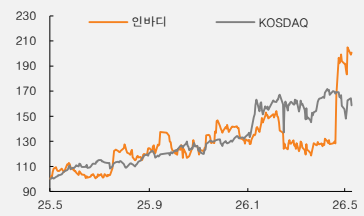


투자 의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 74,000원
현재주가(26/5/27)	46,400원
상승여력	59.5%

영업이익(26F,십억원)	52
Consensus 영업이익(26F,십억원)	48
EPS 성장률(26F,%)	54.7
MKT EPS 성장률(26F,%)	238.0
P/E(26F,x)	13.2
MKT P/E(26F,x)	8.8
KOSDAQ	1,133.13
시가총액(십억원)	626
발행주식수(백만주)	13
유동주식비율(%)	69.9
외국인 보유비중(%)	37.9
베타(12M) 일간수익률	0.46
52주 최저가(원)	23,200
52주 최고가(원)	47,350

(%)	1M	6M	12M
절대주가	54.4	60.0	87.1
상대주가	67.1	24.3	20.1



[첨단의료기기/디지털헬스]

김충현, CFA
choonghyun.kim@miraeasset.com

인바디

미국 비만 관리시장, 흥분해도 좋다!

GLP-1 2.0: 장래 비만 치료에서 중요해질 수밖에 없는 체성분 분석

① 체중감량도 질이 중요: 비만 관리의 판도를 바꾼 GLP-1 계열 비만치료제의 최근 임상적 과제는 ‘근육량 감소 최소화’. ‘25년 1월 FDA는 비만치료제 개발 가이드라인에서 체성분 평가의 중요성을 강조하기도. 이 과정에서 체성분 분석기 시장을 사실상 창조한 인바디의 가치가 부각되고 있음.

② 오프라인 체성분 분석 수요를 자극하는 원격의료 시장의 성장: 원격의료 플랫폼은 비만 치료의 지속성을 높이기 위해 오프라인 클리닉과 제휴하기 시작. 또한, 오프라인 클리닉은 원격의료 플랫폼과 차별화하기 위한 수단이 필요. 원격의료 플랫폼의 부상이 오프라인 서비스업체의 체성분 분석기 도입의 촉매로 이어지고 있음.

③ 최소 5,000억원 이상의 미국 비만 관리 시장: 위고비가 상용화된 ‘23년을 기점으로 병원은 미국 내 최대 고객으로 부상. 비만치료제가 비만 관리 시장을 만들며 새로운 시장이 열리고 있음. 미국 내 약 2.3만개의 비만 클리닉 및 MedSpa 관련 시장 최소 5,300억원 예상. 현재 미국 체성분 분석 시장이 3,000억원 수준이라는 점에서 의미있는 규모. 매년 3%씩만 침투해도 연간 약 200억원 매출 기대. 비만 관리 시장의 성장에 힘입어 인바디의 미국 매출은 ‘27년경 +1,100억원 달성 전망.

목표주가 74,000원으로 상향하며, 매수의견 유지

목표주가 상향: 목표주가배수를 동사의 7년이래 고점인 EV/EBITDA 12배(기존 8배)로 변경함에 따라 목표주가를 74,000원(기존 55,000원)으로 상향. 상승 여력이 59.5%인 점을 고려하여 매수의견 유지. 현 주가는 12개월 선행 EV/EBITDA 6.5배(지난 3년 평균 4.6배)로 과거 역사적 고점은 30배 이상 기록하기도.

최근 리레이팅은 비만이라는 트리거가 그동안 묻혀 있던 동사의 여러 장점(카테고리 창조자이자 오리지널 브랜드, 마진 개선, 훌륭한 재무 구조, 높은 수출 비중, 고객에게 돈을 벌어드주는 비즈니스 모델, 그리고 네이버)을 시장에 환기시킨 덕분.

우리가 제시한 목표주가는 12개월 선행 P/E 환산시 20배 수준. 리레이팅 구간에서 밸류에이션에 부담이 없다는 것도 큰 장점.

26년 예상 실적: 견조한 미국 성장에 힘입어 매출 2,776억원(19% YoY), 전사적 비용 절감 이니셔티브를 반영해 조정 EBITDA 640억원(33% YoY, 마진 23%).

결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	204	234	278	329	393
영업이익 (십억원)	37	37	52	63	79
영업이익률 (%)	18.1	15.8	18.7	19.1	20.1
순이익 (십억원)	33	31	47	54	67
EPS (원)	2,422	2,266	3,506	3,982	4,995
ROE (%)	12.7	10.4	14.0	14.1	15.6
P/E (배)	9.6	14.5	13.2	11.7	9.3
P/B (배)	1.1	1.4	1.7	1.5	1.3
배당수익률 (%)	1.7	1.8	1.3	1.3	1.3

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

CONTENTS

비만 치료시장 및 주요 Q&A	3
1. GLP-1 2.0: ‘체중 감량의 양’보다 ‘체중 감량의 질’에 주목	3
2. 오프라인 체성분 분석 수요를 자극하는 원격의료 시장의 성장	5
3. 최소 5,000억원 이상의 미국 비만 관리 시장이 열린다.	7
4. 인바디의 숨겨진 힘, 직접 영업 전략	9
5. 주요 Q&A	10
주요 차트 및 리스크	14
1. 주요 차트	14
2. 리스크	17

비만 치료시장 및 주요 Q&A

1. GLP-1 2.0: '체중 감량의 양'보다 '체중 감량의 질'에 주목

성인의 40% 이상이 비만(BMI 30 이상)으로 분류되는 미국시장에서 GLP-1 계열 비만치료제는 그야말로 폭발성장하고 있다. Wegovy와 Zepbound로 대표되는 **GLP-1 계열 약물**은 임상시험에서 최대 15~20%의 체중 감소 효과를 입증하며 비만 치료의 판도를 바꾸었다. 1Q23 31억 달러에 불과했던 비만용 GLP-1 처방액은 3년 만인 4Q25 121억 달러까지 상승했다. '24년 기준 미국 성인 8명 중 1명이 GLP-1 계열 약물을 처방받은 경험이 있을 정도다.

그러나 **GLP-1 계열 비만치료제가 확산되면서 '근육량 감소 최소화'라는 새로운 임상적 과제가 부상하기 시작했다.** 메타분석 결과(Karakasis et al., Metabolism, 2025)에 따르면 GLP-1 치료로 감소하는 체중의 약 25%는 지방이 아닌 제지방(lean mass), 즉 근육에서 발생한다. Nature Reviews Endocrinology의 리뷰에서는 영양·운동 개입이 병행되지 않을 경우 총 체중 감소의 최대 40%가 근육에서 비롯될 수 있다고 보고한다. 근손실은 기초대사량 저하, 투약 중단 후 체중 재증가, 장기적인 낙상 및 기능 저하 위험 증가로 이어진다는 점에서, 단순 체중 수치만으로는 치료의 질을 평가할 수 없다는 인식이 확산되고 있다.

이에 따라 임상 현장에서는 지방량과 골격근량을 구분하여 추적하는 체성분 분석(Body Composition Analysis, BCA)의 필요성이 부상하고 있다. 2025년 1월 미국 FDA는 비만 치료제 개발 가이드라인 초안에서 체중 감소뿐 아니라 지방량과 제지방량 등 체성분 평가의 중요성을 강조하기도 했다.

비만 관리에서 체성분의 중요성이 강조되면서, 사실상 체성분 분석기라는 카테고리 창조자인 인바디의 가치가 부각되기 좋은 환경이 조성되고 있다. 이러한 트렌드는 다수의 임상시험 사례에서도 관찰되고 있다.

그림 1. GLP-1 계열 약물이 제지방량에 미치는 영향

Pharmacologic agent	Population	Measurement	Body weight change, %	Lean change, %
Semaglutide (STEP 1) ¹	BMI ≥ 30 or ≥ 27 kg/m ² + comorbidity; no diabetes	DEXA (lean mass)	-14.9	-13.2*
Semaglutide (SUSTAIN 8) ²⁵	Type 2 diabetes	DEXA (lean mass)	-6.0*	-4.5*
Tirzepatide (SURMOUNT-1) ²	BMI ≥ 30 or ≥ 27 kg/m ² + comorbidity; no diabetes	DEXA (lean mass)	-20.9 †	-10.9
Liraglutide + lifestyle (Neeland et al ²⁶)	BMI ≥ 30 or ≥ 27 kg/m ² + metabolic syndrome; no diabetes	MRI (lean volume)	-6.6	-2.5
Liraglutide (Lundgren et al ²⁷)	BMI ≥ 32 kg/m ² ; no diabetes	DEXA (lean mass)	-0.7*	0.0*
Liraglutide + exercise (Lundgren et al ²⁷)			-3.5*	+0.8*

자료: Neeland et al., Circulation, 2024, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 비만치료제 개발에서 체성분 분석의 중요성을 권고한 FDA

Loss of lean mass is observed after weight reduction in patients with obesity or overweight regardless of intervention type (lifestyle, bariatric surgery, or pharmacotherapy). Patients with obesity or overweight have greater lean mass than lean individuals, including greater muscle mass, higher bone density, increased organ weight (i.e., liver, kidneys, and pancreas), and greater absolute total body water (despite lower percentage body water). In pharmacological trials, reduction of fat mass has typically accounted for 60% to 90% of weight reduction, and the accompanying reduction in lean mass has not been considered adverse. To ensure that drug-induced or biologic-induced weight reduction is caused primarily by a reduction in fat content, not lean-body mass, a representative sample of trial subjects should have a baseline and follow-up measurement of body composition by DXA or a suitable alternative. Sponsors seeking an efficacy claim related to changes in body composition would need to consult with FDA early in development to align on the clinical condition being treated. Trial design, including appropriate choice of population and selection of endpoints that measure how a patient feels, functions, or survives, to potentially support such a claim is beyond the scope of this guidance.

