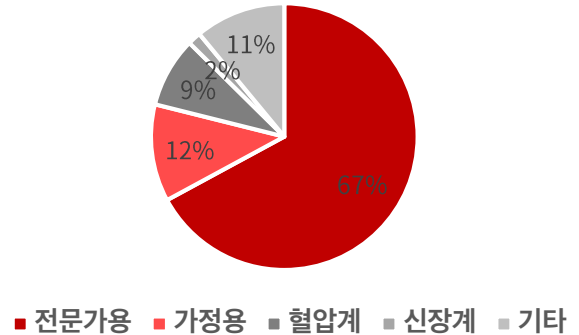
뿐만 아니라 마케팅과 영업망을 더욱 강화해왔고, 꾸준한 시장 침투에 따라 B2B, B2C 인지도를 함께 키워왔다.

그림 1-1. 21년 지역별 매출 비중



출처: 동사 사업보고서, SMIC 4팀

그림 1-2. 21년 제품별 매출 비중



출처: 동사 사업보고서, SMIC 4팀

셀 생산 방식
→ 불량률↓ 생산성↑

특히나 동사의 강점은 타 기업에서는 볼 수 없는 셀 생산 방식이다. 동사는 2007년 컨베이어벨트 생산 방식에서 셀 생산 방식으로 전환했다. 셀 생산은 소수의 숙련공이 전체 공정을 책임지고 완제품을 생산하는 방식으로, 셀 생산 방식은 제품생산 라인을 탄력적으로 조정할 수 있다. 또한 소수 숙련공이 책임지고 완제품을 생산하므로 불량률을 획기적으로 낮출 수 있다. 셀 생산 방식 도입 이후 20%에 달하던 불량률은 0.1%로 감소하였고, 1인당 생산성도 훨씬 올라갔다. 경쟁사가 셀 생산 방식을 따라하더라도 동사 장인들의 15년 숙련도를 따라잡을 수 없다는 것이다.

1.3. 전문가용 체성분 분석기 라인업

전문가용 체성분 분석기는 InBody 120, InBody 270, InBody 370S, InBody 570, InBody 770, InBody 970이 있다. 숫자가 높을수록 하이엔드 제품이며, 동사는 270, 570, 770 세 제품을 주력으로 한다. 최고 프리미엄 제품인 970은 국내 19년 말, 해외는 21년 말에 출시되었다.

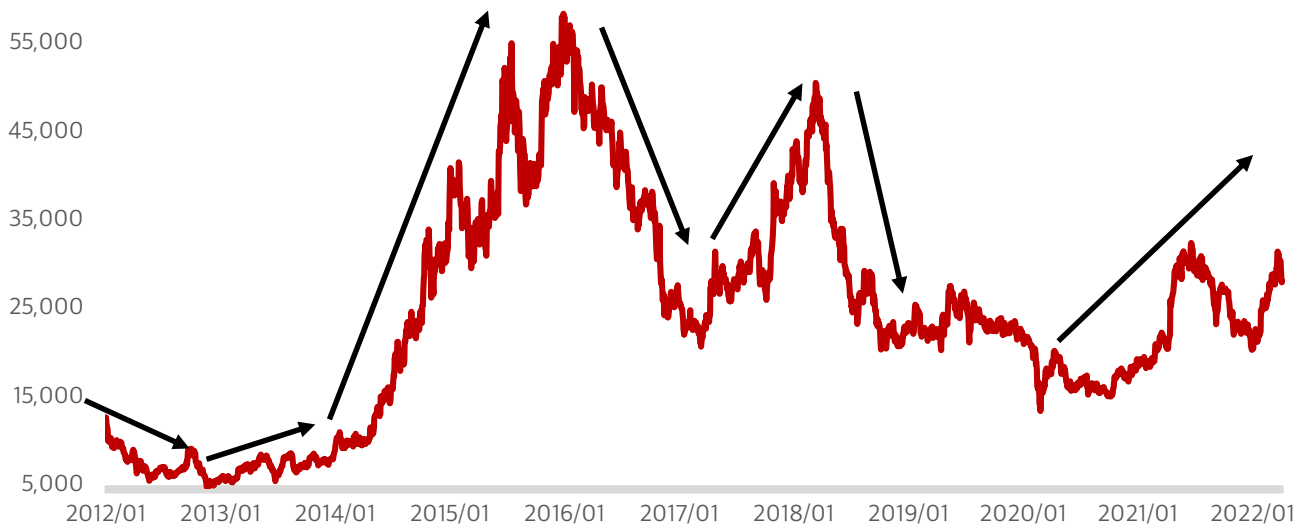
그림 1-3. 동사 전문가용 체성분 분석기 라인업(좌에서부터 270, 570, 970, 770, 370S, 가장 우측이 120)



출처: 동사 홈페이지, SMIC 4팀

1.4. 주가 분석

그림 1-4. 인바디 주가 분석



출처: SMIC 4팀

- ① : 2009년부터 2011년까지 학생건강체력평가 시스템(PAPS) 시행으로 국내 실적이 급증했으나, 이후 프로젝트 종료로 국내 실적이 감소하는 추세에 있었음. 또한 해외 진출 초기에 판관비를 크게 집행하며 높지 않은 이익을 누렸음.
- ② : 수출 시장의 확대에 힘입어 동사의 외형은 지속적인 성장세를 이어갔고 13년부터 이에 대한 기대감을 조금씩 받기 시작하였음. 당시 수출 비중은 일본이 30% 수준으로 컸으며 미국과 중국은 시장 형성 초기였음. 주요 전시회, 학회에 참가하고 적극적으로 영업활동을 전개하며 브랜드 인지도를 높여갔음.
- ③ : 이후 14년과 15년에는 미국 수출이 높은 성장성을 보이는 동시에, 중국 커버 지역 확장과 대형 유통사를 통한 시장진입을 시작하면서 중국향 실적이 빠르게 증가함. 이에 따라 14년부터는 주가가 EPS보다 폭발적으로 상승하며 Multiple(당시 국내 헬스케어 평균 Multiple 대비 30% Premium)을 급격하게 높임.
- ④ : 고마진의 '인바디밴드' 판매가 15~16년에 본격화 되었음. 시장에서는 이를 통해 동사에 새로운 스토리를 부여하려 했으나, 실제로는 이후 인바디밴드 판매가 부진하며 16년부터 Valuation De-Rating되었음.
- ⑤ : 긴 주가 하락이 끝나고 인바디밴드에 대한 기대감이 사라진 상태에서, 다시금 전문가용 체성분 분석기 수출이 주목받으며 17년 주가가 상승하였음.
- ⑥ : 18년부터 직접 영업(법인) 확대 전략을 위해서 딜러를 축소하는 과정에서 탑라인 성장이 둔화되며 주가 흐름이 부진하였음. 특히나 중국에서의 성장이 정체되었으며, 해외인력 확충 등으로 영업이익은 8년 만에 역성장하여 시장의 충격이 컸음.
- ⑦ : 코로나 이후 다시금 피트니스향 수출이 성장하며 주가 상승을 기다리고 있음.

InBody, 준비된 자에게 수출이 찾아온다!

2.1. 지금까지 1등, 앞으로도 1등

체성분검사
= 인바디

대중적으로 ‘체성분검사’는 곧 ‘인바디’로 불린다. 즉, 동사의 사명은 이미 보통명사로서 사용되고 있으며 체성분 분석기는 자연스럽게 InBody와 非InBody로 나누게 되었다. 특정 기업의 브랜드명이 보통명사로 사용되는 사례는 한 브랜드가 가질 수 있는 최고의 위상이다.

2.1.1. 체성분 분석기의 표준 기술을 세계 최초로 개발한 인바디

체성분 분석 표준 기술
세계 최초 개발

인바디의 브랜드 가치는 곧 InBody의 독보적인 기술력에서 발생한다. 동사는 현재까지도 체성분 분석의 표준으로 사용되는 기술을 1996년 세계 최초로 개발 후 특허 등록하여 지난 26년간 누구도 넘볼 수 없는 속도로 기술력을 발전시켜왔다. 임피던스 측정법(BIA)은 가장 널리 사용되는 체성분 분석 기술이며, 수분량에 따라 전기저항이 달라진다는 사실을 이용하여 체성분을 분석하는 방식이다.

InBody 출현 이전
부정확했던 측정

동사 출현 이전의 BIA는 정밀하지 못했다. 인체 부위별 차이를 고려하지 않고 단주파수를 사용했기 때문이다. 따라서 BIA는 정밀도와 재현도가 낮을 수밖에 없었고, 이를 성별, 연령과 같은 경험변수의 도입으로 제한적으로 해결할 뿐이었다. 경험변수의 도입도 측정집단에 따라 오차가 커져 근본적인 해결책이 되지 못했다.

체성분 분석의
패러다임을 바꾼 InBody

기술적 정체기에서 동사는 ‘부위별 직접 임피던스 측정법(DSM-BIA)’과 ‘다주파수 측정법’을 함께 구현한 InBody를 세계 최초로 개발하여 체성분 분석의 패러다임을 전환했다. 겨드랑이를 댄 채로 양손발에 전극을 접촉시키는 8점 터치식 전극법도 동사가 세계 최초로 개발한 것이다.

그림 2-1. 인체를 5개의 원통으로 가정하는 DSM-BIA



출처: 동사 홈페이지, SMIC 4팀

그림 2-2. 8점 터치식 전극법



출처: 동사 홈페이지, SMIC 4팀

정밀도 98.5% 이상
재현도 99% 이상

InBody는 독보적인 기술력을 갖게 되었고 경험변수도 필요 없어졌다. 이는 체성분 분석의 핵심 지표인 정밀도와 재현도가 보여준다. 정밀도는 측정값이 실제의 값과 얼마나 동일한가를 나타내며, 재현도는 재 측정 시 오차 없이 일관된 수치를 나타낸다. InBody의 정밀도와 재현

도는 각각 98.5%, 99% 이상으로 업계 최고의 수준이다.

2.1.2 독자적인 영업망 구축을 통한 시장 선점

혁신적인 기술 개발 이후 동사는 독자적인 영업망 구축에 나서면서 시장을 빠르게 선점해 나갔다. 동사의 초기 성장 전략은 대리점이었다. 90년대 후반부터 글로벌 국가와 대리점 계약을 맺고 수출 판로를 확보해 나갔다.

본격적인 성장은
대리점이 아닌 법인

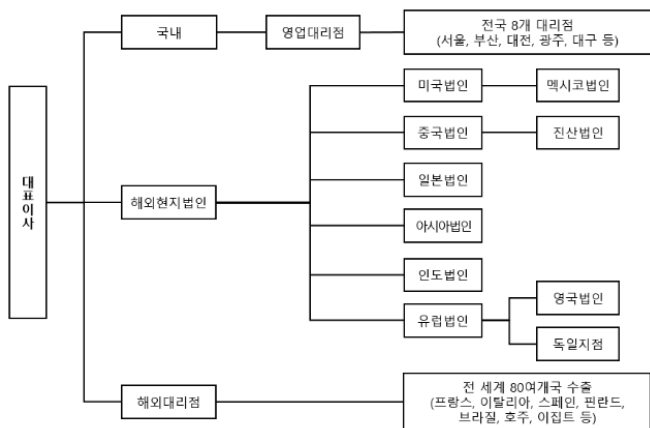
하지만 대리점은 근본적인 한계가 존재한다. 체성분 분석기는 해외에서 여전히 인지도와 이해도가 낮은 제품이므로 InBody의 가치와 필요성을 고객에게 알려주면서 직접 시장을 개척해야 한다. 하지만 현지 딜러들은 인바디의 사용법과 체성분에 대한 이해도가 낮아 이 역할을 충실히 수행할 수 없다. 따라서 본사 영업사원들이 직접 발로 뛰며 네트워크를 형성하는 것이 필수불가결하고, 그 점에서 해외 영업의 핵심은 법인의 설립이라고 할 수 있다.

법인 설립 이후
해외 매출 본격 확대

실제로 동사의 과거 해외 매출 추이를 보면 법인 설립을 기점으로 본격적인 외형 확대가 이뤄지는 모습을 확인할 수 있다. 동사는 2017년 네덜란드에 유럽 법인을 설립하면서 유럽 공략에 나섰다, 2017년 80억 미만이던 유럽 매출은 2021년 180억까지 성장했다. 또한 19년에 미국법인의 자회사 형태로 멕시코법인을 설립하면서 중남미 시장 공략에 나섰다, 멕시코와 중남미 지역 매출은 19년 60억 미만에서 21년 90억으로 성장했다.

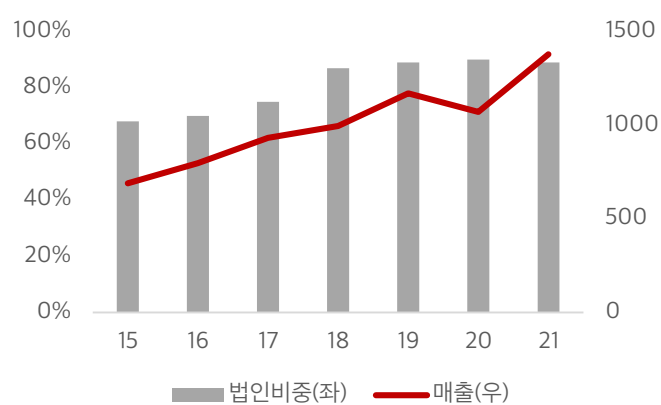
작년에도 유럽의 경우 영국지사를 법인으로 전환하여 고성장중인 유럽 시장에 더욱 집중하는 모습이다. 이처럼 동사는 전세계적으로 법인의 확대를 통해 영업망을 선점했고, 현재도 그 영향력을 넓히는 중이다. 그와 함께 법인 매출 비중과 매출 모두 꾸준히 상승하고 있다.

그림 2-3. 동사 판매조직도



출처: 동사 사업보고서, SMIC 4팀

그림 2-4. 법인매출비중, 매출 추이 (단위: %, 억)



출처: 동사 사업보고서, SMIC 4팀

법인 설립 → OPM 상승

또한 법인 설립을 통한 영업망 구축은 장기적으로 OPM에도 긍정적인 영향을 끼친다. 고정비의 비중이 커지므로 매출이 늘수록 영업 레버리지가 발생하기 쉽기 때문이다. 앞서 살펴봤듯이 동사의 경우 법인 설립이 곧 매출 증가로 이어지고, 이것이 OPM의 증가로 이어진다. 실제 동사의 GPM은 꾸준히 70% 수준인 동시에 법인 매출 비중이 늘면서 영업이익률은 11

년 12.38%에서 21년 26%까지 상승했다.