자료: FDA, 미래에셋증권 리서치센터

뉴욕 비만 전문의 팀이 세마글루타이드 및 티르제파타이드 처방 환자 200명을 대상으로 InBody 570으로 0.3·6개월 체성분을 측정한 전향적 코호트 연구(Peralta-Reich et al., **ECO 2025 발표 초록, 미출판**)에서는 의사 지도, 저항성 운동, 충분한 단백질 섭취를 병행할 경우 남성 기준 근육 손실이 총 체중의 1.2%에 불과했음을 확인하여 European Congress on Obesity(ECO 2025)에서 발표했다.

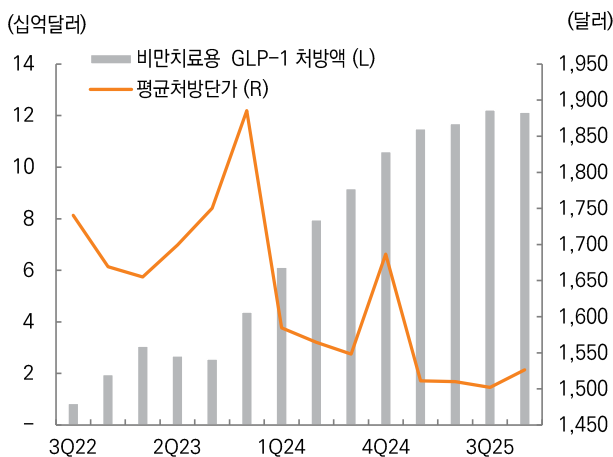
미국 밀워키 저소득층 비만 관리 프로그램에서 티르제파타이드와 구조화된 생활습관 개입을 결합한 연구(Edens et al., **Obesity Science & Practice, 2026**)에서도 InBody 570을 방문 시마다 측정 도구로 활용하였으며, 프로그램 순응군의 골격근량 손실 비율이 12.22%로 SURMOUNT-1 임상시험(25~40%)보다 현저히 낮았다.

두바이 Genesis Healthcare Centre에서 세마글루타이드 및 티르제파타이드를 처방받은 비만 환자 269명을 12개월간 추적한 실사용 연구(Bhatti et al., **Obesity Pillars, 2025**)에서는 InBody 370S를 공식 체성분 측정 도구로 채택하여 골격근량, 체지방량, 내장지방의 변화를 반복 측정했으며, 운동과 단백질 섭취를 병행했을 때 골격근량이 6개월 이후 안정화됨을 확인했다.

스페인 세비야 대학병원에서 세마글루타이드를 처방받은 제2형 당뇨 동반 비만 환자 88명을 대상으로 한 연구(Rodríguez Jiménez et al., **Frontiers in Endocrinology, 2024**)에서는 InBody 770이 24주간의 체성분 추적 도구로 채택되어, 체중 감소가 주로 지방에서 비롯됨을 객관적으로 입증했다.

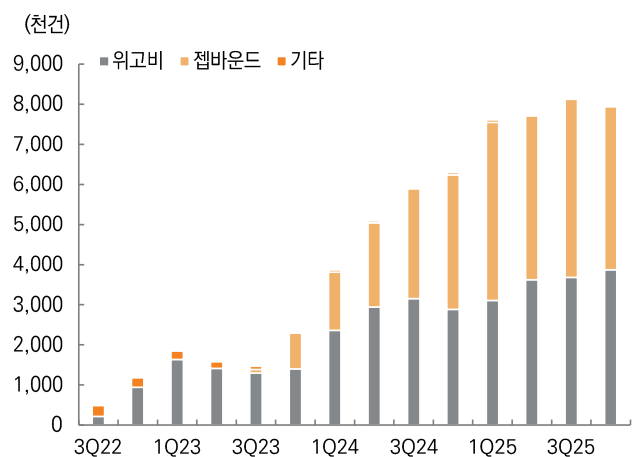
이처럼 GLP-1 치료에서 근육 보존이 핵심 임상 과제로 부상하는 가운데, GLP-1 치료의 체성분 모니터링 도구로 인바디가 활용되고 있음을 확인할 수 있다.

그림 3. GLP-1 기반 비만치료제 처방액 및 평균 단가 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. GLP-1 기반 비만치료제 처방 건수 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

2. 오프라인 체성분 분석 수요를 자극하는 원격의료 시장의 성장

체중감량 치료에서 체성분 분석의 중요성은 비단 임상시험에서만 아니라 실제계에서도 높아지고 있다. GLP-1 치료의 단점 중 하나인 낮은 치료 지속성을 개선하고, 비만 관리 서비스 업체들의 차별화 전략 수립을 위해 체성분 분석이 활용되고 있는 것이다. 실제로 미국 비만 클리닉과 MedSpa에서 인바디를 활용하는 다양한 사례가 관찰된다.

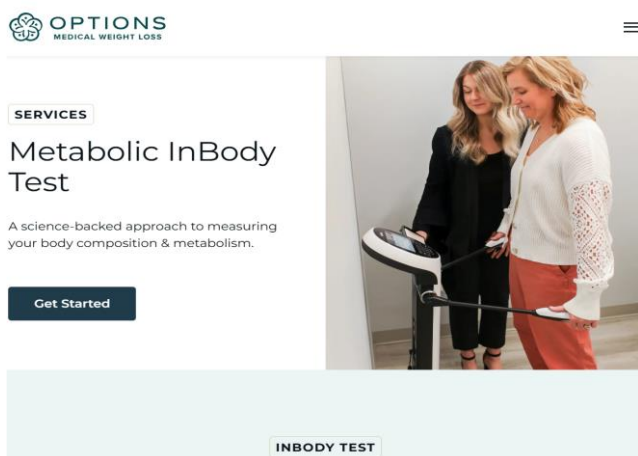
① **Options Medical Weight Loss(프랜차이즈 전국 표준화):** 미국 최대 비만 클리닉 프랜차이즈 중 하나인 Options Medical Weight Loss는 'Metabolic InBody Test'를 전 지점의 무료 초진 상담에 기본 포함시키고 있다. Premium Rx+에는 주간 InBody 측정 및 원격 체성분 모니터링이 포함되며, 모든 플랜에 가정용 InBody 스케일 구매 할인권이 제공되어 클리닉 방문과 홈 모니터링을 연결하는 생태계를 구축하고 있다.

② **Thrive Medical Weight Loss(GLP-1 전용 5단계 프로토콜):** 캘리포니아 소재 Thrive Medical Weight Loss는 GLP-1 처방과 InBody 체성분 분석을 결합한 5단계 케어 프로토콜을 운영하고 있다. 신규 환자는 초진 시 InBody 스캔으로 기준치를 설정하고, 이후 2~4주 간격으로 재방문하여 근육 대 지방 손실 비율, 내장지방 변화를 추적한다. 골격근량이 감소하는 것이 확인되면 식단·운동 프로토콜을 즉시 수정하는 피드백 루프를 가동한다.

③ **Enara Health × InBody BWA(디지털 플랫폼과의 파트너십):** 캘리포니아 산마테오 소재 디지털 비만 케어 기업 Enara Health는 2024년 4월 InBody BWA와 파트너십을 체결하고, GLP-1 처방 환자의 근손실 방지를 위한 'Muscle Preservation Pathway'를 출시했다. 해당 파트너십은 Medicare의 세마글루타이드 심혈관 예방 적응증 확대 타이밍에 맞춰 발표되었으며, 일차의료 및 심장내과 클리닉으로의 확산을 목표로 하고 있다.

④ **Revive MedSpa (복수 수익 모델):** 텍사스의 Revive MedSpa는 6주 프로그램(\$150)에 주간 InBody 측정을 포함하면서, 프로그램 비가입자에게는 건당 \$10의 walk-in 체성분 분석을 별도 판매하는 이중 수익 구조를 운영하고 있다. 이 외에도 일리노이주 Serotonin Centers (Naperville), 인디애나주 Femme Med and Spa 등은 각각 "모든 방문객의 첫 번째 데이터 수집 포인트"로 InBody 스캔을 운영 중이다.

그림 5. Option Medical Weight Loss에서의 인바디



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. Thrive Medical Weight Loss와 인바디

GLP-1 Weight Loss Success Story: Jane's Transformation

Before getting in touch with Thrive, Jane had tried multiple weight loss programs with varying degrees of disappointing results, but had heard promising things about Thrive's GLP-1 programming.

Jane's goals were to lose not just weight, but body fat while maintaining her muscle mass. Her initial InBody scan established an essential baseline that revealed where her body composition was at, where she wanted it to be, and the path to get there:

- Weight: 180.1 lbs
- Percent Body Fat: 46.9%
- Skeletal Muscle: 52.7 lbs

After just nine months of Thrive's integrated program, Jane was astounded by the tremendous progress made tangible by her routine InBody scan:

- Weight: 150.3 lbs (↓ 30 lbs)
- Percent Body Fat: 37.7% (↓ 9.2%)
- Muscle: 51.6 lbs (preserved)

Metric	Before Thrive (Baseline)	After 9 Months	Change
Weight	180.1 lbs	150.3 lbs	↓ 30 lbs
Percent Body Fat	46.9%	37.7%	↓ 9.2%
Skeletal Muscle	52.7 lbs	51.6 lbs	Maintained

자료: 미래에셋증권 리서치센터

이처럼 인바디는 미국 비만 클리닉과 MedSpa에서 서비스 객단가를 높이고, 고객 유지율을 높이는 도구로써 다양하게 활용되고 있다.

나아가 최근 GLP-1 처방에서 큰 폭의 가격 할인이 제공 가능한 Hims&Hers, Ro 같은 원격의료 플랫폼의 부상도 주목할 만하다. **원격의료 플랫폼의 부상은 비만치료 지속성 향상과 비만 관리 서비스 업체들의 차별화전략과 더불어 체성분 분석 수요 증가로 이어질 수 있기** 때문이다. 참고로 지난 '26년 3월 Novo Nordisk는 Hims&Hers와 직접 파트너십을 맺어 정품 Wegovy를 월 \$299에 공급하기 시작했다.

원격의료 플랫폼이 중요한 첫 번째 이유는 **원격의료 플랫폼과 오프라인 클리닉이 제휴할 가능성이 높아지는** 것이다. 원격의료 플랫폼은 비만치료제 구입가격을 낮추는데 기여할 수 있지만, 낮은 치료 지속성이라는 구조적인 한계에 부딪히는 것은 마찬가지다. Prime Therapeutics의 실사용 데이터에 따르면 비당뇨 비만 환자의 GLP-1 3년 지속률은 8%(12명 중 1명)에 불과하며, 고효능 약물(Wegovy 등)로 한정해도 14% 수준이다.

낮은 가격으로 신규 환자를 유치한 후, 오프라인 클리닉의 정기적인 체성분 분석을 통해 근육 유지, 내장지방 감소 등 눈에 보이는 진전을 데이터로 제시함으로써 환자의 치료 지속을 유도하는 수단으로 활용될 수 있다. 대표적인 사례가 Eli Lilly다. **Eli Lilly는 LillyDirect 플랫폼을 통해 knownwell 등 복수의 비만 케어 제공자와 협력하고** 있다. knownwell은 달라스·시카고·보스턴에 오프라인 클리닉을 운영하면서 동시에 LillyDirect를 통해 전국 50개 주에 원격진료를 제공하는 하이브리드 모델을 구축하고 있다. **원격의료 플랫폼이 오프라인 클리닉과 파트너십을 맺는 트렌드는 확대될 가능성이 높아보이며, 이러한 클리닉들은 향후 인바디의 고객이 될 가능성이 역시 높아 보인다.**

두번째 이유는 **오프라인 비만 관리 프로그램들이 가격경쟁력을 앞세운 원격의료 플랫폼 대비 비가격적 차별화 수단으로 인바디를 적극 활용할 수 있는** 것이다. 인디애나주 Pure Regenerative Medicine의 Shah 원장은 InBody 스캔, 정밀 혈액 검사, 영양·운동 모니터링의 결합을 클리닉의 핵심 차별점으로 내세우며, "데이터 기반의 대면 케어(Physician-supervised, in-person care)"를 전면에 내걸고 있다.

결론적으로 **원격의료 플랫폼이 주목받는 현상이 어떤 방식으로든 오프라인 클리닉과 연동될 가능성이 높아지면서 인바디에 우호적으로 작용하고 있는** 것이다.

3. 최소 5,000억원 이상의 미국 비만 관리 시장이 열린다.

그렇다면 이 비만 관리 시장 규모는 얼마나 될까? 미국에는 약 13,000개 이상의 비만 클리닉(IBIS World 기준, 의료기관 제외)과 약 10,000개 이상(AmSpa 2024 Report 기준)의 Medspa가 존재한다. 따라서 인바디 580 모델 기준으로 단순 환산하면 **미국 비만 관리 시장의 TAM이 약 5,300억원 규모에 달한다**. 그런데 이는 각 지점이 1개의 인바디를 도입한다고 가정했기 때문에 복수의 인바디를 도입한다면 그 수치는 더 커질 수 있을 것이다.

시장조사기관인 P&S Intelligence에 의하면 **미국 체성분 분석 시장은 2024년 기준 2.5억달러(약 3,700억원)로 매년 9.6% 성장하여 2030년에는 4.3억달러(약 6,500억원)에 이를 것으로 추산된다는 점**에서 비만 관리 시장은 인바디의 새로운 성장동력으로 손색이 없다.

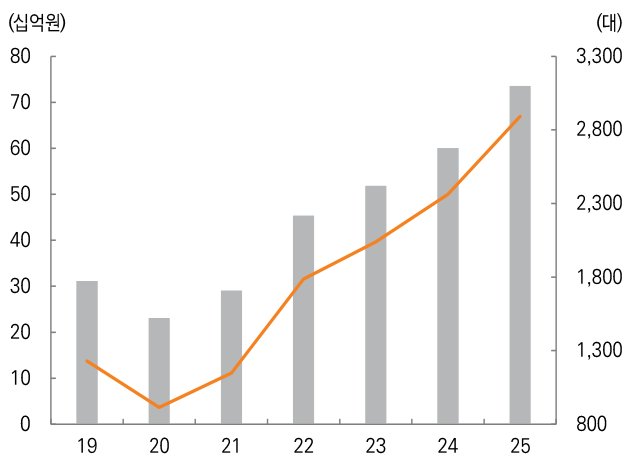
인바디의 역사는 개척의 역사다. 인바디는 국내시장에서 초기 고객으로 한의원을 발굴하며 체성분 시장을 만들기 시작해서 피트니스센터, 건강검진센터, 지자체, 건강기능식품 등 신규 수요처를 꾸준히 발굴하며 성장했다. 마찬가지로 미국에서 초기에는 피트니스센터 중심으로 시장을 개척해서, 2020년대 들어 병원 시장을 개척했다.

특히 위고비가 상용화된 2023년을 기점으로 병원은 인바디의 미국 내 최대 고객군으로 부상했다. **지난 3년간 GLP-1 비만 치료제는 폭발적으로 성장하면서 병원과 더불어 비만 클리닉(비의료기관 포함)과 MedSpa라는 새로운 시장도 열리고 있는 것이다.**

물론 지난 몇 년간 군부대, NASA, 프로 스포츠 구단 등 정말 다양한 고객군을 발굴해 왔으나, **세계적으로 인바디의 주력 고객의 특징은 인바디를 통해 스스로의 추가 수익을 창출할 수 있는 고객들이다.** 병원, 피트니스센터에 이어 비만 관리 시장이 기대되는 또 다른 이유다.

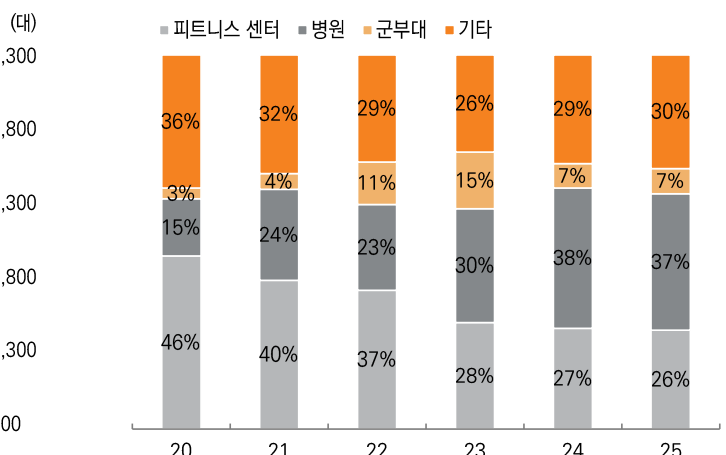
미국은 고가 모델 중심으로 영업이 진행되고 있다는 점에서 인바디 평균 판매단가를 약 2천만 원으로 가정하면 인바디는 작년에만 2천대 후반이 판매되었다고 볼 수 있다. 그런 점에서 올해 10% 성장을 위해서는 작년보다 300대 정도 장비를 더 판매해야 하는데, 이는 비만 관리시장의 1~2%만 침투해도 가능한 수치다. 보수적으로 **매년 비만 관리 시장의 3%씩만 침투해도 연간 200억원 가까운 매출이 기대되는 것이다.**

그림 7. 인바디 미국 매출 및 추정 장비 출고 대수



자료: 인바디, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 미국시장 고객사별 매출 비중 추이



자료: 인바디, 미래에셋증권 리서치센터

만약 비만 관리 시장이 2023년부터 침투가 시작되었다고 가정해도 침투율은 5~10%에 불과할 것으로 추정된다. 어떤 경우라도 비만 관리 시장은 성장동력으로써 매력적이다.