2.1.3. 그들의 Needs를 정면공략

직접적 고객사는
헬스장과 병원

의료기기 특성상 InBody의 직접적인 고객사는 헬스장과 병원이다. 그렇다면 병원과 헬스장이 체성분 분석기를 사용할 동기는 무엇인가? 우선 병원 중에서도 비만클리닉과 건강클리닉에서는 환자의 상태를 정확히 진단하고 처방을 내리기 위해 체성분 분석기가 필요하다. 체내 근육량을 통해 영양 상태를 체크하고 수분과 단백질, 뼈 및 지방 등의 개별 성분을 정량적으로 산출해야 하기 때문이다. 최근 빠르게 증가하는 과체중 인구와 건강에 대한 선풍적인 관심은 InBody 수요에 기름을 부었다.

전문 의료원은
만성 질환자 효율적 치료

전문 의료원에서는 체성분 분석기를 활용해 만성 질환자들을 효율적으로 치료할 수 있다. 당뇨 및 혈압 환자에게는 영양관리를, 투석환자에게는 부종 관리를, 암환자에게는 체수분 관리를 체성분 분석기로 모니터링할 수 있다. 이 데이터를 기반으로 환자가 매 끼니 섭취해야 할 영양가이드를 제시해준다. 실제로 일본에서는 혈액속 노폐물을 제거하고 적당량의 수분을 유지시켜야 하는 신장 환자들을 치료할 때 기존에 대부분 의사의 감에 의존했다. 그러나 체내 수분량을 수치화해주는 인바디의 도입은 일관적인 투석 기준을 정해주었다.

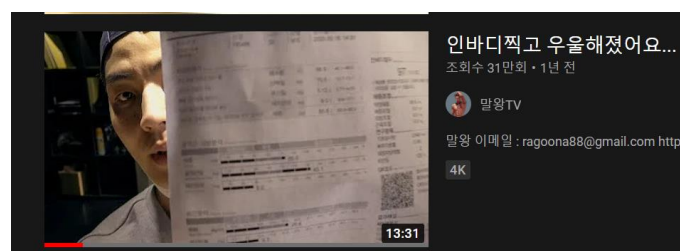
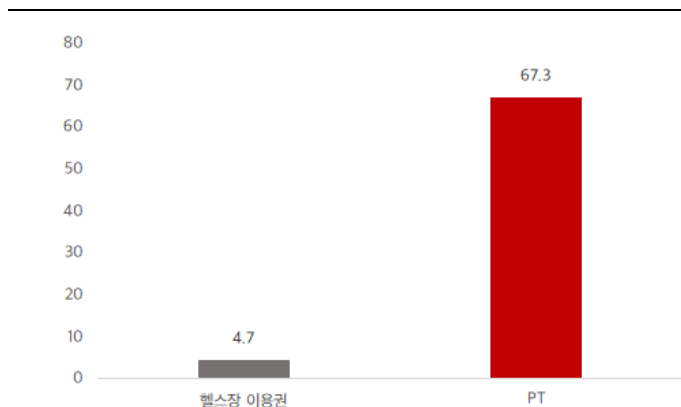
고수익성 사업
PT 유치에 유리

병원보다 InBody를 더욱 반기는 곳은 헬스장이다. 그들은 크게 두 가지 요인에서 체성분 분석기에 높은 지불 용의를 보인다. 첫째는 고수익성 사업인 PT 산업을 유치하기 위해서이다. 헬스장 입장에서 PT 사업은 ASP가 높고 신규 고객을 유치할 수 있다는 점에서 매출 증대에 큰 기여를 한다. 그러한 상황에서 InBody를 구비한 헬스장은, 회원의 상태를 부위별로 진단하고 PT의 효과도 과학적으로 확인시켜 줄 수 있기에, PT 판매를 더욱 증대시킬 수 있다.

그림 2-5. 인당 한달 평균 비용

(단위: 만원)

그림 2-6. 헬스장 인바디 인증 문화



출처: 한국소비자원, SMIC 4팀

출처: 유튜브 말왕 TV

보급률 증가에 따른
고객층 확대

두번째로 InBody를 두는 것은 PT 산업을 넘어 그 자체로써 헬스장의 경쟁력이다. 처음에는 운동 초보인 신규 PT 고객을 위해 구매했던 InBody의 보급률이 늘어나면 더 넓은 스펙트럼의 고객을 공략할 수 있다. 예컨대 기존에 운동을 오래한 헬스 매니아에게도 기기가 인식되면서 스스로 자신의 몸 상태를 모니터링하고 추후 운동계획을 짤 수 있다. 이처럼 InBody의 침투율이 높아질수록 체성분 분석기는 더 이상 선택사항이 아닌 필수재가 될 것이다. 주변 헬스장들은 모두 구비한 체성분 분석기를 갖추지 않으면 경쟁에서 뒤쳐지기 때문이다.

2.1.4. 동사의 견고한 해자

그렇다면 앞에서 살펴본 동사의 영향력이 앞으로도 이어진다고 장담할 수 있을까? 특히, InBody의 특허 만료에 따른 경쟁자 유입을 우려하는 시각이 많다. 이에 본 문단에서는 동사의 견고한 해자를 입증하며 그러한 우려를 잠재울 것이다.

특허 만료에 대한
시장의 우려

우선, 시장의 가장 큰 우려인 특허 문제부터 짚고 넘어가자. 동사가 체성분 분석의 패러다임을 바꿨던 특허들은 대부분 1997년~2002년에 출원되었다. 특허는 출원일로부터 20년이 지나는 시점에 소멸되므로 해당 특허들은 현재 대부분 소멸된 상황이다. 따라서 동사의 독보적인 기술력이 드디어 따라 잡히는 것이 아닌가하는 우려의 목소리가 등장하기 시작했다. 하지만 본 보고서는 그 가능성이 낮다고 판단한다.

해자의 본질은
자체적인 알고리즘

특허는 InBody의 표면적 해자일 뿐, 해자의 본질은 자체적인 알고리즘에서 나온다. 전류를 흘려보내는 방식이나 측정된 저항값을 체성분 데이터로 변환하는 방식 등의 알고리즘은 특허로 가시화될 수 없는 동사 고유의 기술력이다. 게다가 동사는 지난 26년간 쌓인 노하우와 누적 데이터를 바탕으로 알고리즘의 정교함을 더욱 높여왔다. 이는 최근에 들어서야 특허를 모방하기 시작한 경쟁사들이 하루아침에 따라할 수 있는 게 아니다.

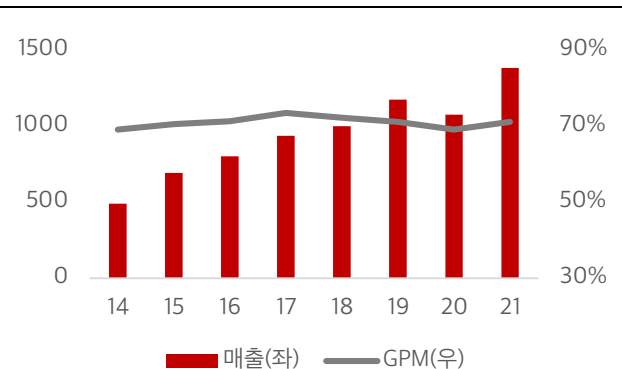
그림 2-7. 동사의 2가지 핵심 특허



출처: KIPRIS, 동사 사업보고서, SMIC 4팀

그림 2-8. 동사 매출, GPM 추이

(단위: 억 원)



출처: 동사 사업보고서, SMIC 4팀

핵심 특허 소멸 이후에도
멈추지 않은 성장

핵심 특허의 소멸 이후에도 동사의 성장은 멈추지 않았다. InBody의 핵심 특허는 제123408호와 제161602호이며 각각 2014년 9월 15일, 2015년 6월 24일자로 특허가 소멸되었다. 이후 8점 터치식 전극법을 이용한 DSM-BIA 방식을 모방하지 않는 업체가 없다. 하지만 동사의 이익률과 성장성 모두 훼손되지 않았다. 14년부터 21년까지 동사 매출은 15.95%로 꾸준히 성장하고 있으며, GPM도 70% 수준으로 유지되어 가격 결정력도 전혀 훼손되지 않았다.

나아가 브랜드 파워, 의학계에서의 레퍼런스, 규제 산업이라는 3가지 요소는 동사의 해자를 더욱 더 공고히 만들어준다.

① 브랜드 파워

견고한

Position Defense

가장 대표적으로는 동사의 막강한 브랜드 파워가 있다. 즉, 소비자들에게 체성분 분석기는 곧 InBody다. 덕분에 동사는 존재 자체가 진입장벽인 “Position Defense” 효과를 누릴 수 있다.

구글/구글링과 인터넷 검색이, 레고와 블록 장난감이, 에프킬라와 살충제가 동일시되는 경우가 대표적인 예시다. 실제로 레고는 보통 명사화 이후 경쟁사들을 압살하며 블록 장난감 시장을 독점했다. 2022년 전체 장난감 시장 브랜드 가치에서 레고는, 2위와 3.45배의 차이를 기록하며 1위에 올랐다.

InBody 역시 보통명사화가 된 상황 속에서 존재 자체만으로 현재와 잠재적인 경쟁사들에게 거대한 진입장벽이다. 소비자들의 뇌리 속 체성분 분석기는 곧 InBody인 상황 속에서 과연 헬스장 업체에서 타사의 제품을 선뜻 선택할 수 있을까?

② 의학계에서의 레퍼런스

학계에서의 레퍼런스
= 신임

두번째로는 학계에서의 레퍼런스다. 학계에서 표준이 되어야만 헬스장과 병원, 그리고 궁극적으로는 소비자들에게 인정을 받을 수 있다. 학계에서 더 많은 기반의 논문 수가 이들에게는 제품에 대한 신임을 의미하기 때문이다.

동사의 제품은 이미 전세계 학계에서 경쟁사들 대비 그 우수함을 인정받았다. 전 세계적으로 인체 내 영양, 수분 균형 등을 다루는 체성분 관련 논문은 99% 이상 동사 장비를 활용하는 것으로 집계된다. 그리고 의학계 내 독보적인 입지는 시간이 갈수록 강해지는 구조다. 체성분 분석의 표준이 이미 동사 장비인 상황이다. 여기서 다른 장비를 이용한다면 연구와 논문의 신뢰성을 잃을 수 있다. 즉, 경쟁사들은 학계를 뚫기도, 그리고 연쇄적으로 헬스장과 병원들을 공략하기도 어렵다.

동사의 견고한
선점효과

예컨대 까다롭기로 유명한 일본 의료기관에 놓인 체성분 분석기 10개 중 9개가 동사 제품이며, 일본에서 인바디 제품을 활용한 체성분분석 논문만 1,000여개다. 결국 병원에 널리 보급된 동사의 체성분 분석기를 기반으로 더 많은 연구가 진행되고, 이 표준에 맞추기 위해 새 병원들이 동사를 채택하는 구조 속에서 인바디는 더욱 견고한 선점 효과를 구축해 나간다.

③ 규제 산업

까다로운 조건의
인허가

상술했듯 의료기기는 규제 산업이다. 단순히 특허를 보유한 것만으로는 부족하다. 공신력 있는 기관에서 공식 인허가를 얻어내기란 하늘의 별 따기다. 예컨대 동사의 미국 진출의 경우 1998년 “8점 터치식 전극법” 기술에 대한 특허를 획득하고 1999년 미국 UL(안전규격)을 인정받았음에도 FDA 인증을 받지 못했기 때문에 LA 법인은 반 년 만에 문을 닫아야만 했다. 이에 동사는 2000년부터 FDA의 인허가를 받기 위해 노력했으나, 그 기기를 활용한 충분한 임상 자료와 SCI급 논문들이 있어야 한다며 거듭 퇴짜를 맞았다. 3년간 한국과 일본 학회를 공략하며 많은 의사들이 인바디를 활용한 논문을 쓰도록 지원한 결과, 비로소 3년 5개월만에 FDA의 승인을 받을 수 있었다.

업계 선구자였던 동사마저도 인허가를 받는데 많은 시간과 자본이 필요했다. 동사는 이미 미국의 FDA, 일본의 JPAL, 유럽 CE 등 선진국 시장에서 요구하는 의료기기 승인을 모두 거쳤다. 인허가 여부의 기준인 충분한 임상 자료와 기기를 활용한 논문 자료들의 패러다임을 InBody가 이미 장악한 상황 속에서, 경쟁사가 인허가를 따는 것은 동사의 초창기 때보다 더욱 어려울 것이다.

2.1.5. 경쟁사 분석

강해져만 가는
독점적 지위

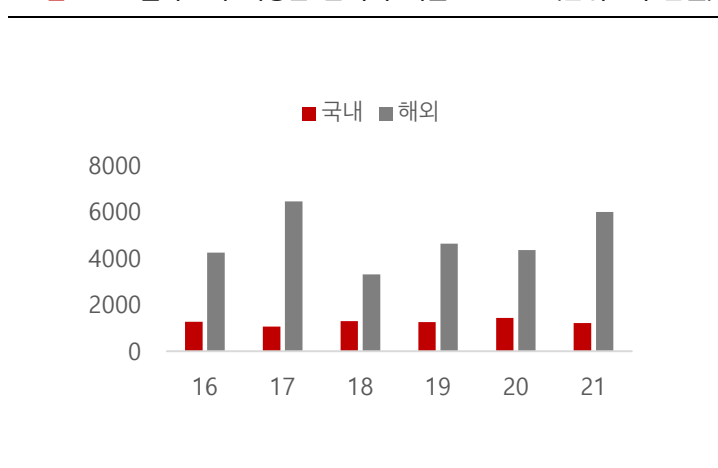
국내는 2000년대 초반 10여 개의 업체들이 경쟁했지만 동사가 시장을 거의 독점하면서 현재는 동사, 셀바스헬스케어(이하 셀바스), 메디아나만이 영업을 하는 형국이다. 하지만 2개 업체도 매출 규모와 성장성이 매우 낮아 동사의 상대가 되지 못한다. 메디아나의 주력 제품은 환자감시장치와 응급의료시스템이며 체성분 분석기는 시중에 판매되지도 않는다. 체성분 분석기 매출도 미미하다.

성장성이 없는 경쟁사

셀바스는 누적 데이터를 바탕으로 예상 질병을 예상하는 AI 체성분 분석기를 출시하며 전문가용 분석기 시장에 본격적으로 뛰어 들었다. 당시에는 동사의 핵심 특허 만료와 셀바스의 AI 기술로 인해 우려의 시각이 많았지만 셀바스는 전혀 동사를 따라잡지 못했다. 셀바스의 체성분 분석기 매출은 규모도 작고 성장성도 없다. InBody의 매출이 국내외로 꾸준히 성장한 것과 대조되는 대목이다.