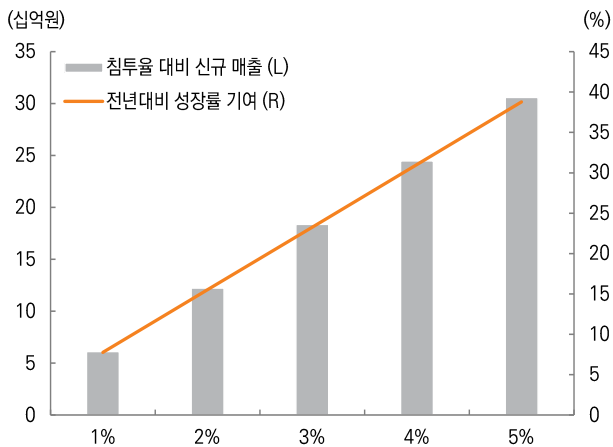
더불어 **비만치료에서 근육량 감소 최소화로 인해 제약사도 새로운 고객으로 부상하고 있는 것도 주목할 만하다.** 실제로 특정 제약사가 4Q25부터 1Q26에 걸쳐 970장비를 대량 구매하기도 했다. GLP-1 개발에서 체성분 분석의 중요성을 FDA가 강조한 시점이 2025년이라는 점에서 이러한 수요는 더욱 늘어날 수 있다.

물론 관점에 따라서 제약사향 매출 기회를 크지 않게 볼 수도 있을 것이다. 만약 실제로 제약사향 매출 기회가 크지 않더라도 인바디에게는 매출보다 더 좋은 기회가 있다. **인바디의 가치가 논문으로 남기 때문이다.** 따라서 제약사향 매출은 인바디의 브랜드 가치 강화에 상당히 긍정적으로 평가하며, 비만 관리를 포함한 병원 관련 영업에 상당한 도움이 될 수 있다.

재밌는 사실은 체성분 분석기를 활용한 GLP-1 치료 논문의 대부분이 BIA 장비로 표기되어 있긴하나, 인바디를 제외하면 정식논문, 초록, 학회 발표 등에서 Tanita, Seca 등 경쟁사로 거론되는 기업들의 정보는 찾기 어려웠다. 이는 반대로 생각하면, 임상 현장에서 그만큼 인바디가 인정받고 있다는 근거가 될 수 있지 않을까 한다.

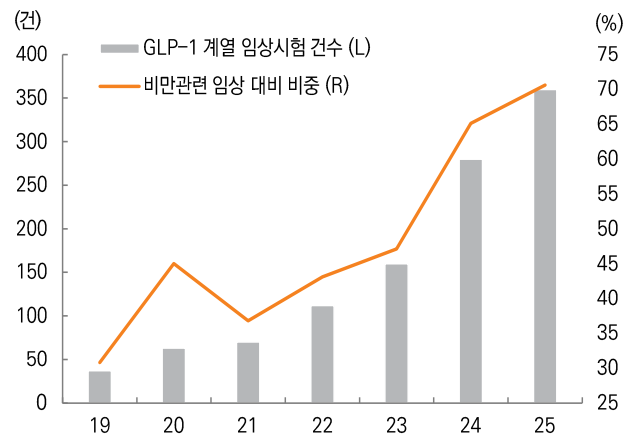
현재 인바디의 미국 매출은 2025년 780억원을 돌파하며 전체 매출의 34% 수준까지 확대되었다. 비만 관리 시장의 부상과 더불어 **인바디의 미국 매출은 2027년 1,100억원 이상을 달성할 가능성이 높아 보인다.** 바이오, 제약사, 의료기기, SaMD까지 통틀어서 미국에서 1,000억원 이상 매출이 나는 국내 기업은 아직 매우 드물다.

그림 9. 비만 관리 시장 침투율 대비 신규 매출 기여 민감도



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. GLP-1 계열 비만치료제 추정 임상시험 건수 추이



자료: Global data, 미래에셋증권 리서치센터

4. 인바디의 숨겨진 힘, 직접 영업 전략

인바디에 대해서 많은 투자자들이 공통적으로 어려워하는 영역이 “실적 추정”이다. 이렇다 할 산업 데이터도, 상장된 경쟁사도 없는 상황에 심지어 수출 기업임에도 관세청 수출 데이터도 잘 맞지 않는다. 게다가 소모품이라고 할 만한 것도 많지 않고, 교체 수요도 많지 않아 매분기 신규 수요를 확보해야 성장이 가능한 구조다.

그런데 인바디는 이 놀라운 일, 즉 신규 고객을 확보해서 성장하는 일을 매년 거듭해서 해내고 있다. 여기서 우리가 주목해야 할 점은 인바디의 영업 역량이다. 이 **영업 역량은 인바디의 브랜드 가치와 더불어 인바디를 지탱하는 가장 강력한 무기**다.

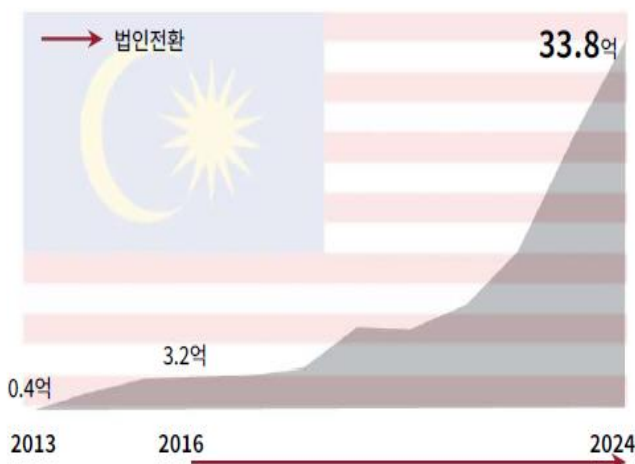
상술했듯이 인바디는 유사 기업이 사실상 없고, 체성분 분석이라는 개념이 여전히 전 세계적으로 낯선 개념이기 때문에, 파트너를 이용한 영업을 하면 좋은 성과를 달성하기 어렵다. 그래서 인바디는 직접 영업 전략을 통해 스스로 직원을 교육하고, 그들이 끊임없이 새로운 수요처를 발굴하는 것을 장려한다.

영업직원도 신입사원을 선호하는데, 호주 법인장, 아시아 법인장, 인도 법인장이 모두 신입사원 출신이다. 몇 년 전부터는 아예 **신입사원이 미래의 CEO가 될 수 있도록 육성하는 프로그램인 GBD(Global Business Development)를 런칭**하기도 했다.

신입사원부터 영업 마인드로 단련된 영업사원이 끊임없이 새로운 수요처를 발굴하는 것이야말로 인바디의 숨은 저력이다. 이미 성숙 시장에 접어든 국내 시장에서 매년 100억원 초중반의 매출이 발생하는 것도 이런 문화 덕분이다. 인바디를 조사 분석하다 보면 ‘미국 군부대’처럼 뜬금없다라는 표현이 어울릴 정도의 고객을 발굴하기도 하는데, 모두 콜드콜(Cold-Call)에 의한 수요 창출이다.

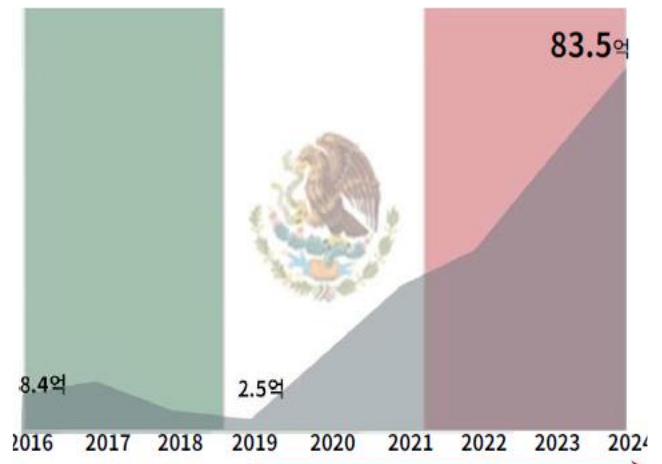
그런 관점에서 살펴보면, 인바디는 작년 100명 이상의 신입사원을 GBD로 채용하였다. 모두 해외로 파견될 재원이다. 당시에는 비용 증가에 의한 마진 훼손으로 보는 시각이 대부분이었다. 그러나 관점을 바꿔보면 **앞으로 100명 이상의 영업사원이 해외에서 신규 고객을 발굴할 것이다**. 인바디의 가치를 산정할 때 참고가 될 수 있는 부분이다.

그림 11. 말레이시아의 법인전환 효과(2016년)



자료: 인바디, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. 멕시코의 법인전환 효과(2019년)



자료: 인바디, 미래에셋증권 리서치센터

5. 주요 Q&A

1) 미국 비만 및 병원 시장

Q) 미국 시장 침투율은?