그림 2-9. 셀바스의 체성분 분석기 매출

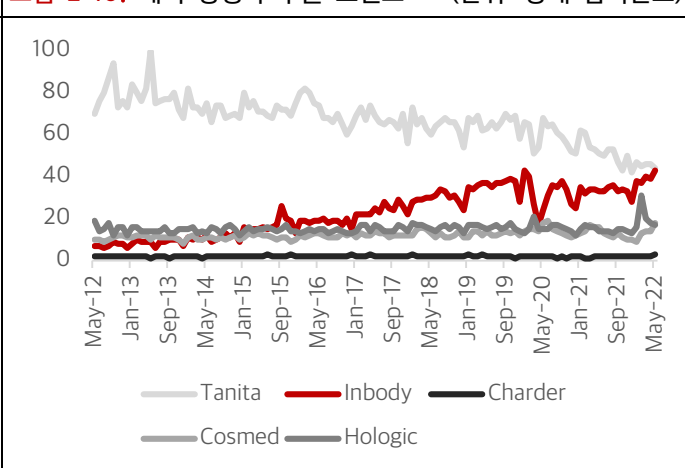
(단위: 백 만원)



출처: 셀바스헬스케어 사업보고서, SMIC 4팀

그림 2-10. 해외 경쟁사 구글 트렌드

(단위: 상대 검색빈도)



출처: 구글 트렌드, SMIC 4팀

기술력, 가격경쟁력
InBody 승!

이는 셀바스가 기술력과 가격경쟁력 모두 동사에 비해 뒤쳐지기 때문이다. 경험변수를 사용하지 않는 동사와 달리 셀바스의 제품은 여전히 성별, 연령 등의 경험변수를 활용하고 있다. 또한 셀바스는 BC300, BC380, BC720 3가지 제품을 판매하고 있고 각각의 소비자 가격은 220만원, 310만원, 1600만원 수준이다. 동사 주력 제품인 InBody270, InBody770 각각의 소비자 가격이 280만원, 1700만원이므로 셀바스는 동사 대비 가격적인 메리트도 크지 않다.

해외의 경우 대표적인 경쟁사로 대만의 Charder, 일본의 Tanita가 존재한다. 두 기업 모두 정밀 저울 판매기업으로, Charder는 19년부터 전문가용 체성분 분석기 시장에 진출한 것으로 파악되고 Tanita는 20년 이상 체성분 분석기를 판매한 오랜 경쟁사이다.

해외경쟁사도
무서울 것 없다!

먼저 Charder의 경우 3가지의 전문가용 체성분 분석기를 판매하는데, 이중 미국의 FDA와 유럽의 CE를 통과한 제품은 보급형 제품 하나뿐이다. 또한 미국과 유럽 헬스장 내에서 유의미한 점유율을 차지하지 못하고 있는 것으로 파악된다. Tanita는 전문가용 체성분 분석기보다는 일본 내 가정용 체성분 분석기가 주요한 제품이다. 또한 일본 내에서 이미 Tanita가 가정

용 점유율이 매우 높았던 상황에서 동사가 전문가용 체성분 분석기로 빠르게 침투한 것을 보았을 때, Tanita는 전문가용 체성분 분석기에서 경쟁력이 높지 않다. 이외에 BodyStat, Cosmed SRL, Hologic 등이 전문가용 체성분 분석기를 판매하지만 노인과 어린이가 주 대상이거나 누워서 측정해야 하는 등 헬스장에서 사용하기에 어려운 제품을 파는 경우가 많다.

검색량도
가장 강력한 동사

전세계 구글 검색량을 살펴볼 수 있는 구글 트렌드를 살펴봐도 InBody의 강세가 두드러진 다. Charder, Cosmed와 Hologic의 검색 트렌드는 10년 내내 매우 저조하다. 즉, 소비자의 관심을 살펴봐도 꾸준히 성장하는 것은 InBody이다. 전술한 동사의 기술력, 영업망, 해자를 고려한다면 동사는 해외에서도 한국의 성장 스토리를 그대로 반복할 확률이 높다고 판단한다. 즉, 걱정의 주체는 동사가 아니라 경쟁사가 되는 것이 타당해 보인다.

2.2. Why now 인바디? 이제 구조적 성장의 초입이다!

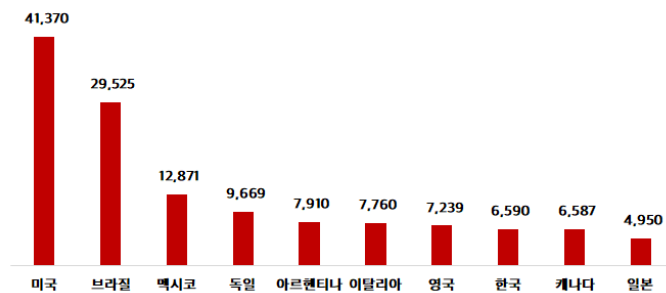
서양 수출 무대에서
역량을 발휘하지
못하는 InBody

앞선 논리를 종합하면, 동사의 제품은 영업망 투자가 집행된다면, 언젠가는 지역의 모든 피트니스 센터에 100% 침투할 잠재력을 지닌 상품이다. 그러나, 동사는 **내수 시장 이후로 진출한 수출 무대에서 기존만큼의 성과를 내지 못하였다**. 특히 서방의 헬스 시장은 크기의 측면에서 상방이 뚜렷하기에 동사 역시 Key Market으로 설정하고 적극적인 영업을 진행했으나, 아직까지 시장 침투율이 5~20%에 불과하다.

내수 시장의 포화 이후 동사 성장의 Key는 수출이기에, 향후 해외 시장에서의 활약 여부는 투자자들의 우려가 집중되는 부분이다. 이번 절에서는 왜 지금까지 해외 시장, 특히 **Key Market인 미국, 유럽, 중남미에 집중하여 기존 부진의 원인을 분석할** 것이다. 그리고 현재 해당 pain point가 사라졌으며, 이제 침투율을 막힘없이 확대해 나갈 일만 남았음을 보이겠다.

그림 2-11. 2021 국가별 보유 헬스장 수

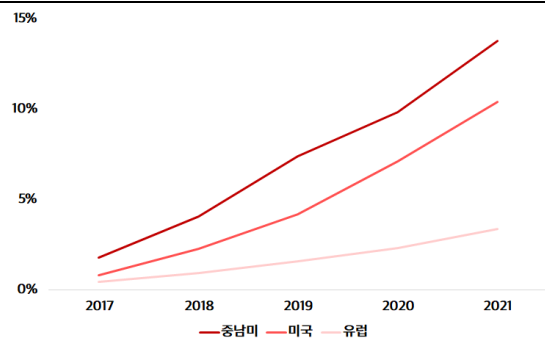
(단위: 개)



출처: Statista, SMIC 4팀

그림 2-12. 국가별 InBody 역내 헬스장 침투율

(단위: %)



출처: 동사 사업보고서, SMIC 4팀 추정

2.2.1. InBody 침투를 위한 Key Factor?

성공 시장으로 분석한
InBody 확산의
Key Factor

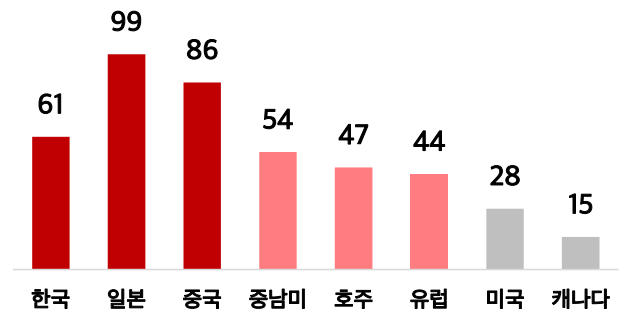
InBody의 헬스장 포화도가 Maximum까지 형성된 시장은 국내와 일본이다. 국내의 경우, 1996년 사업 개시 이후 한방병원과 건강검진센터를 시작으로 헬스장향 매출 역시 꾸준히 성장하였다. 2018년을 전후로 동사의 누적 장비 출고 개수가 국내 헬스장 점포 수의 80%이상을 도달하였던 것으로 추정된다. 차례로 일본 시장에 진출하였는데, 국내의 이력을 뛰어넘는 빠른 침투율을 보였다. 본 보고서는 이를 두 가지 Key Factor의 영향으로 분석하였다.

그림 2-13. 일본 대형 프랜차이즈별 PT 유무

대형 프랜차이즈 상호명	점포수	비중	1:1 PT
코나미	376	6%	O
Gold's gym	100	2%	X
Anytime	900	15%	O
센트럴	244	4%	O
더 버스	8	0%	X
르네상스	172	3%	X
팁네스	169	3%	O
커브스	2000	32%	O
NAS	70	1%	O
RIZ	129	2%	O
메갈로스	50	1%	O
PT비중	3938	64%	

출처: 동사 사업보고서, SMIC 4팀

그림 2-14. 국가별 운동인구 1인당 지출액 (단위: \$)



출처: CashNet USA, SMIC 4팀

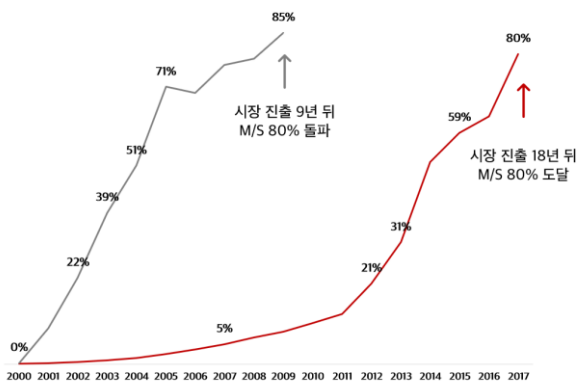
Key Factor ①
1:1 PT 수요 있는
헬스 초보의 비중 ↑

먼저 전문적인 수준으로 운동하는 인구보다 초보자의 비율이 높다. 이는 1:1 PT 강습에 대한 수요로 이어지는데, 단순 회원권보다 ASP가 높은 상품으로 판매되기에 지역 내 존재하는 헬스장의 대부분이 PT상품을 보유하게 된다. 운영자 입장에서는 당연히 InBody를 구비해 놓고, 데이터에 기반해 용이한 상품 판매를 유도한다. 실제로 일본을 비롯한 동양권 시장은 운동 인구 1인당 지출액이 서양 시장의 수치보다 유의미하게 높은 편이다.

Key Factor ②
대형 프랜차이즈
헬스장의 과점 형태

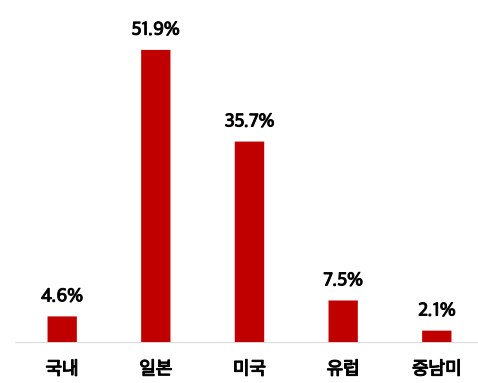
뿐만 아니라 눈에 띄는 부분은, 긴 Timespan을 두고 성장한 국내보다 일본에서 약 2배 더 빠른 속도로 점유율을 늘려 나갔다는 이력이다. 이를 통해 동사 제품의 침투 속도를 가속화시키는 변수를 추론할 수 있다. 바로 역내 헬스장 점포 가운데, 다수의 지점을 한 번에 운영하는 대형 브랜드 사업자(이하 프랜차이즈)의 점유율이 높음에서 기인한다.

그림 2-15. 내수 vs 일본 시장 Inbody 침투율 추이 (단위: %)



출처: 동사 사업보고서, SMIC 4팀

그림 2-16. 프랜차이즈 헬스장 비중(2016 점포 수, 단위: %)



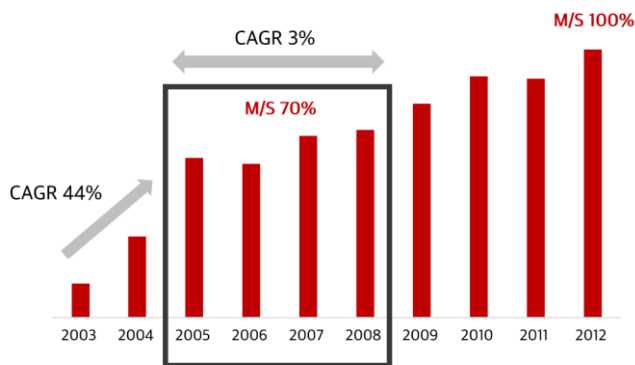
출처: Statista, SMIC 4팀

영업망 투자 효과의
기폭제: 대규모 납품

일본 시장 진입 초기, 동사는 전국적인 지점망을 갖춘 프랜차이즈를 핵심 공략 대상으로 삼았다. 2001년 3위 사업자 '르네상스', 이듬해 4위 사업자 '팁네스'와의 일괄 주문 계약을 시작으로 다른 프랜차이즈 체인에서도 앞다투어 주문에 나섰다. 잇따른 대규모 납품 계약은 고객사의 전 지점에 InBody를 침투시켰으며, 동사의 영업망 투자 효과를 빠르게 가시화시켰다.

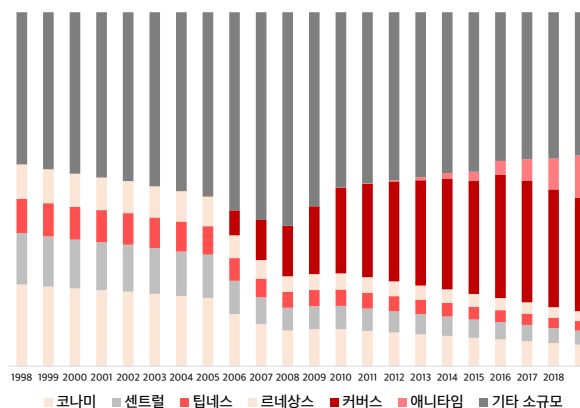
그림 2-17. InBody 일본 침투율 둔화

(단위:%)



출처: 동사 사업보고서, SMIC 4팀 추정

그림 2-18. 일본 프랜차이즈 상위 5개사 점유율 추이 (단위:%)



출처: 각 사 사업보고서, SMIC 4팀

일본시장 확대 침체기 = 프랜차이즈 점유율 잠식 시기

동사의 영업에 프랜차이즈 사업자의 비율이 미치는 영향은 지대하다. 동사의 일본 진출 스토리를 좀더 세부적으로 조망하면, 점유율 50% 부근을 벗어나지 못하던 침체기가 존재한다. 이는 일본 현지 소규모 업체의 시장 진입 활황으로 인한 프랜차이즈 Top 4개사(코나미, 센트럴, 팁네스, 르네상스)의 점유율 잠식이 나타났던 2005-08년 시기와 동일하다. 이후 커브스, 애니타임 등 미국 프랜차이즈 업체의 적극적인 시장 진입과 더불어, 동사의 점유율 침투 추이도 동행하며 회복하였다. 이후 수월하게 M/S 100%를 달성한 모습이다.

미국 시장 부진 원인 → Key Factor ① PT 수요 부재

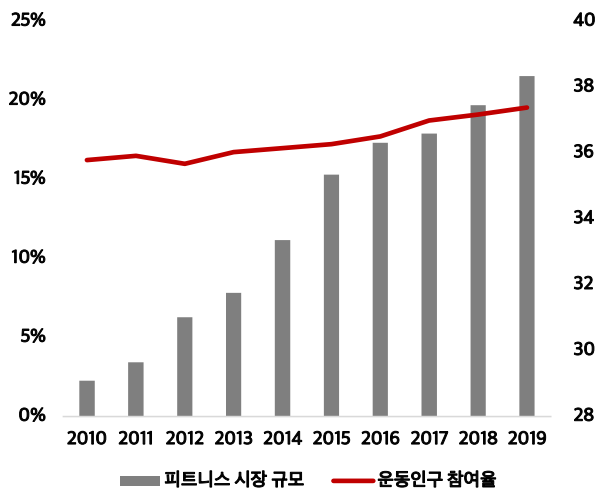
성공 시장에서 얻은 Framework를 기반으로, 동사의 Key 시장이었던 미국, 유럽, 중남미 시장 각각에서 동사의 장비가 부진하였던 원인을 분석해 보자. 먼저 미국의 경우, 헬스 마니아층과 비(非)헬스인구의 편차가 매우 심한 문화적 특성에서 기인한다. 그간 미국 내 지배적인 헬스장 프랜차이즈는 상당히 마초적이고 거친 분위기로 구성되었다. 역대 대표적인 사업자 'Gold's gym', 'Equinox' 등은 'Jock Gym'이라는 문화로 불리며, 헬스 마니아층만을 타겟팅하는 시설과 분위기로 진입 장벽이 높은 문화였다. 이에 헬스장을 뜻하는 '짐(Gym)'과 두려움을 뜻하는 '인티미데이션(Intimidation)'의 합성어 '짐티미데이션(Gymtimidation)'이 있을 정도로, 헬스장 초보 입장에서 처음 올 때의 부담감이 컸다.

'Jock gym'들은 추가 고객 유치를 위해 보유 점포에 InBody를 구비할 필요가 없다. 주요 이용자들은 모두 이미 운동을 수준급으로 하기에, 1:1 PT 강습이 판매되지 않기 때문이다. 이러한 추이는 그림 [2-14]에서 전술하였듯 미국, 캐나다 등의 북미 시장의 낮은 1인당 지출금액과, 마니아층 타겟팅 중심의 성장으로 시장 규모는 빠르게 성장하였으나 동기간 헬스 참여인구 자체는 20% 선에서 정체되었던 수치로 나타나기도 한다.

그림 2-19. 미국 헬스시장 규모, 참여율

(단위:십억\$, %)

그림 2-20. 기존 미국 역내 대표 프랜차이즈 Gold's gym



출처: Statista, SMIC 4팀



한국 헬창들이 미쳐버린다는 그 유명 헬스장에 왔습니다. 【베니스 골드짐】
조회수 86만회 · 4개월 전

호주타잔 Modern tarzan

골드짐 #미국여행 Instagram: @Jun_tarzan
https://www.instagram.com/jun_tarzan/ Email...

4K 자막

출처: Youtube, SMIC 4팀

유럽, 중남미 부진 원인
→ Key Factor ②
프랜차이즈 점유율 ↓

또다른 Key Market인 유럽과 중남미는 미국만큼 PT 강습에 대한 수요가 낮은 것은 아니었다. 그림 [2-14]에서 전술하였듯 유럽과 중남미 시장은 운동인구 1인당 평균 결제액도 국내와 비슷한 수준이며, 특히 동유럽권의 GDP 상승으로 초보 운동인구의 시장 유입이 가팔랐다. 그러나 [2-16]처럼 매우 낮은 프랜차이즈 사업자의 비율이 InBody 확산의 주요 허들로 작용하였다.

특히 중남미 시장은 프랜차이즈 상위 4업체의 독점 구조로 발전하였다. 그러나 이들의 BMI 소수의 점포+마니아층 타겟팅에 국한되어 점포 수 기준의 비중이 2% 수준에 머물렀다. 실제로 진출 이후 영업망 투자를 계속하였으나, 초창기 국내의 속도와 비등하게 올라오고 있다. 매출 Top-Line은 분명 성장하고 있으나, 일본의 경우만큼 빠르게 침투하지는 못하였다.

2.2.2. 미국, 유럽, 중남미 변화의 시작!

① 미국

코로나 19 영향
마초적 헬스장 문화
→ 대중적 헬스장 문화

코로나19는 앞서 언급한 미국의 마초적 헬스장 문화를 대중적 헬스장 문화로 전환하는 기폭제였다. 사람들은 건강과 웰빙에 더 많은 관심을 가지게 되었고, 팬데믹 기간 동안 사람들은 일명 '홈트'를 찾기 시작하였다. 이에 대표적인 홈트 기업 Peloton의 주가는 2020년 434%까지 상승하기도 하였다. 그러나 엔데믹이 진행됨에 따라 2021년 Peloton의 가입자 수 증가세는 둔화되었고, 회원 이탈률까지 높아졌다.

엔데믹으로 오프라인
+ 헬스 입문자들에게
마초적 헬스장은 두려움

이는 코로나19 상황이 개선되며, 홈트로 운동에 입문한 사람들이 오프라인 헬스장을 찾기 시작하였기 때문이다. 같은 시기 미국의 오프라인 헬스장 대표 기업인 Planet Fitness에 주목할 필요가 있다. 이들의 회원 수는 코로나 이전 수준을 돌파하며 빠르게 성장했는데, 이는 앞서 언급한 미국의 마초적 헬스장 문화와 연결지을 수 있다. 기존 미국의 헬스장 문화였던 마초적 헬스장은 앞서 언급한 특성들로 인해 이제 막 헬스에 입문한 사람들에게는 문턱이 높은 헬스장이었기 때문이다.

그림 2-21. 미국의 마초적 헬스장



출처: 언론보도종합

그림 2-22. 미국의 대중적 헬스장



출처: 언론보도종합

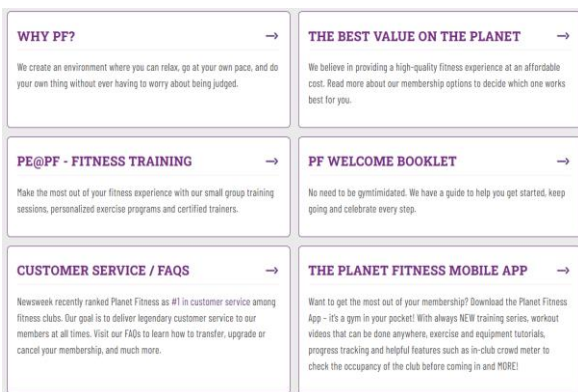
헬스 산업 패러다임 변화
Niche Market
→ Mass Appeal

즉, 대중적 헬스장에 대한 수요가 증가한 것이다. 이 같은 Needs 충족에 앞장서는 대표적 프랜차이즈 기업은 Anytime Fitness와 Planet Fitness이다. 이들은 헬스장 내 문화와 영업방식도 마초적 헬스장과는 다르게, 누구나 편하게 찾을 수 있는 환경이다. 실제로 2021년 Planet Fitness의 순증가한 회원의 40%가 헬스장에 처음 온 초보들이며, 두 공룡 기업의 주도로 대중적 헬스장은 기존의 마초적 헬스장 문화를 뛰어넘어 주류로서 자리매김하였다. 여러 오프라인 헬스장 기업들 중 Planet Fitness의 실적이 빠르게 회복하며 성장한 것이 그 방증이다.

대중적 헬스장 문화 특성
① PT 강습 적극적

대중적 헬스 문화를 표방하는 해당 기업들은 크게 두 가지 특성을 지닌다. 첫째, PT 강습에 적극적이다. 주 Target이 입문자이기 때문에 회원들에게 운동과 관련한 여러 서비스를 제공하고 있다. 기존의 마초적 헬스장은 앞서 언급했듯이 PT 강습에 소극적인 특성이 있다. 즉, InBody를 구매할 유인이 크지 않았다. 따라서 대중적 헬스장 문화로 그 중심이 옮겨 감에 따라, InBody에 대한 수요가 늘어날 것이다.

그림 2-23. Planet Fitness 홈페이지 fitness training 설명



출처: Planet Fitness 홈페이지

그림 2-24. Anytime Fitness의 InBody 마케팅



출처: Anytime Fitness 홈페이지

대중적 헬스장 문화 특성
② 많은 점포 수의 확보와 빠른 확장

둘째, 기존 프랜차이즈들보다 점포 수를 많이 확보하고 빠르게 확장하는 특성이 있다. 이들은 마초적 헬스장에 비해 Targeting하는 고객들의 층과 인구 수가 많아 접근성 확보가 가장 중요하다. 이에, 현재 미국 내 Anytime Fitness는 2,516개, Planet Fitness는 2,197개의 헬스장을

보유하고 있다. 특히 Planet Fitness는 2015년 이후 1,000개가 넘는 헬스클럽을 개장했으며, 동기간 Gold's Gym, Lifetime Fitness와 같은 프랜차이즈들이 약 200개의 신규 헬스장을 개장한 것과 비교해 그 확장 속도가 빠르다는 것을 알 수 있다.

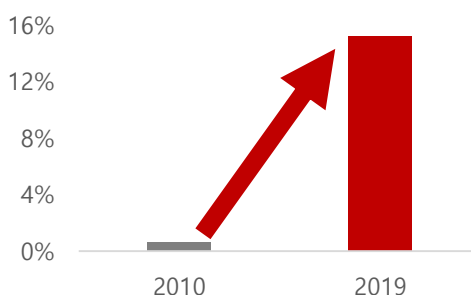
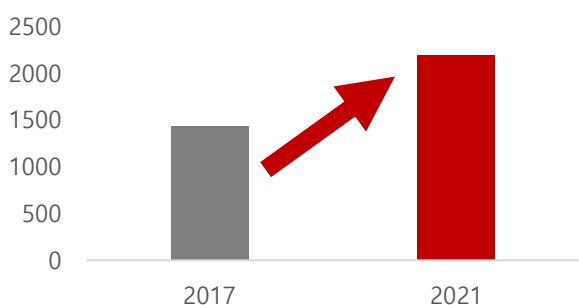
대중적 헬스장 문화
2.2.1의 두 가지 Key
Factor 모두 충족

요약하자면, 미국 내 새로이 자리잡은 대중적 헬스장 문화는 앞서 서술한 두 가지 Key Factor를 모두 충족한다. 먼저 PT 강습에 적극적이므로 InBody에 대한 수요가 높으며, 그 변화의 중심에 프랜차이즈 기업들이 서 있기 때문에, 그동안 미국 시장에서 맛보지 못한 프랜차이즈 효과까지 볼 수 있는 것이다. 또한, 여러 시장에서 보여줬은 InBody의 특성상, 대중적 헬스장을 통한 침투가 이루어진 뒤에는 마초적 헬스장에서도 순차적으로 침투가 이루어질 것으로 예상된다.

그림 2-25. Planet Fitness 점포 수 변화

(단위:개)

그림 2-26. 중남미 내 대중적 헬스장 시장점유율 변화



출처: Planet Fitness 사업보고서, SMIC 4팀

출처: IHRSA, SMIC 4팀

② 유럽 & 중남미

유럽은 미국에 비해 헬스장 시장 내 프랜차이즈 점유율이 낮은 지역이었다. 그러나 최근 몇 년 간 프랜차이즈 점유율이 빠르게 상승하고 있다. 유럽 내 시장 규모 3위인 영국의 The Gym은 21년 회원 수 기준 시장 점유율 19%를 기록하였다. 이는 대중적 헬스장을 통해 빠르게 점포 수를 늘린 것에 기인했다. 프랑스와 네덜란드, 벨기에 등에서는 BASIC-FIT이 마찬가지로 대중적 헬스장을 통해 시장 점유율 20%를 달성하였다. 이에 따라 유럽 헬스장 시장 내 프랜차이즈 비율이 빠르게 증가하며, 유럽향 InBody 수출 역시 빠르게 성장하고 있다.

미국에 비해 헬스장 시장 내 프랜차이즈 점유율이 낮은 지역이었던 중남미에서는 Smart Fit이라는 업체가 대중적 헬스장을 통해 빠르게 점포 수를 늘려갔다. 5년 만에 중남미 시장 점유율 1위가 되면서, 글로벌 순위에서는 18위에서 4위까지 올라갔다. 또한, 미국의 Planet Fitness와 유사하게 헬스 입문자와 회원에 친화적인 헬스장 문화를 구축했다. 2위 업체인 BODYTECH과는 회원 수 규모 차이가 7.6배에 이를 정도로 큰 격차를 벌리며 빠르게 성장했다. 이에 따라 중남미 시장 내 프랜차이즈 비율도 빠르게 상승했고, 중남미향 InBody 수출 역시 빠르게 성장하고 있다.

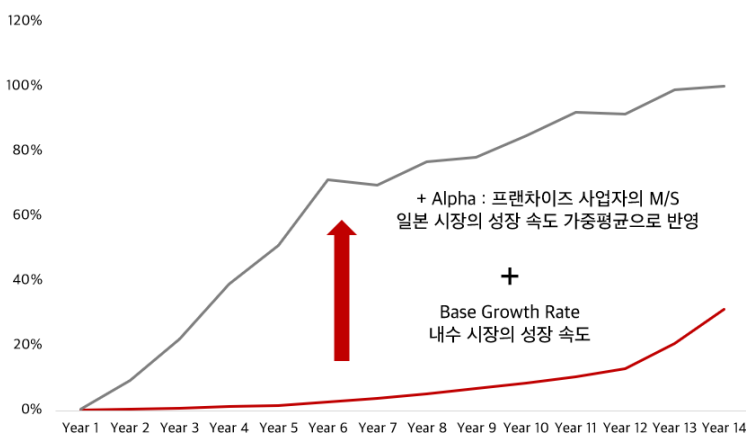
2.3. 체성분 분석기 수출액 추정

2.3.1. 기본 추정 논리

추정 논리 ①
현재 지역 침투율
해당하는 내수시장
시점 성장률 적용

동사의 주력 제품은 소비재로서, 제조업처럼 정량적인 분석이 어렵다. 그러나 본 보고서가 주장하였듯 InBody는 시장에 점점 침투하면 할수록, 역내 헬스장의 100%까지 침투할 수 있는 강한 역량을 지닌 제품이다. 즉, 지역 내 침투율이 얼마나 올라왔는지가 향후 InBody의 확산 속도를 결정짓는 변수가 된다. 내수 시장의 성장 스토리를 발판 삼아, 국내에서 해당 %를 달성했던 시점부터 1,2,3년 뒤까지 보인 성장 추이와 유사한 양상을 보일 것으로 추정하였다.