A) 시장조사기관인 P&S Intelligence는 미국시장 규모를 약 3,700억원정도라고 보는데 작년 우리의 미국 매출이 790억원 정도되니 약 20% 수준이다. 그런데 우리가 현장에서 체감하는 수준은 아직 초기 시장에 가깝다고 생각한다. 정확한 시장 규모나 침투율 산정은 좀 더 시간이 필요해 보인다. 참고로 한국은 성숙 시장임에도 전문가용 연간 5,000대 정도가 팔리는데, 이게 모두 신규 매출이다. 미국은 연간 약 2,000~3,000대 팔리는데, 인구 대비로 보면 한국의 5,000만 명 대비 미국 3억 명에 2,000~3,000대이므로 성장 여지가 훨씬 크다. 미국이 판매 단가가 더 높은 이유는 직판을 하기 때문이다.

경쟁 측면에서 피트니스 센터는 경쟁사가 일부 침투한 것이 확인되지만, 비만클리닉이나 병원 등 의료목적에 가까워질수록 우리의 영향력이 커지는 구조다. 의료 목적 시장(체성분 및 체수분)은 사실상 우리가 시장을 만들고 있다고 생각한다. 세포 수분비나 위상각 같은 지표는 우리제품에서만 제공되는 기능도 있다. Mayo Clinic 같은 병원에도 우리제품이 활용되고 있다. Dexa는 종합병원에서 골밀도 측정 용도로 더 많이 활용된다.

Q) 비만 클리닉에서는 어떻게 활용되고 있나?

A) 첫 방문 손님 유치 목적, 패키지 서비스 판매목적, 단일 서비스 등 다양한 용도로 활용한다. 과거에는 병원에서 DEXA가 간헐적으로 번거롭고 비용이 많이 들고, 방사선 피복 이슈로 인해 우리 제품이 비만 시장에서 자리잡고 있다. 또한 클리닉 입장에서도 약을 계속 팔려면 효과가 보여야 하기 때문에 이런 관리가 필요하다.

Q) GLP-1 보험 처리와 관련해 저희 제품이 수가에 연결될 가능성이 있나요?

A) 당장 보험 수가로 연결되기는 어렵다. 다만 미국에서 위고비의 보험 청구시 우리 제품을 이용한 분석 자료가 증빙 자료로 받아들여지는 것으로 보인다. 우리가 보험시장에서 집중하는 영역은 림프부종, 신부전 쪽으로 수가 전환을 위해 전담팀이 노력하고 있다.

Q) 제약사가 인바디 제품을 구매하면 어떻게 활용하는건가?

A) 임상 시험용으로 가져간 것이 맞다. 체성분을 측정하는 방법은 여러 가지가 있는데, 가장 전통적인 방법은 수중 측정이고, 텍사(DEXA)는 누워서 엑스레이로 촬영하는 방식인데 덩치가 크고 가격도 비싸고 방사선 노출 문제도 있어서 임상에서 간편하게 쓸 수 있는 체성분분석 장비로 저희 제품을 활용하는 것 같다. 실제로 특정 제약사가 4Q25부터 1Q26에 걸쳐 970장비를 대량 구매하기도 했다.

관점에 따라서는 반복 매출이 아닌 것이 아니냐고 볼 수도 있지만, 우리는 또 하나의 수요처가 만들어졌다고 판단한다. 중요한 건, 의사나 관리자 입장에서 환자 예후 관리를 위해 이 제품이 필요한 구조가 된다는 점이다. 한국에서도 과거에 한의원에서 다이어트 한방약 처방을 위해 인바디를 채택했던 것처럼, 약을 투여하고 몸의 변화를 객관적으로 보여주는 수단으로 활용될 수 있을 것이다.

Q) 미국 메디컬 시장에서 비만 외에 어떤 분야에서 많이 쓰이나요?

A) 요즘 많이 쓰이는 분야가 림프부종과 신부전 영역이다. 유방암 수술 후 체수분 밸런스가 무너지는데, 과거에는 육안으로만 부기를 확인했지만 이제 객관적인 데이터로 측정할 수 있게 됐다. 투석 시에도 몸의 수분 밸런스를 알아야 하기 때문에 활용된다. 우리 제품이 치료제가 아니라 보조 지표로 쓰이는 것이다. 약물 투여 후 예후 관찰 때 몸의 변화를 측정하는 용도다.

2) 영업 전략

Q) 직접 영업을 선호하는 이유는?

A) 인바디라는 제품 특성상 파트너사에게 권리를 주면 그들이 특정 분야에만 특화되는 경향이 있고, 다른 분야로 확장이 어렵다. 실제로 직판으로 전환되어야 매출이 빠르게 증가한다. 우리는 채용 시 경력직보다 강한 추진력을 갖춘 신입사원을 선호한다. 인턴 과제 중 하나가 인바디 제품 하나를 직접 팔아오는 것이 있을 정도였다.

실제로 우리의 KPI 중 하나가 새로운 수요처를 발굴하는 것이다. 한국을 예로 들면, 이제 침투율이 다 찼다고 생각하지만 여전히 전문가용 인바디는 연간 100억 초중반의 매출을 창출한다. 모두 다 신규매출이고, 노인정, 학교, 태권도 도장까지 들어가고 있다. 이렇다 보니 아직 시장점유율이나 침투율을 측정하기가 어렵다는 것도 있지만, 하면 된다는 마인드가 사내에 퍼져있는 것도 사실이다.

군부대에 납품하게 된 것도 타깃을 정해서 전략적으로 뚫은 게 아니라 그냥 콜드 콜을 하다가 성사된 것이다. 호주 법인장, 아시아 법인장, 인도 법인장이 모두 신입사원 출신이다.

Q) 작년 늘어난 직원도 영업사원인가?

A) 원래 800대 후반이었다가 작년 초 1,000명으로 올라갔고, 1Q26 1,040명을 넘어섰다. GBD(Global Business Development)라는 이름으로 신입 인력을 채용했다. 시장을 개척하라는 목적으로 재무, 마케팅, 임상 등 복합 교육을 시킨 후 해외에서 CEO 역할을 할 수 있도록 육성하는 제도다. 대부분 언어 능력이 있는 대졸 신입들이며, 창업자 자체분도 이 제도로 입사해 인도시장을 개척한 바 있다.

다만, 한 번에 대량으로 채용하다 보니 비용 이슈가 생겼고, 1Q25 영업이익률이 12%까지 낮아지기도 했다. 정기적인 채용 주기가 있는 건 아니지만, 앞으로는 이익률을 고려하여 계획할 예정이다. GBD 인력은 꾸준히 증가할 것이다.

Q) 해외에서 현재 확장을 노리고 있는 주요 시장은 어디인가요?

A) 덩치가 가장 큰 시장은 미국, 한국, 유럽이고, 성장률이 빠른 곳은 멕시코, 중남미다. OECD 국가 중심으로 진출할 예정이며, 유럽에서는 기존 네덜란드, 영국 외에 파리, 스위스, 폴란드에 오피스가 생겼고, 스페인, 이탈리아도 진출 예정이다.

미국은 캘리포니아 지역이 매출의 20% 이상을 차지하고 있고, 동부, 서부 법인 외에 중간 지역과 캐나다 쪽으로도 지사 형태 확대를 계획 중이다. 법인 설립보다는 오피스를 만들어 영업사원들이 활동하는 형태로 비용을 최소화하고 있다. 확실히 거점이 있는 곳과 없는 곳의 매출 차이가 있다.

유럽은 퇴사 직원들이 지사를 차려 일종의 독립 대리점 형태로 운영하는 방식도 활용하고 있다.

Q) 멕시코, 중남미 성장이 빠른 이유는요?

A) 비만 클리닉들이 미국에 많이 생기고 있고, 피트니스 센터에서 의사를 고용해 GLP-1 처방 서비스를 제공하는 곳도 생기고 있다. 멕시코와 중남미 성장이 빠른 이유를 맞춰 보니 비만율이 높은 나라들이다.

멕시코는 OECD 비만율 최상위권이고 브라질 등도 비만율이 높다. 이 시장에서는 비만 클리닉뿐만 아니라 뉴트리션(건강기능식품) 업소에서 우리 제품을 많이 가져간다. 그들은 체성분 측정에 과금을 하고 세분화된 가격 체계를 운영한다. 시장이 커질수록 더 많은 수요가 창출될 것으로 본다.

Q) 중국 카피캣 우려가 과거에 많았는데, 지금도 그 우려가 있나요?

A) 지금도 경쟁사는 많다. 중국에도 있고, 한국에도 있고, 독일의 세카, 호주의 이볼트 등이 있다. 8점 터치 기술은 이제 우리 특허가 풀려서 경쟁사들도 외형적으로는 똑같이 따라 만들 수 있다. 그러나 측정값을 결과치로 끌어내는 알고리즘은 우리의 가장 큰 강점이다. 이 기술로 인해 정확도와 재현도에서 차이가 난다.

통상 카피 제품들은 정확도보다는 트렌드 파악 용도에 효용이 큰 피트니스 시장에서 가격 경쟁을 하고 있다. 반면 군부대, NASA, 프로스포츠 구단, 병원처럼 정확도가 중요한 곳에서는 우리 제품의 경쟁력이 독보적이다. 예를 들어 미국 해병대, 육군 매뉴얼에 "인바디 770만 사용한다"고 명확하게 쓰여 있다. 저희는 가격 경쟁보다는 선도기업으로서의 포지셔닝을 유지하려고 한다.