그림 2-27. 매출 추정 논리



출처: 동사 사업보고서, SMIC 4팀

그림 2-28. 프랜차이즈 비율 반영 논리

프랜차이즈 비율 반영 논리	
시장 진입 이후 14년간 침투율	
국내	31.3%
일본	99.9%
Speed Gap	3.19
Annual Speed Gap	8.6%
국가별 프랜차이즈 비중	
국내	0%
일본	52%
미국	36%
유럽	7%
중남미	10%
추정 Annual Speed Gap	-
	8.6%
	5.9%
	1.2%
	1.6%

출처: 동사 사업보고서, Statista, SMIC 4팀

추정 논리 ②
역내 프랜차이즈
사업자 비중 반영
→ 가중치 적용

또한 해당 지역이 프랜차이즈로 얼마나 촘촘히 연결되어 있는지에 따라, 동사의 영업망 투자 효과가 침투율로 환원되는 속도가 상이하다는 것이 보고서의 논리이다. 지역 내 프랜차이즈 사업자의 비중이 한국보다 높은 만큼, 내수 시장의 성장 추이보다 빠른 속도로 설치된다고 봄이 합리적이다. 이에 기반하여, 각 국가별로 프랜차이즈 업체 점포의 비율이 어느 정도인지에 따라 일본의 경우와의 가중평균을 적용해주었다. 자세한 논리는 지역별로 후술하겠다.

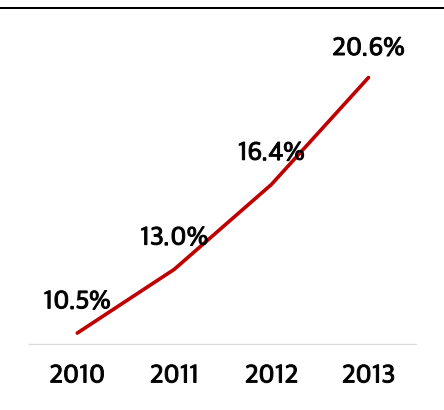
2.3.2. 피트니스 Key Market 지역별 매출 추정

① 미국

침투율 (%) =
누적 판매량 (대) /
지역 내 헬스장
점포 수 (개)

동사 사업보고서 상 기재된 지역별 매출액을 동사 장비의 평균 판매 단가(이하 ASP)로 나누어 연간 InBody 출고 대수를 역산하였다. 누적된 판매량을 미국 역내 헬스장 점포 수로 나눈 값이 동사의 미국 침투율이다. 현재 10.5%의 비중으로, 이에 해당하는 내수 시장의 시점은 2010년이다. 이후 2011, 12, 13년으로 가며 보인 성장 추이는 그림 [2-29.]과 같다. 이를 향후 동사의 미국 진출에서 기본 성장률로 적용하였다.

그림 2-29. 내수 시장 2010년 침투 추이 (단위: %)



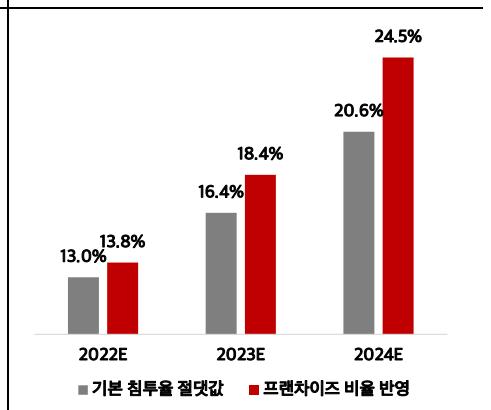
출처: 동사 사업보고서, SMIC 4팀 추정

그림 2-30. 미국 프랜차이즈 사업자 비율 (단위: %)

회사명	점포 수	미국 내 비율
2021 미국 전체 점포 수	32270	
Anytime	2500	7.7%
Planet Fitness	2197	6.8%
Xponential Fitness LLC	1750	5.4%
Orangetheory Fitness	1313	4.1%
LA fitness	700	2.2%
Snap Fitness Inc.	654	2.0%
F45 Training	650	2.0%
EXOS	530	1.6%
9 Round	456	1.4%
Crunch	325	1.0%
24 Hour Fitness USA, Inc.	280	0.9%
Life Time Fitness, Inc.	152	0.5%
합계		35.7%

출처: 각 사 홈페이지, Statista, SMIC 4팀

그림 2-31. 침투율 절댓값 추정치 (단위: %)



출처: SMIC 4팀

여기에 프랜차이즈 사업자 비율이 가지는 효과를 더해주어야 한다. 100개 이상의 점포를 운영하는 사업자를 투자포인트에 해당하는 대형 사업자로 정의하였다. 약 35%로, 프랜차이즈 사가 50%를 점유했던 일본이 0%의 국내보다 3배 가량 빠르게 성장했음을 고려해 향후 3년간 보일 침투율의 절댓값을 그림 [2-31.]과 같이 상향 조정하였다.

침투율 x 점포 수 =
누적 판매량 도출
→ 증분이 연간 Q

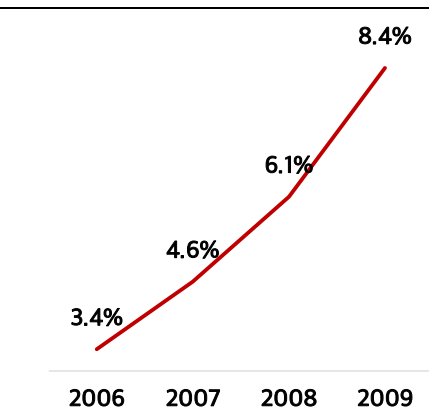
향후 헬스장 점포 수의 경우 코로나 여파를 2023년까지 점진적으로 회복, 이후 기존의 lean한 증가 추이를 보일 것으로 가정하였다. 추정된 침투율 절댓값에 헬스장 점포 수를 곱하면 동사의 누적 판매량이 도출되며, 이것의 증분이 동사 장비의 연간 판매량이다. 여기에 ASP를 곱한 값이 미국 헬스장 향 InBody 수출액이다. 동사 장비의 ASP는 flat을 가정하였다. 요약된 Sheet는 다음과 같다.

(단위: 백만 원)	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
헬스장 향 매출액	6,073	11,112	16,037	13,326	17,552	31,468	48,903	57,189
yoy (%)		83.0%	44.3%	-16.9%	31.7%	79.3%	55.4%	16.9%
연간 InBody 판매량 (대)	320	585	844	701	924	1,656	2,574	3,010
누적 InBody 판매량 (대)	320	905	1,749	2,450	3,374	5,030	7,604	10,614
yoy (%)		183%	93%	40%	38%	49%	51%	40%
역내 헬스장 점포 수 (개)	38,477	39,570	41,370	34,337	32,269	36,537	41,370	43,252
InBody의 헬스장 침투율 (%)	0.8%	2.3%	4.2%	7.1%	10.5%	13.0%	16.4%	20.6%
Franchise 비율을 반영한 보정치						13.8%	18.4%	24.5%

② 유럽

미국 시장과 같은 논리로 계산한 동사의 유럽 침투율은 현재 3.4%다. 이에 해당하는 내수 시장의 시점은 2006년이다. 2007, 08, 09년으로 가며 보인 성장률을 기본 성장률로 적용한 뒤, 전술한 바와 같은 논리로 프랜차이즈 사업자 비율이 가지는 효과를 더해주었다.

그림 2-32. 내수 시장 2006년 침투 추이
(단위: %)



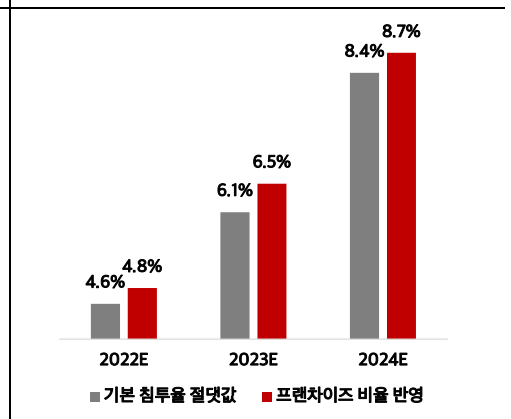
출처: 동사 사업보고서, SMIC 4팀 추정

그림 2-33. 유럽 프랜차이즈 사업자 비율
(단위: %)

회사명	점포 수	유럽내 비율
2021년 유럽 전체 점포 수	63173	
Basic-Fit	906	1.4%
Pure Gym	720	1.1%
Clever-Fit	500	0.8%
L'Orange Bleue	399	0.6%
Migros Group	329	0.5%
Bodystreet*	304	0.5%
RSG Group*	300	0.5%
Keep Cool	263	0.4%
SATS	253	0.4%
McFit	246	0.4%
The Gym	210	0.3%
Easy Fitness	150	0.2%
Leejam Sports Company	141	0.2%
합계		7.5%

출처: 동사 사업보고서, SMIC 4팀 추정

그림 2-34. 침투율 절댓값 추정치
(단위: %)



출처: 동사 IR, SMIC 4팀

향후 유럽 역내 헬스장 점포 수의 경우 코로나 효과를 제한 2017~2021년의 4년 평균 성장률을 적용하였다. 동사 IR에 따르면 유럽 시장은 미국 시장 라인업에는 포함되지 않는 저가형 상품의 비중이 30%가량 존재한다. 해당 비중을 고려하여 ASP를 하향 조정하여 반영하였다. 앞선 논리와 마찬가지로, 누적 판매량의 증분에 ASP를 곱해 최종 매출액을 도출하였다.

(단위: 백만 원)	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
헬스장 향 매출액	4,580	4,939	6,957	7,443	10,882	15,775	19,025	24,358
yoy (%)		7.8%	40.9%	7.0%	46.2%	45.0%	20.6%	28.0%
연간 InBody 판매량 (대)	281	303	427	457	669	969	1,169	1,496
누적 InBody 판매량 (대)	281	585	1,012	1,469	2,138	3,107	4,276	5,772
yoy (%)		108%	73%	45%	45%	45%	38%	35%
역내 헬스장 점포 수 (개)	59,055	61,984	63,644	62,775	63,173	64,247	65,338	66,449
InBody의 헬스장 침투율 (%)	0.5%	0.9%	1.6%	2.3%	3.4%	4.6%	6.1%	8.4%
Franchise 비율 반영한 보정치						4.8%	6.5%	8.7%

③ 라틴계 시장 - 멕시코, 브라질

내수와 동일한 프랜차이즈 비율이나, 훨씬 성장세가 가파른 중남미

중남미 시장에서 침투율은 현재 13.8%이며, 내수 시장의 2011년 시점이 이와 유사하기에 이를 기본 성장률로 적용하였다. 전술한 바와 같은 논리로 현재 프랜차이즈 사업자 비율이 가지는 효과를 더해줘야 한다. 다만 현재 Smartfit을 필두로 중남미 역내 프랜차이즈 사업자 비율이 가파르게 확대되는 중이며, 이들의 점유율 확대 추이가 중남미 시장에서 동사의 빠른 침투율 확대에 이어지고 있다.

현재 프랜차이즈 비율 + Smartfit의 점유율 확대 반영

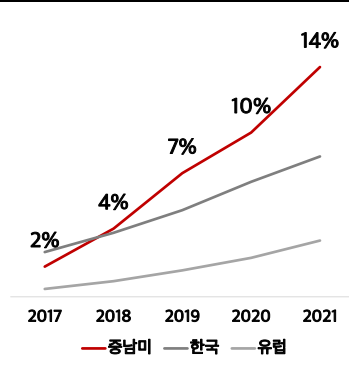
실제로 프랜차이즈 업체의 비율이 거의 동일하였던 한국(4.4%)이 시장 진입 초기에 보였던 성장 추이보다, InBody가 훨씬 가파른 기울기로 확대되는 모습이다. 이에 현재 비율인 4.5%를 그대로 적용하는 것은 중남미 시장의 Potential을 과소평가하는 추정이라고 판단, 과거 5개년 성장 속도를 반영한 수치(그림[2-28.] 참조)로 변경하여 반영하였다.

그림 2-35. 중남미 프랜차이즈 사업자 비율 (단위: %)

회사명	점포수	중남미 내 비율
전체 점포 수	38706	
BioRitmo/Smartfit	1077	2.8%
Bodytech	271	0.7%
Bluefit	222	0.6%
Megtlon	161	0.4%
Companhia Athletica	16	0.0%
합계		4.5%

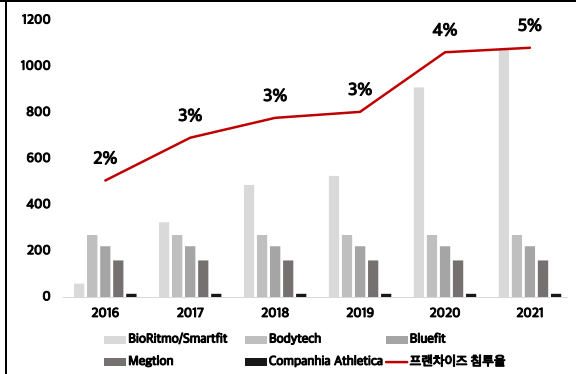
출처: 각 사 홈페이지, SMIC 4팀

그림 2-36. 중남미 vs 내수 시장 InBody 침투 속도 비교 (단위: %)



출처: 동사, Statista, SMIC 4팀

그림 2-37. 중남미 프랜차이즈 상위 5개사 점포 수, 점유율 추이 (단위: 개, %)



출처: 동사 IR, SMIC 4팀

향후 중남미 역내 헬스장 점포 수의 경우 코로나 효과를 제한 2017~2021년의 4년 평균 성장률을 적용하였다. ASP로는 중남미 매출의 대부분에 해당하는 브라질 시장의 핵심 수요가 동사의 저가 상품 InBody 120에 치중되어 있다는 점, 해당 제품의 가격대가 대당 100만원 수준으로 낮다는 점을 고려해 할인하여 적용하였다. 추정 결과는 다음과 같다.

(단위: 백만 원)	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
헬스장 향 매출액	2,298	2,715	3,756	3,265	6,237	11,073	15,655	30,271
yoy (%)		18.1%	38.3%	-13.1%	91.0%	77.5%	41.4%	93.4%
Blended ASP (천원)	1,920	1,920	1,920	1,920	1,920	1,920	1,920	1,920
연간 InBody 판매량 (대)	1,197	1,414	1,956	1,700	3,248	5,767	8,154	15,766
누적 InBody 판매량 (대)	1,197	2,611	4,568	6,268	9,516	15,283	23,437	39,203
yoy (%)		118%	75%	37%	52%	61%	53%	67%
역내 헬스장 점포 수 (개)	65,863	63,579	61,374	63,453	68,839	69,603	70,376	71,158
InBody의 헬스장 침투율 (%)	1.8%	4.1%	7.4%	9.9%	13.8%	22.0%	33.3%	55.1%
Franchise 비율 반영한 보정치						22.3%	34.4%	57.8%

2.3.3. 기타

① Sub-Market

중국: 저가 브랜드 경쟁으로 구조적 성장 기대하기 힘들

중국은 저가 브랜드의 난립과 과도한 시장 경쟁으로 동사의 성장 스토리가 좌절된 케이스에 속한다. 이에 투자포인트에서 논한 동사의 구조적 성장보다, 초반 경쟁기(2010) 이후 일정하게 발생한 연간 매출액을 유지할 것으로 추정하였다. 다만 코로나의 영향으로 2020년의 매출액이 과도하게 꺾인 추세가 있으므로, 2019년까지의 연평균 매출액 평균치를 점진적으로 회복할 것을 가정하였다.