3) 기타

Q) 770과 970 등 모델 간의 차이는 무엇인가요?

A) 기본 원리는 같다. 모델이 올라갈수록 더 높은 주파수를 사용한다. 970이 3MHz로 가장 높고, 770은 약 2.5MHz정도다. 주파수가 높을수록 측정 항목이 더 많아진다고 보면 된다.

Q) 네이버가 지분을 인수한 후 협업 진행 상황은 어떻게 되나요?

A) 조만간 파일럿 프로젝트가 시작될 것 같고, 국내에서 시작해 일본으로 확장할 수 있다. 시장에 공유할 만한 구체적인 타임라인은 아직 정해진 바 없다.

Q) 가정용 제품 성장은 어떻게 되고 있나요?

A) 가정용도 꾸준히 성장하고 있다. 가정용 전체 매출 중 국내가 50%, 미국이 40%, 나머지 해외 지역이 10% 정도다. 다만, 가격대가 30~40만 원대인데 카피캣이 3~4만 원에 나오는 상황이다. 한국과 미국처럼 인바디 인지도가 쌓인 곳은 고가를 지불하고도 소비하는 구조다. 마치 다이슨 헤어드라이기와 일반 헤어드라이기를 생각하면 이해하기 편할 것 같다. 매출 1~2조원 단계에 도달하려면, 가정용 사업도 중요하다고 인식하고 있고 자동화 라인도 준비 중이다.

Q) 올해 가이던스는?

A) 지금까지 연간 15% 이상 꾸준히 성장해왔다. 올해도 미국 중심으로 견조한 성장이 예상된다. 다만, 플라스틱 등 원재료와 운반비가 올라가고 있다. 미국에서는 3~4년 동안 인상을 안 하다가 관세 이슈로 최근 가격 인상으로 대응했다. 가장 비싼 제품이 약 2만 달러인데, 조금 더 인상해도 우리 주요 고객들에게 큰 부담이 되는 수준이 아니라고 생각한다.

또한, 직접판매를 위한 해외법인이 꾸준히 증가하는 상황에서 과거처럼 25% 이상의 마진은 현실적으로 쉽지 않다. 지금은 20% 이상을 목표로 한다. 결론적으로 올해는 매출 2,700억원, 영업이익률 10% 후반 달성은 큰 문제가 없을 것 같다.

주요 차트 및 리스크

1. 주요 차트

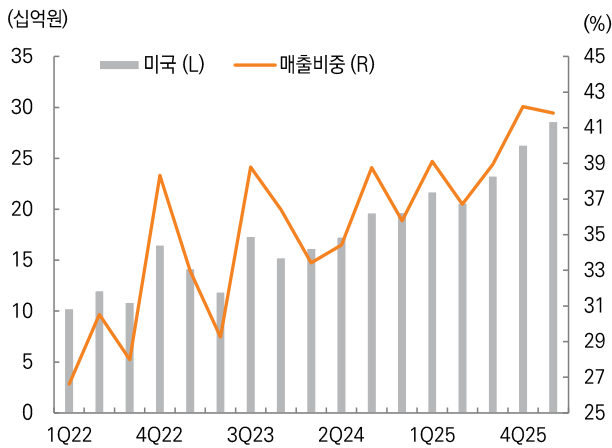
표 1. 분기별 실적 전망표

(십억원, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26P	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025P	2026F	2027F
매출액	55.6	56.2	59.8	62.4	68.4	67.1	68.6	73.4	233.9	277.6	329.4
전문가용 인바디	46.0	45.5	48.0	51.8	56.5	56.3	55.6	59.9	191.2	228.3	272.8
가정용 인바디	6.4	6.9	8.7	7.4	8.7	7.5	9.6	10.0	29.4	35.7	41.9
의료기기	3.2	3.9	3.1	3.2	3.3	3.3	3.4	3.6	13.3	13.6	14.6
조정 EBITDA	10.4	12.9	12.1	12.7	16.1	15.5	16.4	16.0	48.0	64.0	75.7
영업이익	7.0	10.4	9.8	9.5	13.0	12.3	13.4	12.9	36.8	51.5	62.7
순이익	7.0	7.6	9.6	6.4	16.3	9.8	10.7	10.4	30.6	47.3	53.7
매출 성장률 (%)	14.8	11.8	17.9	13.3	23.1	19.5	14.7	17.7	14.4	18.7	18.6
전문가용 인바디	11.6	11.4	15.8	12.8	24.7	26.0	16.2	16.1	12.9	20.5	20.6
가정용 인바디	36.4	-5.1	34.2	30.5	33.7	9.5	10.4	34.9	21.9	21.4	17.3
의료기기	16.0	27.7	14.4	6.0	10.6	3.1	12.5	12.5	15.5	9.6	11.4
조정 EBITDA 마진 (%)	18.6	22.9	20.3	20.3	23.6	23.0	23.9	21.8	20.5	23.1	23.0
영업이익률 (%)	12.6	18.5	16.4	15.3	19.0	18.3	19.5	17.6	15.7	18.6	19.0
순이익률 (%)	12.3	13.2	15.7	10.2	23.9	14.6	15.6	14.2	13.1	17.0	16.3

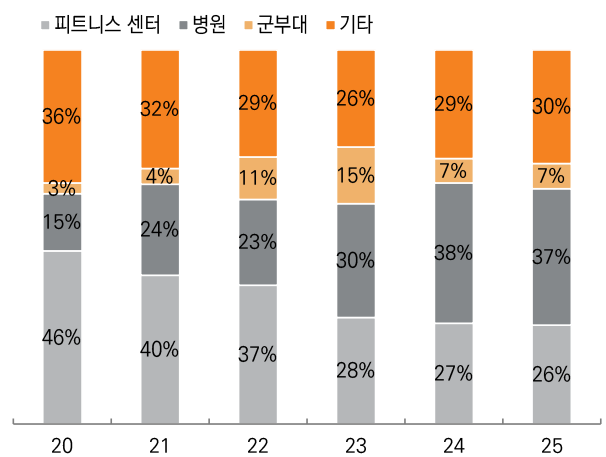
자료: 인바디, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. 미국 매출 및 전체 매출대비 비중 추이