일본: 헬스장 침투율 포화로 병원 향 영업에 집중ing

일본의 경우 헬스장 향 InBody 판매는 이미 포화되어, 교체 수요만 점진적으로 발생하고 있는 시점이다. 또한 동사 IR에 따르면 일본향 매출 대부분의 성장은 병원, 클리닉 향 영업으로 이루어진다고 한다. 이를 반영하여 헬스장 향으로 발생하는 매출은 flat을 가정하였다. 아시아/중동/아프리카 지역은 헬스케어 산업과 운동 인구의 발생이 아직 본격적으로 이루어지지 않았기에, 기존 매출의 lean한 성장 추이를 유지함을 반영하였다.

② 피트니스 외 매출 추정

수출액 가운데 헬스장 향 매출을 제외하면 병원, 클리닉 향 InBody 판매액과 기타 제품(B2C, 혈압계, 신장계 등)이 남는다. 기타 요소는 아직 비중이 미미하고 성장성이 가시화되지 않았기에 해당 매출액의 Main Driver는 병원향이라고 볼 수 있다. 병원 향 매출의 경우 헬스장 향 매출만큼의 구조적 성장은 미미하나, 수 년 간 다수의 학계, 세미나 참여와 각국 규제 허가(FDA, JPAL) 취득으로 의학계 전문가 집단으로부터 안정적인 매출을 확보하고 있다. 이에 2017~2021 4년간의 평균 성장률을 적용하였다. 지금까지의 논의를 종합하여 동사의 향후 수출액을 추산하였다. 결론은 다음과 같다.

(단위: 백만 원)	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
수출 총액	72,727	73,918	90,999	74,431	97,508	124,638	153,597	185,744
yoy (%)		1.6%	23.1%	-18.2%	31.0%	27.8%	23.2%	20.9%
헬스장 향	28,267	34,048	43,481	36,380	49,693	73,837	99,624	128,400
yoy (%)		20.5%	27.7%	-16.3%	36.6%	48.6%	34.9%	28.9%
Key Market								
미국	6,073	11,112	16,037	13,326	17,552	31,468	48,903	57,189
유럽	4,580	4,939	6,957	7,443	10,882	15,775	19,025	24,358
중남미+멕시코	2,298	2,715	3,756	3,265	6,237	11,073	15,655	30,271
Sub Market								
중국	8,884	8,037	8,905	5,901	7,405	7,786	8,187	8,609
아시아/중동/아프리카	5,006	5,325	5,652	4,623	5,447	5,563	5,682	5,803
일본	1,426	1,920	2,173	1,823	2,171	2,171	2,171	2,171
헬스장 향 외 매출	44,459	39,869	47,518	38,051	47,815	50,801	53,973	57,344
yoy (%)		-10.3%	19.2%	-19.9%	25.7%	6.2%	6.2%	6.2%

가정용 InBody와 혈압계로 사업다각화!

InBody의 B2B 판매로 성장한 동사는 가정용 체성분 분석기인 InBody Dial(이하 Dial)과 혈압계를 출시하며 사업다각화를 진행중이다. 현재 InBody에 비해 Dial과 혈압계의 매출 볼륨은 작다. 하지만 가정용 체성분 분석기와 혈압계 시장은 잠재성이 크기에, 두 시장으로의 진출로 동사는 높은 성장의 룬을 확보했다.

3.1. InBody Dial, B2B를 넘어 B2C까지!

3.1.1. 헬스장, 병원을 넘어 가정으로 침투하기 시작

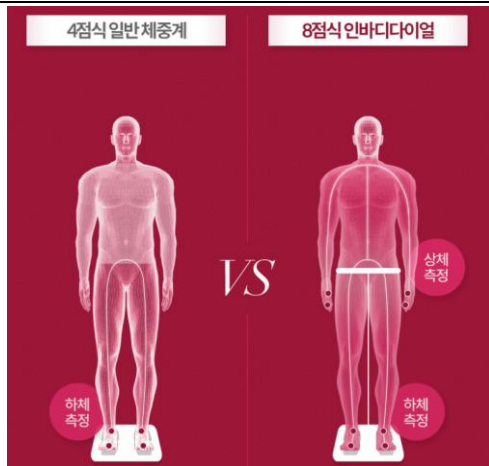
기술력에 초점을 맞춘
InBody Dial

동사는 12년 6월 가정용 제품인 Dial을 국내 출시하여 B2C 시장에 본격 진출했다. 시장 내 대부분의 제품들이 가격경쟁력에 초점을 맞춘 2~4만원의 저가상품인 반면, Dial은 기술력에 초점을 맞춘 24만원의 고가상품이다. 저가상품이 대부분 채택하는 방식은 4점 터치식 전극법으로 하체 측정값을 바탕으로 상체의 체성분을 추정하여 정밀도와 재현도가 낮다. 반면, Dial은 전문가용인 InBody와 똑같은 8점 터치식 전극법을 사용하여 정밀도와 재현도가 높다. 실제 유튜브 댓글과 쇼핑몰 후기를 살펴봐도 소비자들이 이를 인지하고 있음을 알 수 있다.

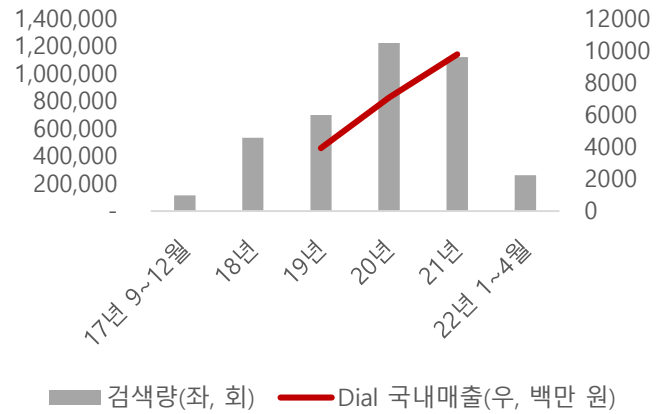
저가제품과 타겟 수요가
다른 InBody Dial

따라서 Dial의 타겟층은 가정에서도 비교적 정확한 체성분 수치를 얻고 싶어하는 지불용의가 높은 소비자로 저가제품과 segment가 구분된다. 가정에서의 편리한 체성분 분석에 대한 니즈가 꾸준히 상승하면서 이러한 Dial의 수요층도 동반 상승하는 추세이다.

그림 3-1. 4점식 일반 체중계와 Inbody Dial의 차이



출처: 인바디, SMIC 4팀

그림 3-2. Dial 관련 네이버 검색량과 국내 매출
(단위: 회, 백만 원)

출처: 동사 사업보고서, 아이템스카우트, SMIC 4팀

3.1.2. 코로나를 기점으로 본격적인 마케팅 집중

코로나를 기점으로
Dial 마케팅에 힘쓰다

코로나로 인한 반사수혜는 동사로 하여금 Dial에 더욱 집중하게 된 계기가 되었다. 헬스장 영업제한과 홈트레이닝 열풍으로 Dial은 크게 주목을 받았다. 인바디다이얼과 인바디체중계의 네이버 검색량 합산치(이하 검색량)는 20년에 전년 대비 75.20%나 증가했다. 이에 발맞춰 동사는 공격적으로 Dial을 마케팅하기 시작했고, 대표적인 것이 운동 인플루언서와의 콜라보이다. 동사의 빅데이터와 높은 앱 회원수는 Dial 마케팅의 위력을 더욱 강화하고 있다.

숫자로 입증되는
마케팅 효과

마케팅이 가세하면서 21년 검색량 대비 매출액은 증가했다. 21년 검색량은 20년 대비 소폭 감소한 반면, 21년 국내 B2C 매출은 전년 대비 38% 증가했다. 동사는 앞으로도 어플의 활성화와 함께 마케팅을 꾸준히 진행하며 Dial의 국내 매출 성장을 노릴 것으로 보인다.

3.2. 인바디, 혈압계에서의 꾸준함

3.2.1 혈압계 시장은 또 다른 먹거리

다양한 질병과
관련된 혈압을 측정

체성분 분석기의 '근본'인 동사는 견고한 브랜드 가치를 바탕으로 혈압계 시장에 성큼 진출했다. 혈압계에 대한 수요는 병원과 가정을 가리지 않는다. 의료용 혈압계는 주로 종합 병원, 보건소, 요양병원, 보건진료소, 보건의료원, 한방 병원, 한의원, 약국 등으로 납품된다. 동맥경화증, 심근경색증, 뇌졸중 등 다양한 질병이 혈압과 관련됐다는 점에서 병원에서의 혈압계 수요는 자명하다. 특히 매년 증가하는 고혈압 및 저혈압 인구, 가속화되는 고령화 추세는 혈압계에 대한 꾸준한 니즈를 견인한다.

만성 질환자
중심의 효율적 치료

가정에서도 고혈압과 저혈압 등 만성 질환자를 중심으로 수요가 발생하고 있다. 만성 질환의 치료는 병원에서의 일시적인 조치가 아닌 가정에서의 꾸준한 관리이기 때문이다. 실제로 전문가들은 가정 혈압이 병원에서 재는 혈압수치보다 중요하다고 입을 모아 말한다. 진료실혈압은 측정주기가 일정하지 않고 상황에 따라 실제 수치와 다르게 측정될 수 있기 때문이다.

3.2.2 동사의 노력

국내 최초
ESH 임상시험 통과

이런 수요 속 동사는 사업 다각화의 일환으로 혈압계 시장에서 분전을 위해 힘쓰고 있다. 끊임없이 혈압계 성능 향상을 연구한 결과 동사의 BPBIO320 제품은 2018년 유럽고혈압학회(ESH)에서 주관하는 자동혈압계 임상시험을 통과하며 글로벌 시장에서 공식 인정을 받았다. 이는 국내 업체 혈압계 중 ESH 임상시험을 통과한 최초의 사례다. 나아가 동사는 국내 최초로 상향가압방식을 사용한 자동혈압계를 만들기도 했다. 기존 배기 측정방식의 혈압계들은 혈관 변형과 통증을 유발할 수 있다는 단점을 개선하고, 측정 시간을 대폭 단축시킨 것이다.

커프형 강점과 신제품 출시 대기

한편 가정용 혈압계는 특허 받은 원터치 커프를 통해 자동으로 커프 상태를 확인해 정확한 측정을 가능케해준다. 혈압 다이어리 앱과 블루투스 연동하여 측정값을 꾸준히 관리할 수 있다. 비록 세계 혈압계 시장은 일본의 오몬이라는 회사가 과점하고 있는 형태지만, 동사는 형태의 다변화 및 신제품 출시로 점유율 확대를 꾀하고 있다. 실제로 커프형(팔을 감싸는 방식) 혈압계에서 오몬 대비 강점을 보이고 있으며 사측에 의하면 오몬 제품에 없는 형태의 혈압계 출시를 준비 중이다. 이런 노력은 2021년 태국 정부에서 대규모로 동사의 혈압계를 수입해 가는 등 서서히 빛을 보고 있다.

3.3. B2C & 혈압계 매출추정

B2C와 혈압계의 경우 해외 매출 비중이 낮아 국내 매출만 따로 추정해주었다. B2C 매출 추정 논리는 다음과 같다. 22년의 검색량은 올해 4월까지의 누적 검색량의 전년 대비 감소율을 그대로 연동하여 추정했다. 매출액/검색량의 경우 올해도 공격적인 마케팅을 유지하고 있음을 감안하여 작년의 수치인 8727을 가정했고, 검색량과 매출액/검색량을 곱하여 22년 국내 가정용 매출을 추정했다. 23년부터는 코로나 수혜를 제외한 성장성을 반영해주기 위해 19년 매출부터 22년 매출 추정치의 연평균 증가율을 구하여 23, 24년에도 적용해주었다.

개원 병원 수는
매년 거의 일정

병원용 혈압계 매출의 추정 논리는 다음과 같다. 건강보험에서 발표한요양기관 중 보편적으로 혈압계를 구비하지 않은 정신병원, 치과병원과 치과의원을 제하였다. 기존 병원에서의 교체 수요는 보수적인 추정을 위해 제하였다. 개원 병원 수는 2019년에는 3,117개, 2020년 2,968개, 2021년에는 3,038개로 비교적 일정한 수치를 보인다. 이에 본매출에서 헬스장향 외에 사용한 CAGR 6.2%를 매출 추정에 이용했다.

가정용 혈압계 매출 추정 논리는 아래와 같다. 위 B2C와 마찬가지로 소비자들의 경향성을 파악하기 위해 연도별 “인바디 혈압계”와 동사의 가정용 제품 “BP 170” 검색량을 매출 추정에 이용했다. 2019년에서 2021년까지 검색량의 CAGR은 14.70%였지만, 이를 적용하기에는 코로나 19에 따라 생긴 건강에 대한 관심이 혈압계 수요에 미친 간접적인 영향을 배제할 수 없었다. 이에 코로나 영향을 확인하고자 2022년 4월까지의 검색량 yoy를 살펴보았다.

4월까지 합산
yoy 7.34% 이용

4월까지 합산 검색어 yoy는 2020년 102.18%, 2021년 4.14%으로 2020년에는 코로나의 영향이 있었으나 2021년에 미비해졌음을 알 수 있다. 코로나 19의 영향으로 혈압계를 구매할 소비자는 이미 구매를 했을 것으로 이해해, 2022년 4월까지의 검색어 합산 yoy 7.34%를 매출 추정에 사용했다. 2021년 가정용 혈압계 국내 매출은 전체의 25%라는 점에서 시작해

yoy 7.34%를 flat처리해 매출을 추정했다.

앞선 투자포인트의 논리를 종합한 전사 매출은 다음과 같다.