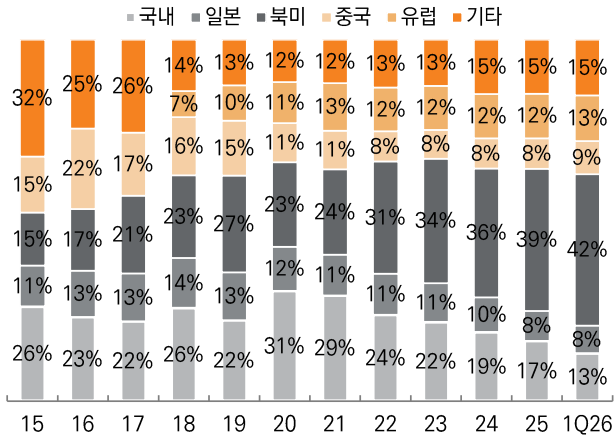
자료: 인바디, 미래에셋증권 리서치센터

그림 14. 미국시장 고객사별 매출 비중 추이



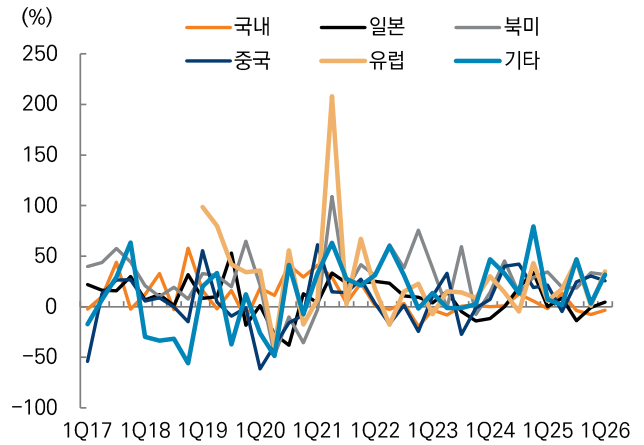
자료: 인바디, 미래에셋증권 리서치센터

그림 15. 지역별 매출 비중



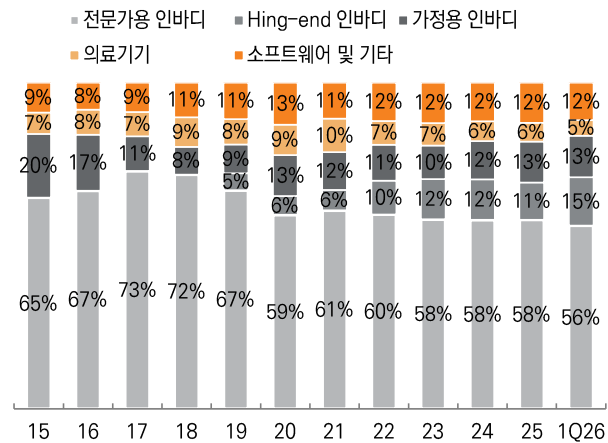
자료: 인바디, 미래에셋증권 리서치센터

그림 16. 지역별 매출성장률 추이



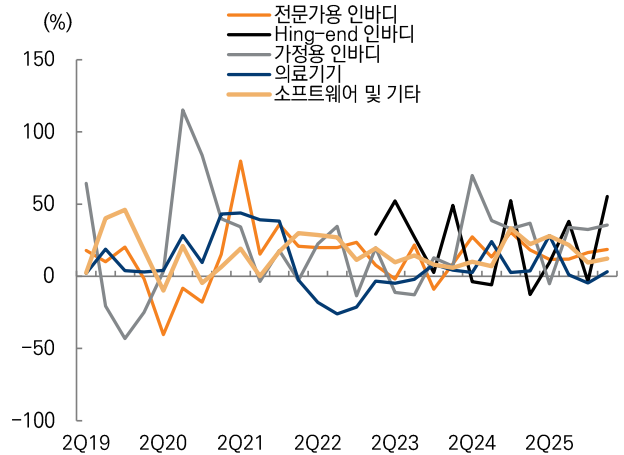
자료: 인바디, 미래에셋증권 리서치센터

그림 17. 품목별 매출 비중



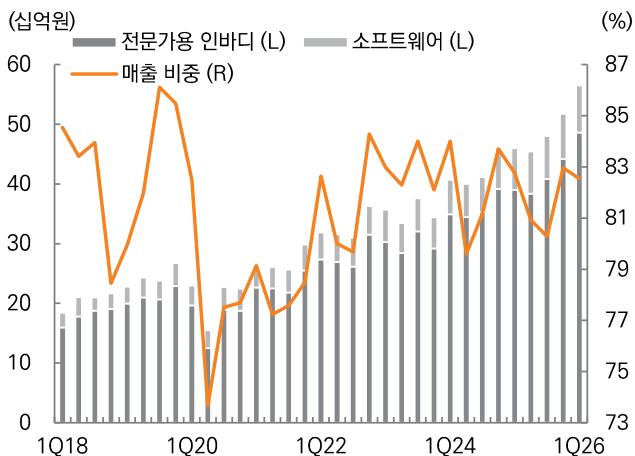
자료: 인바디, 미래에셋증권 리서치센터

그림 18. 품목별 매출성장률 추이



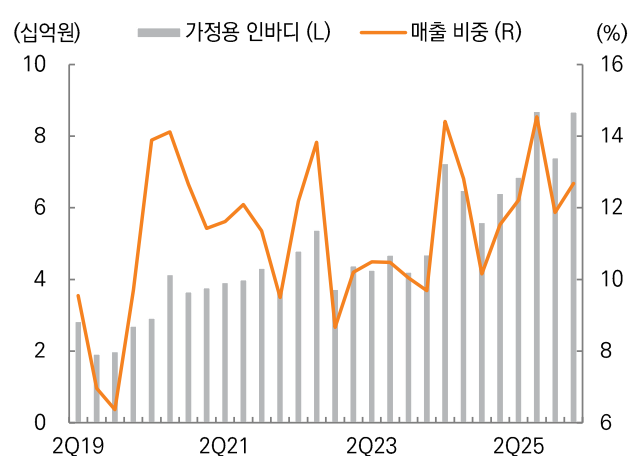
자료: 인바디, 미래에셋증권 리서치센터

그림 19. 전문가용 인바디 매출 추이



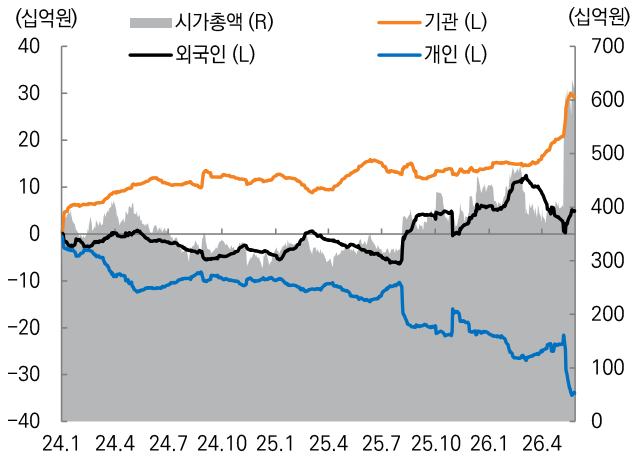
자료: 인바디, 미래에셋증권 리서치센터

그림 20. 가정용 인바디 매출 추이



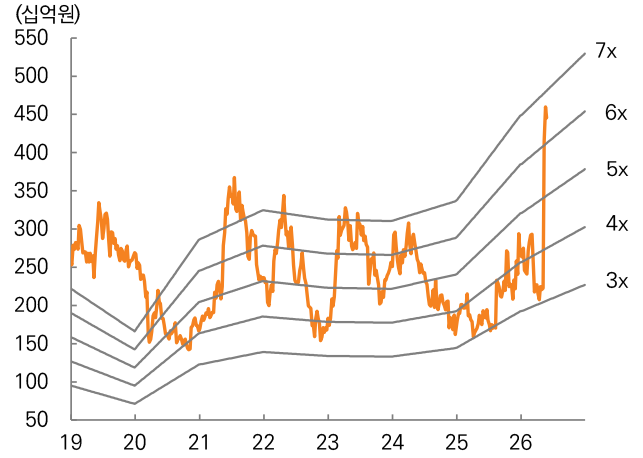
자료: 인바디, 미래에셋증권 리서치센터

그림 21. 투자자별 순매수량 vs. 시총 추이



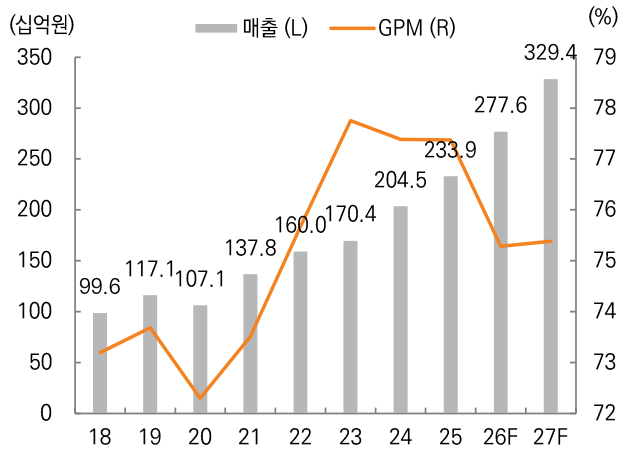
자료: QuantWise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 22. 12개월 선행 EV/EBITDA 밴드 차트



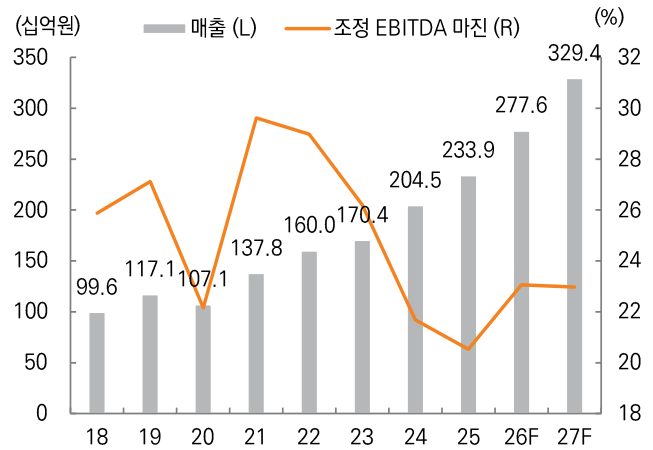
자료: QuantWise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 23. 매출 및 매출총이익률 추이



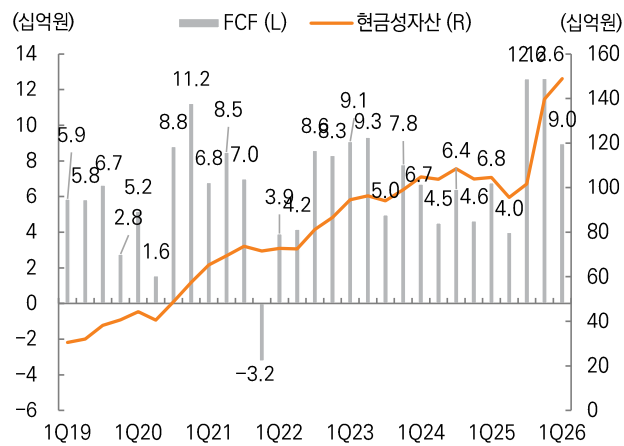
자료: 인바디, 미래에셋증권 리서치센터

그림 24. 매출 및 조정 EBITDA 마진 추이



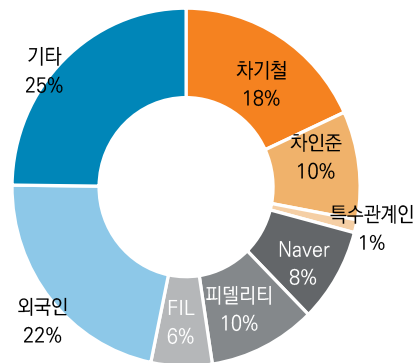
자료: 인바디, 미래에셋증권 리서치센터

그림 25. FCF 및 현금성자산 추이



자료: 인바디, 미래에셋증권 리서치센터

그림 26. 지분율



자료: 인바디, 미래에셋증권 리서치센터

2. 리스크

① 재무 리스크

직전 6분기 잉여현금흐름이 평균 83억원에 달할만큼 현금흐름이 우수하며 현금성 자산이 꾸준히 증가하고 있다. 1Q26 현금성 자산으로 1,489억원을 보유하고 있으며, 부채비율은 1Q26기준 15.3%에 불과하다. 다만, 해외 확장 과정에서 재고자산과 매출채권이 빠르게 증가하고 있으나 회전율을 고려할 때 크게 우려할 수준은 아니다. 보유한 메자닌(전환사채, 교환사채 등)은 없다.