(단위: 백만 원)	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
전사 매출액	93,254	99,635	117,059	107,122	137,837	163,796	196,572	233,208
수출 총액	72,727	73,918	90,999	74,431	97,508	124,638	153,597	185,744
yoy (%)		1.6%	23.1%	-18.2%	31.0%	27.8%	23.2%	20.9%
헬스장 향	28,267	34,048	43,481	36,380	49,693	73,837	99,624	128,400
yoy (%)		20.5%	27.7%	-16.3%	36.6%	48.6%	34.9%	28.9%
Key Market								
미국	6,073	11,112	16,037	13,326	17,552	31,468	48,903	57,189
유럽	4,580	4,939	6,957	7,443	10,882	15,775	19,025	24,358
중남미+멕시코	2,298	2,715	3,756	3,265	6,237	11,073	15,655	30,271
Sub Market								
중국	8,884	8,037	8,905	5,901	7,405	7,786	8,187	8,609
아시아/중동/아프리카	5,006	5,325	5,652	4,623	5,447	5,563	5,682	5,803
일본	1,426	1,920	2,173	1,823	2,171	2,171	2,171	2,171
헬스장 향 외 매출	44,459	39,869	47,518	38,051	47,815	50,801	53,973	57,344
yoy (%)		-10.3%	19.2%	-19.9%	25.7%	6.2%	6.2%	6.2%
내수 매출액	20,527	25,718	26,060	32,691	40,329	39,159	42,974	47,464
yoy (%)		25.3%	1.3%	25.4%	23.4%	-2.9%	9.7%	10.4%
국내 BONUS 매출			16,865	21,727	26,737	23,807	25,483	27,372
yoy (%)				28.8%	23.1%	-11.0%	7.0%	7.4%
상품 분류								
혈압계			5,662	6,672	9,358	9,978	10,626	11,315
가정용			1,551	1,853	2,340	2,524	2,709	2,908
의료용			4,112	4,820	7,019	7,454	7,916	8,407
B2C			3,928	7,072	9,767	6,218	7,246	8,445
기타제품			7,275	7,982	7,612	7,612	7,612	7,612
체성분 분석기 국내			9,195	10,965	13,592	15,352	17,491	20,092
yoy (%)				19.2%	24.0%	12.9%	13.9%	14.9%

Valuation

(1) 매출 추정

매출 추정							
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	1Q22	2022E	2023E	2024E
매출액	117,059	107,122	137,837	39,469	163,796	196,572	233,208

연도별 추정 논리는 앞서 기술하였다. 1Q22의 매출은 추정된 22년 전체 매출에서 일정 비율을 가정하고 이를 분기별로 분배하여 추정하였다. 보통 의료기기의 분기별 매출 추정은 수출입통계를 이용하여 추정하게 된다(HS CODE : 9018.19.8000 / 서울시 강남구). 그러나 동사의 경우 Appendix 5.1의 첫번째 표에서도 확인할 수 있듯, 분기별 체성분 분석기 수출입 통계와 동사 분기별 수출 매출액의 Scale을 연동하여 추정하기 어렵다. 이는 체성분 분석기가 재고 등으로 실제 국외로 반출되는 시기와 실제 팔리면서 수익으로 인식되는 시기가 달라지면서 발생하는 문제라고 판단한다. 물론 Appendix 5.1. 두번째와 세번째 표에서 확인할 수 있듯, 연도로 묶어서 보면 결국 일정한 비율을 유지하며 비례적으로 연동된다. 그렇기에 불가피하게 1Q22의 매출은 22년 전체의 매출에서 일정 비율을 가정하여 추정할 수 밖에 없었다. 이 비율은 동사가 17년부터 21년까지 4Q 매출이 1~3Q보다 크고 1~3Q끼리는 비슷하다는 계절성을 이용하여 적절히 도출하였다.

(2) 매출원가 추정

매출원가 추정							
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	1Q22	2022E	2023E	2024E
매출액	117,059	107,122	137,837	39,469	163,796	196,572	233,208
매출원가	30,801	29,671	36,517	10,622	44,081	52,695	62,323
원재료비	14,153	19,971	25,430		30,378	36,457	43,252
재고자산의 변동	-4,056	3,578	-2,028				
원재료와 상품의 사용액	18,209	16,393	27,458				
종업원급여	8,759	8,783	10,528		12,383	14,861	17,631
경상연구개발비	-3,245	-3,562	-5,079		-5,341	-6,410	-7,604
유형자산상각비	-1,152	928	993		993	993	993
사용권자산상각비	1,947	0	0		0	0	0
투자부동산상각비	27	0	0		0	0	0
무형자산상각비	19	9	6		11	11	11
운반비	234	252	13		356	427	507
지급수수료	200	189	172		257	309	367
광고선전비	0	0	0		0	0	0
여비교통비	22	4	4		30	30	30
기타비용	9,837	3,097	4,450		5,012	6,015	7,136

먼저 재고자산의 변동과 원재료와 상품의 사용액을 묶어서 원재료비로 추정하였다. 원재료비는 변동비이기에 20년과 21년의 매출 대비 원재료비의 비율 2년 평균치를 사용하여 매출액에 연동하였다. 이 비율은 InBody 570, 770이 출시된 이후인 15년부터의 비율 평균과도 유사한 수치이므로 사용에 무리가 없다 판단하였다. 종업원급여 또한 3년간 매출액 대비 일정한 비율을 유지하는 것으로 판단되어 매출 대비 종업원급여의 비율 3년 평균치를 사용하여 매출액에 연동하였다.

변동비의 성격을 띄며 매출 대비 일정한 비율을 유지하는 지급수수료의 경우 매출 대비 지급수수료의 비율 3년 평균치를 사용하여 매출액에 연동하였다. 운반비의 경우 숫자가 튀는 21년을 제외하고 매출 대비 지급수수료의 비율 2년 평균치를 사용하여 매출액에 연동하였다. 여비교통비의 경우 코로나 효과를 제외하기 위해 19년의 매출 대비 지급수수료의 비율을 사용하여 매출액에 연동하였다. 경상연구개발비의 경우 합리적인 추정이 어렵고 3년간 매출액 대비 일정한 비율을 유지하는 것으로 판단되어 매출 대비 경상연구개발비의 비율 3년 평균치를 사용하여 매출액에 연동하였다.

유형자산상각비의 경우 동사는 셀 제조 방식을 취하는 동시에 부품 제조는 외주를 맡기는 경우가 많고, 증설 계획도 없어 Flat 처리하였다. 사용권자산상각비, 투자부동산상각비, 광고선전비의 경우 매출원가 단에서는 근 2년간 더 이상은 발생하지 않아 0 처리 하였다. 무형자산상각비의 경우 합리적인 추정이 어려워 3년 Average 처리하였다. 기타비용의 경우 합리적인 추정이 어려워 매출 대비 기타비용의 비율 2년 평균치를 사용하여 매출액에 연동하였다.

(3) 판매비와 관리비 추정

판매비와관리비 추정							
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	1Q22	2022E	2023E	2024E
판매비와관리비	58,631	58,355	65,468	18,552	76,992	89,642	103,775
종업원급여	28,390	29,350	31,339		37,242	44,694	53,024
여비교통비	2,282	966	959		1,620	1,620	1,620
통신비	297	340	328		328	328	328
수도광열비	280	234	251		251	251	251
세금과공과	967	1,110	1,141		1,141	1,141	1,141
지급임차료	441	546	397		461	461	461
보험료	793	919	745		745	745	745
접대비	558	320	289		781	937	1,112
광고선전비	5,033	3,185	4,215		4,624	4,624	4,624
차량유지비	555	393	402		479	479	479
운반비	2,271	1,732	2,874		3,296	3,956	4,693
지급수수료	4,134	4,857	5,917		6,748	8,098	9,607
경상연구개발비	5,243	5,801	8,062		9,580	11,497	13,640
소모품비	656	627	698		902	1,082	1,284
감가상각비	2,816	978	884		884	884	884
사용권자산상각비	0	2,338	2,409		2,479	2,550	2,621
대손상각비	143	48	245		246	295	350
도서인쇄비	212	108	123		168	168	168
교육훈련비	53	53	53		53	53	53
판매수수료	2,554	2,999	3,421		4,075	4,890	5,802
회의비	190	18	17		190	190	190
무형자산상각비	325	254	144		144	144	144
판매보증비	116	707	182		182	182	182
기타	322	472	375		375	375	375

매출원가와 판매비 중에서도 가장 비중이 큰 급여, 퇴직급여, 복리후생비의 경우 묶어서 종업원급여로 처리하였다. 종업원급여의 경우, 근 9년 간 매출 대비 종업원급여의 비율이 20% 안팎에서 움직였으나 연도별로 어느 정도의 변동성이 존재하였다. 이를 추정하기 위해 앞선 매출원가에서의 원재료비와 같이 미국과 유럽의 경우 고마진의 제품 위주로 수출하기 때문에, '미국과 유럽향 매출이 전체 매출에서 차지하는 비중'이 높아질수록 '종업원급여가 매출에서 차지하는 비중'은 낮아질 것이라는 아이디어를 떠올렸고, 과거 데이터를 사용하여 둘 간의 상관분석을 시행하였다. 그 결과 유의한 상관관계를 도출하지 못하였다. 실제 재무제표상 19년의 임직원수가 212명, 20년의 임직원수가 227명, 21년의 임직원수는 285명으로 21년은 YoY 25.5% 커졌다. 이미 21년에 임직원수가 어느 정도 커지긴 하였으나 종업원급여는 어찌되었든 변동비이고, 앞선 투자포인트에 따라 해외에서의 적극적인 영업 및 침투율 증가를 위해 인력을 계속 충원할 것이라 가정하였다. 이에 따라 21년의 매출 대비 종업원급여의 비율을 사용하여 매출액에 연동하였다.

변동비의 성격을 띄며 매출 대비 일정한 비율을 유지하는 지급수수료, 판매수수료, 소모품비의 경우 매출 대비 지급수수료의 비율 3년 평균치를 사용하여 매출액에 연동하였다. 접대비의 경우 코로나 효과를 제외하기 위해 19년의 매출 대비 지급수수료의 비율을 사용하여 매출액에 연동하였다. 운반비의 경우 그 숫자가 튀는 20년을 제외하고 매출 대비 일정한 비율을 유지하므로 19, 21년의 매출 대비 운반비의 비율을 사용하여 매출액에 연동하였다. 대손상각비의 경우 그 숫자가 튀는 20년을 제외하고 매출 대비 일정한 비율을 유지하므로 19, 21년의

매출 대비 운반비의 비율을 사용하여 매출액에 연동하였다. 경상연구개발비의 경우 21년에 크게 증가하였으며, 실제 연구 인력을 최근 많이 모집하는 모습을 보였다. 앞선 투자포인트에 따라 침투율 증가 및 시장 지위 강화를 위해 연구 인력을 계속 총원할 것이라 가정하였다. 합리적인 추정이 어려워 인력 증원이 컸던 21년의 매출 대비 경상연구개발비의 비율을 사용하여 매출액에 연동하였다.

여비교통비, 광고선전비, 차량유지비, 도서인쇄비의 경우 과거 매출 대비 비율이 일정하지 않으므로 코로나 이전인 19년과 21년 Average 처리하였다. 지급임차료의 경우 3년 Average 처리하였다. 통신비, 수도광열비, 세금과공과, 보험료, 감가상각비, 교육훈련비, 무형자산상각비, 판매보증비, 기타의 경우 Flat 처리하였다. 회의비의 경우 코로나 효과를 제외하기 위해 19년 Flat 처리하였다. 사용권자산상각비의 경우 합리적 추정이 어려워 이전의 증분을 계속 더해주었다.

(4) 기타손익, 금융손익, 법인세비용 추정

기타손익, 금융손익 추정							
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	1Q22	2022E	2023E	2024E
기타손익	-157	1,620	2,045	285	1,183	1,183	1,183
기타수익	622	2,368	2,488		1,866	1,866	1,866
기타비용	779	748	444		683	683	683
금융손익	751	(48)	1,437	143	593	593	593
금융수익	1,531	1,655	3,216		735	735	735
금융원가	781	1,704	1,778		142	142	142

기타손익 중 유형자산처분이익, 잡이익, 잡손실, 재고자산폐기손실, 유형자산처분손실, 무형자산처분손실은 3년 Average 처리하였다. 매출채권처분손실, 투자주식처분손실, 기타의대손상각비는 일시적인 항목이라 판단, 0 처리하였다. 지분법, 기부금의 경우 Flat 처리하였다.

금융손익 중 외화환산이익, 외환차익, 외화환산손실, 외환차손은 묶어서 0 처리하였다. 당기손익-공정가치측정금융자산평가손실은 일시적인 항목이라 판단, 0 처리하였다. 이자수익은 이자발생 상각후원가로 측정하는 금융자산에 유효이자율 3개년 평균값인 1.36%를 사용, 21년 말의 상각후원가로 측정하는 금융자산에 적용하여 추정하였다. 이자비용은 이자발생 상각후원가로 측정하는 금융부채에 유효이자율 3개년 평균값인 1.62%를 사용, 21년 말의 상각후원가로 측정하는 금융부채에 적용하여 추정하였다.

법인세비용은 해외 법인이 많아 법인세법에 따른 외국납부세액공제 효과로 인해 법인세의 변동성이 존재한다. 합리적인 추정이 어려워 시계열을 길게 놓고, 법인세추납액이 일시적으로 크게 발생한 19년을 제외, 13년 이후 8개년 평균 유효이자율인 16.32%를 사용하였다.

(5) Valuation : Historical PER Method

본 보고서는 Valuation을 위해 PER Method를 사용한다. 앞선 투자포인트에 따라 올해 이후 상당한 성장이 예상된다. 올해 동사가 성장성을 보여주고, 밸류에이션도 그에 맞춰 갈 것이라는 본 보고서의 논리를 가장 직관적으로 반영할 수 있는 방법론은 PER Method이다.

또한 전세계에서 체성분 분석기를 만드는 상장사 중 동사는 단언컨대 독보적이다. 계속해서 언급했듯 체성분 분석기라는 행위 자체를 일반적으로 '인바디'로 지칭할 만큼 동사의 시장 내 지위는 압도적이며, 동사는 기존에 존재하지 않던 시장 자체를 개척해 나가는 Pioneer이다. 그렇기에 Peer를 데려오는 것 보다는, 현재 동사가 처한 상황과 유사한 시기를 찾고 그 당시 밸류에이션을 데려오는 것이 더욱 적합하다고 판단하였다. 이에 Historical PER Method를 사용하여 동사의 상승여력을 보여주고자 한다.



이에 2013년 시기를 이용하여 Target Multiple을 설정하고자 한다. 중국 시장에 대한 기대감이 크게 반영되거나, '인바디밴드'의 기대 혹은 실망감을 Multiple에 크게 반영한 시기의 Valuation은 현재와는 상황이 다르므로 제외하고자 하였다. 가령 2015년 당시는 PER Band 기준으로 50x를 돌파하며 텐배거가 되었다. 13년 이전의 경우 국내 PAPS 영향이 컸다.

13년 당시 동사는 체성분 분석기에 대한 인식을 글로벌로 확산시키며 글로벌 체성분 분석기 시장을 개척해 나가고 있었다. 13년은 지속된 수출 확대(당시 수출 비중 70%)에 힘입어 외형 성장을 이어갔고, 수출에 대한 기대감을 본격 받기 시작한 해이다. 당시 해외법인은 일본, 미국, 중국에만 존재했으며, 이외 국가의 경우 대리점을 통해 수출하고 있었다. 또한 미국이 매출 볼륨 자체는 작았으나 높은 성장성을 보여주었다.

당시 동사가 받았던 Multiple은 13년 이후에도 동사가 그 이전 10년 간 기록해온 수출 CAGR 20.1% 정도를 지속할 것이라는 기대로부터 합의된 것이다. 즉 장기 성장성을 어느 정도 반영하기 시작한 시기라는 것이다. 22년 현재 또한 동사가 글로벌 체지방 분석기 시장을 개척해 나가는 국면이며, 앞서 설명한 투자포인트에 따라 전방 상황이 굉장히 우호적으로 변하고 있다. 또한 현재 동사의 적극적인 영업을 통한 체지방 분석기 인식 확대, 동사의 압도적인 시장 지위 및 브랜드 파워 등을 감안하면 지속적인 성장에 대한 여력은 충분하며, 이에 당시의 Multiple을 이용하는 것이 적절하다고 판단한다.

다만 2013년 당시는 해외 진출 초기였으므로 매출 대비 높은 판관비를 집행하였다. Top-Line 성장을 얻는 대신, 해외 영업인력을 20명 총원하고 전시회에 참가하는 등 공격적인 해외 영업을 하는 과정에서 높은 판관비를 감수해야 했다는 것이다. 반면 현재의 경우 작년에 공격적인 해외 영업 및 대규모 인원 총원이 있었음에도 불구하고, 철저한 비용 통제 및 외형 성장으로 인한 영업 레버리지 효과로 인하여 21년 더 높은 OPM을 보여주었다.

2013년 1년 동안 동사가 평균적으로 받았던 Multiple은 16.7x이다. 금리 인상 등 현재의 불확실한 증권시장 상황을 감안하여 Target Multiple의 하단과 상단을 설정, 목표 주가의 Band을 제시하여 안전마진을 제공하고자 한다. 13년 2월 유진투자증권에 따르면 당시 TTM 기준 국내 의료기기 업체 평균 PER는 19.7x였고, 22년 4월 한국IR협의회에 따르면 TTM 기준 코스닥 의료기기 섹터의 평균 PER는 15.8x였다.

이 비율을 사용하여 13년 당시 받았던 Multiple 16.7x에 할인율 19.797%를 적용한 13.4x를 Band의 하단으로 제시한다. 상단은 당시 Multiple을 할인 없이 그대로 제시한다. 즉, Band의 하단은 현재 불확실한 증권시장 상황을 고려하여 13년과 현재의 Beta 차이를 반영해주고자 한 것이다. 반대로 상단의 경우 동사 영업 환경이 변화하고 수출 호조로 주목을 받으며, 타 국내 의료기기 업체들과는 차별화되는 스토리를 통해 13년 당시 받았던 Multiple을 그대로 누릴 수 있을 것이라 판단한 것이다.

13년 1월부터 19년 12월까지 7년 간 Historical PER Band 상에서 동사가 받았던 Multiple의 최하단은 12.0x 수준이다. 7년 간 PER이 12 밑으로 내려간 적이 거의 없다는 것이다. 또한 Appendix 5.3.을 참고하면 알 수 있듯 20년 이후 약 2년 반 동안에는 평균적으로 12.3x 정도를 받아 왔다. 그렇기에 앞선 투자포인트에 따라 동사 피트니스향 수출이 빠르게 성장하고 그것이 주목받는다면 제시한 Valuation, 특히나 Band 하단의 경우는 안전마진으로서 기능할 수 있을 것이라 판단한다.

결론적으로 2022E EPS 2,859원에 Target PER Multiple 13.4x를 곱한 38,300원을 목표주가 Band의 하단, Target PER Multiple 16.7x를 곱한 47,700원을 목표주가 Band의 상단으로 산출, 5월 6일 금요일 종가 27,550원 대비 올해의 상승여력 39~73%, 투자의견 Buy를 제시한다.

Valuation - PER Method(2022E) : 할인 X

2022E 당기순이익 (단위: 백만 원)	37,239
유통가능주식수 (단위: 주)	13,026,847
2022E EPS (단위: 원)	2,859
Target PER	16.7x
목표주가 (단위: 원)	47,700
현재주가 (단위: 원)	27,550
상승여력	73%

Valuation - PER Method(2022E) : 할인율 반영

2022E 당기순이익 (단위: 백만 원)	37,239
유통가능주식수 (단위: 주)	13,026,847
2022E EPS (단위: 원)	2,859
Target PER	13.4x
목표주가 (단위: 원)	38,300
현재주가 (단위: 원)	27,550
상승여력	39%

Appendix

5.1. 동사 수출입통계 (HS Code : 9018.19.8000 / 인바디 수출기준지 : 서울시 강남구)

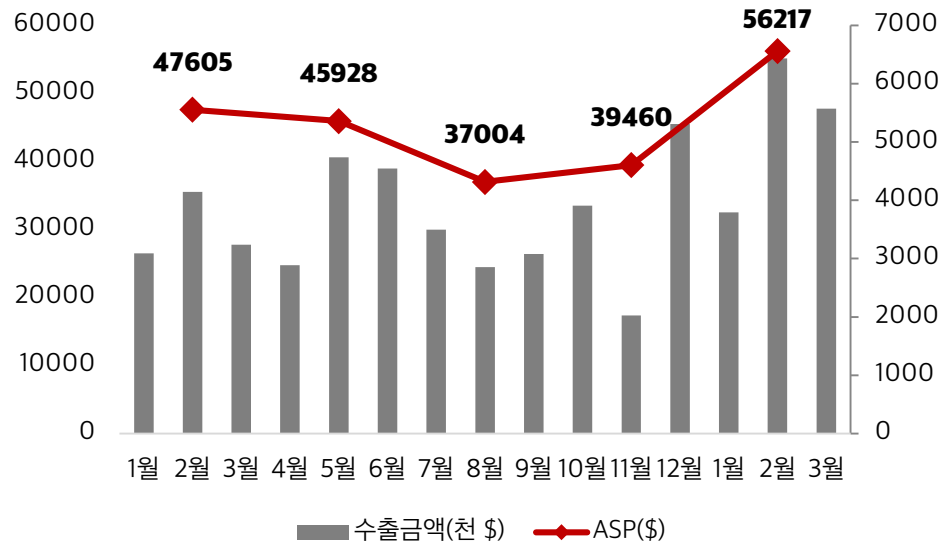
분기별	동사 매출 (백만 원)		글로벌수출 (천 달러)					
	금액	yoy	강남		전국			
			수출금액	yoy	수출금액	yoy	수출중량(톤)	단가
1Q18	21,746		2,275		15,678,000		101	
2Q18	25,227		2,739		14,649,000		106	
3Q18	25,016		2,782		14,469,000		104	
4Q18	27,647		3,022		18,284,000		125	
1Q19	28,492	31%	11,803		15,542,000	-1%	111	
2Q19	29,637	17%	13,838		18,785,000	28%	118	
3Q19	27,629	10%	10,606		16,301,000	13%	112	
4Q19	31,301	13%	5,551		17,132,000	-6%	117	
1Q20	27,826	-2%	10,303	-13%	21,115,000	36%	152	
2Q20	21,050	-29%	4,013	-71%	17,077,000	-9%	102	
3Q20	29,316	6%	6,613	-38%	14,638,000	-10%	86	
4Q20	28,930	-8%	10,422	88%	16,787,000	-2%	108	
1Q21	33,038	19%	10,473	2%	16,745,000	-21%	107	
2Q21	33,752	60%	12,181	204%	16,966,000	-1%	118	
3Q21	33,042	13%	10,627	61%	16,064,000	10%	118	
4Q21	38,005	31%	11,246	8%	21,261,000	27%	129	
1Q22			15,797	51%	23,772,000	42%	163	

*4월 전국 단위 수출 잠정치(Bandtrass 기준) : 5,294천 달러(YoY 12.1%)

연도별	동사 전사 매출 (백만 원)		글로벌수출 (천 달러)					
	금액	yoy	강남		전국			
			수출금액	yoy	수출금액	yoy	수출중량(톤)	단가
2018	99,635		10,818		63,080,000			
2019	117,059	17%	41,798		67,760,000	7%		
2020	107,122	-8%	31,351	-25%	69,617,000	3%		
2021	137,837	29%	44,527	42%	71,036,000	2%		

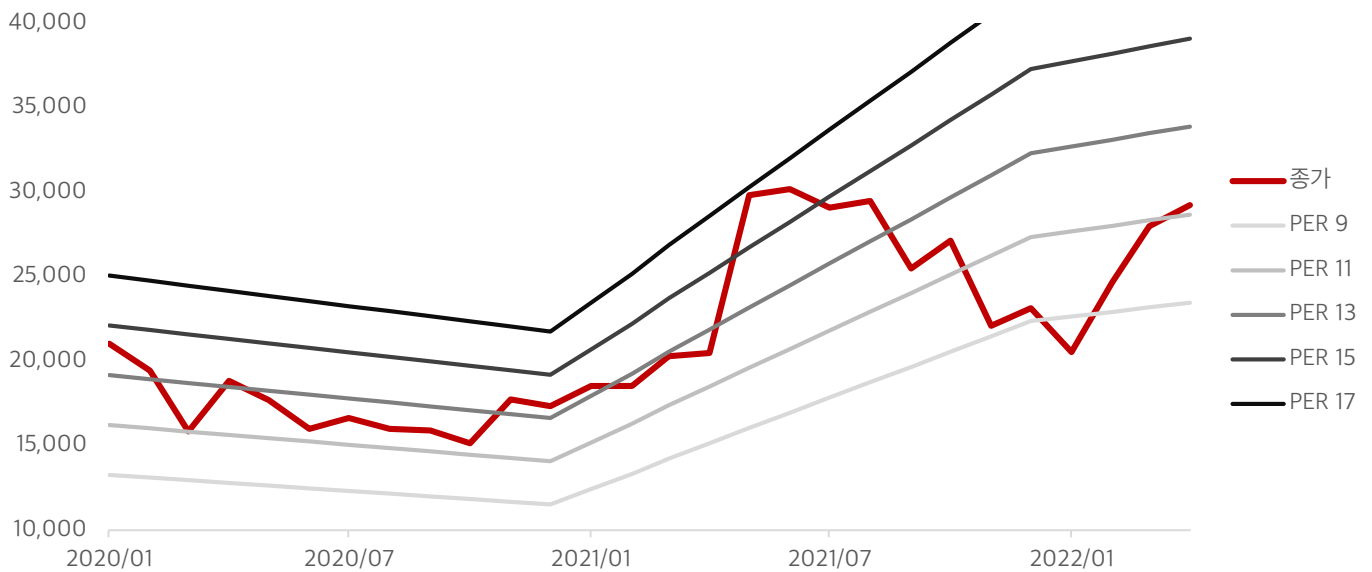
	동사 수출 매출 (천원)	환율(달러)	수출 합 (단위: 천달러)	강남 합계 (단위: 천달러)	인식 수출 매출액과 강남 수출 통계 비율
2019	90,998,821	1165.65	78,067.01926	41,798	53.54%
2020	74,430,871	1180.05	63,074.33668	31,351	49.70%
2021	97,508,341	1144.42	85,203.28289	44,527	52.26%

5.2. 동사 21년 1월 ~ 22년 3월 수출입통계 기준 체성분 분석기 분기별 ASP(수출금액/건수)



*HS Code : 9018.19(Unipass 기준)

5.3. 동사 2020~2021년 PER Band (22년 EPS는 Consensus 값)



5.4. 동사 연결재무상태표

연결재무상태표			
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021
자산	154,904	166,150	203,760
유동자산	74,044	84,351	110,110
현금및현금성자산	14,420	16,981	18,562
매출채권 및 기타채권	11,627	8,760	17,339
기타유동금융자산	26,211	40,510	52,943
기타유동자산	1,880	1,771	2,908
재고자산	19,907	16,329	18,357
비유동자산	80,859	81,799	93,650
유형자산	70,006	64,574	72,068
사용권자산	4,633	4,704	3,767
무형자산	758	727	1,323
투자부동산	1,735	6,691	7,365
관계기업투자	716	768	907
장기성매출채권	11	11	234
기타비유동금융자산	1,770	1,976	4,122
이연법인세자산	1,232	2,349	3,864
부채	15,073	15,968	19,978
유동부채	10,855	11,113	16,253
매입채무	960	535	1,163
기타유동금융부채	1,924	2,350	2,985
기타유동부채	2,159	3,716	4,897
유동리스부채	2,249	1,985	2,036
당기법인세부채	3,563	2,527	5,172
비유동부채	4,219	4,855	3,725
기타비유동금융부채	400	107	137
확정급여부채	1,258	1,938	1,757
비유동리스부채	2,561	2,810	1,831
자본	139,830	150,182	183,782
지배기업소유주지분	139,692	150,065	183,735
자본금	6,842	6,842	6,842
자본잉여금	471	471	471
이익잉여금	139,970	155,626	187,836
기타포괄손익누계액	-610	-943	571
기타자본구성요소	-6,981	-11,931	-11,984
비지배지분	138	117	47

5.5. 대주주 증여

회사 설립자이자 현재 최대주주인 차기철 대표이사의 작년 지분은 30%에 가까웠다. 그런데 지난 3월 11일 처음으로 차기철 대표이사는 자인 차인준 인도법인장에게 120만주(약 9%)가 넘는 주식을 증여하며 세습을 준비하고 있는 것으로 판단된다. 이 증여를 통해 차인준 인도법인장은 2대주주로 올라섰으며, 동시에 3월 주총을 통해 임기 3년의 사내 등기임원으로서 경영일선에도 올랐다.

이에 대한 대가로 증여세가 뒤따른다. 이는 어림잡아 200억원에 달할 전망이다. 증여 지분이 액수로 300억이 넘기 때문이다. 우선 상속세 및 증여세법(상증법)상 증여재산이 상장주식이면 증여일 이전, 이후 각각 2개월(총 4개월)의 최종시세 평균값으로 증여재산 가치가 매겨지며, 최대주주 및 특수관계인 주식은 20% 할증된다. 여기서 산출된 과세표준이 30억원을 넘으면 10~50%의 증여세율 중 최고세율인 50%가 적용된다. 증여재산의 60%를 세금으로 내야 하는 것이다.

세습을 위한 증여이므로 주식 매각에 대한 이슈는 없고, 현재 지분 중 일부를 납세담보로 공탁한 뒤 이외 주식을 담보로 대출을 받아 세금을 갚아나갈 가능성이 있다. 연부연납제도를 활용하고 배당수익이나 급여 등을 통해 재원을 만드는데 주력할 것으로 예상된다.

증여 공시가 발생한 3월 18일 주가는 시가 대비 증가에 5.12% 상승하며 양봉을 만들었다. 또한 앞서 언급한 상속세 및 증여세법(상증법)상 증여일 이후 2개월까지의 주가가 증여재산 가치 산정에 영향을 주기 때문에, 앞으로의 세습 타임라인은 알 수 없으나 최소한 3월 11일의 증여 이슈는 영향을 주지 않으리라 판단한다.

Notice.

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자 시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 따라서, 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.