② 사업적 리스크

인바디는 수분량에 따라 전기 저항이 달라지는 사실을 활용해 인체에 미세 교류전류를 흘려보내 체성분을 측정하는 생체 전기 임피던스 분석법(BIA)을 기반으로 하는 동명의 인바디라는 제품을 주력으로 하는 의료기기 기업이다. 1kHz에서 3MHz까지 다주파수 측정, 8점 접촉 전극 방식, 5개 부위별 임피던스 측정 기술을 바탕으로 경험 변수를 배제하고 재현성 높은 데이터를 측정할 수 있다.

상업화 목적의 체성분분석기 시장의 사실상 창조자이며, 한의원, 피트니스센터, 병원, 건강기능식품 기업, 군부대, 스포츠 구단, 건강검진센터 등 새로운 수요처를 꾸준히 발굴하면서, 글로벌 확장을 계속해서 시도하고 있다. 다만, 소모품 비중이 작고, 교체주기가 길어 신규수요처 발굴이 부진할 경우 실적 개선에 부정적이다.

글로벌 전역에 설치된 인바디와 이를 통해 축적한 체성분 데이터를 활용해 꾸준한 매출(Recurring Revenue)이 발생할 수 있는 SW 사업을 고도화하기 위해 노력 중이다.

다각화를 위해 B2C 사업과 의료기기(신장계, 혈압계 등) 사업을 시도하고 있으나 전문 가용 인바디 사업처럼 큰 성과를 내고 있지는 못하다. 전략적 투자자로 참여한 네이버와 B2C 시장에서 시너지를 내고자 한다.

③ 주가 리스크

현 주가는 12개월 선행 EV/EBITDA 6.5배로 지난 3년 평균(4.6배) 대비 프리미엄을 받고 있다. 그러나 과거 역사적 고점은 30배 이상 기록하기도 했고, P/E로 환산 시 13배에 불과하다. 사실상 경쟁자라고 볼 만한 기업이 없고, 산업데이터가 없어 실적추정과 밸류에이션 비교가 까다롭다.

그림 27. 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 28. 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.

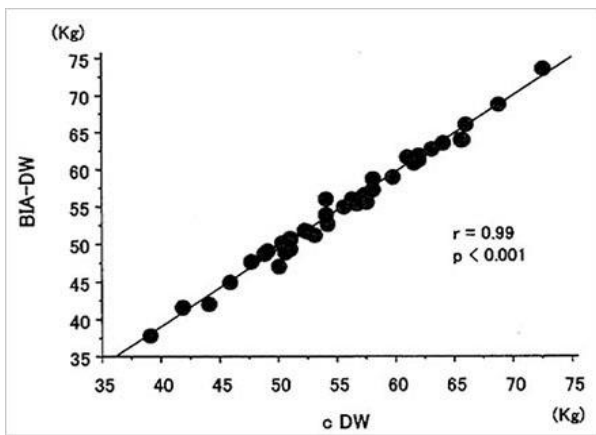
다주파수 측정법
인바디는 주파수에 따라 세포막을 통과할 수 있는 정도가 다르다는 점을 활용하여 저주파수부터 고주파수까지 다양한 주파수 사용으로 세포 내·외 수분을 따로 측정합니다. 이를 통해서 총 체수분을 정확하게 측정하고 나아가 수분 균형까지 확인할 수 있습니다. (1K~Hz, 5K~Hz, 50K~Hz, 250K~Hz, 500K~Hz, 1000K~Hz)

엄지전극 및 8점 타치식 측정법
인바디는 인체의 구조적 특성을 이용하여 좌우 손과 발에 각각 전류와 전압전극을 2개씩 배치하여 총 8개의 전극을 쥘거나 밟도록 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 변수를 이용하여 결과값을 보정하였지만 측정 집단에 따라 정확도가 떨어지는 문제가 발생하였습니다. 인바디는 이런 한계를 알고리즘을 바탕으로 한 기술력을 통해 극복하였으며 경험 변수에 의존하지 않고도 체성분을 정확하게 분석합니다.

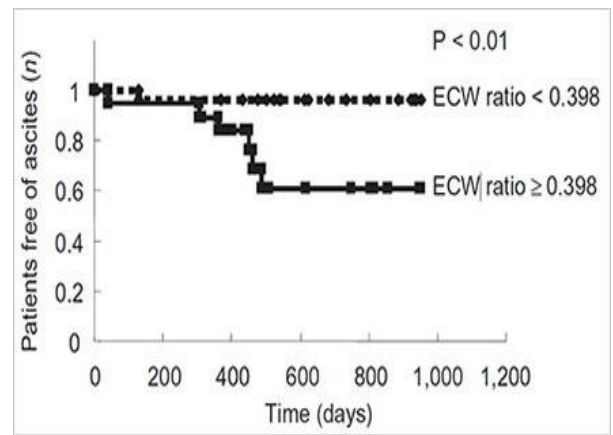
자료: 인바디, 미래에셋증권 리서치센터

그림 29. 인바디 검사의 투석환자 체액평가의 유용성 (신장내과)



자료: 일본투석학회, 미래에셋증권 리서치센터

그림 30. 간경화 증상이 심할수록 세포외수분비가 높음(간질환)



자료: Hepatology Research, 미래에셋증권 리서치센터

그림 31. 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 32. 급성신부전증 환자 중 세포외수분비 모니터링 환자의 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)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	234	278	329	393
매출원가	53	69	81	96
매출총이익	181	209	248	297
판매비와관리비	144	157	186	218
조정영업이익	37	52	63	79
영업이익	37	52	63	79
비영업손익	2	7	4	5
금융손익	3	4	4	6
관계기업등 투자손익	-1	0	0	0
세전계속사업손익	39	59	67	84
계속사업법인세비용	9	12	13	17
계속사업이익	30	47	54	67
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	30	47	54	67
지배주주	31	47	54	67
비지배주주	-1	0	0	0
총포괄이익	31	47	54	67
지배주주	31	48	54	68
비지배주주	-1	0	0	0
EBITDA	45	61	71	86
FCF	29	45	50	61
EBITDA 마진율 (%)	19.2	21.9	21.6	21.9
영업이익률 (%)	15.8	18.7	19.1	20.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	13.2	16.9	16.4	17.0

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로 인한 현금흐름	36	49	54	65
당기순이익	30	47	54	67
비현금수익비용가감	21	17	17	18
유형자산감가상각비	8	9	8	7
무형자산상각비	1	1	0	0
기타	12	7	9	11
영업활동으로인한자산및부채의변동	-8	-8	-8	-9
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-11	-5	-6	-6
재고자산 감소(증가)	0	-7	-7	-8
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	1	0	0	0
법인세납부	-10	-12	-13	-17
투자활동으로 인한 현금흐름	-30	-21	-21	-24
유형자산처분(취득)	-7	-4	-4	-4
무형자산감소(증가)	-1	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-15	-17	-17	-20
기타투자활동	-7	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	13	-7	-7	-7
장단기금융부채의 증가(감소)	2	1	1	1
자본의 증가(감소)	6	0	0	0
배당금의 지급	-5	-8	-8	-8
기타재무활동	10	0	0	0
현금의 증가	21	20	24	33
기초현금	31	52	72	96
기말현금	52	72	96	128

자료: 인바디, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

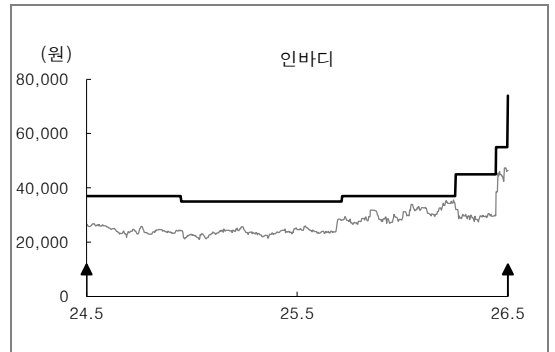
(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	213	261	315	382
현금 및 현금성자산	52	72	96	128
매출채권 및 기타채권	31	37	42	49
재고자산	38	44	51	59
기타유동자산	92	108	126	146
비유동자산	148	145	144	144
관계기업투자등	9	10	12	13
유형자산	87	83	79	76
무형자산	2	1	1	1
자산총계	361	407	459	526
유동부채	33	39	45	51
매입채무 및 기타채무	5	6	7	8
단기금융부채	5	6	7	8
기타유동부채	23	27	31	35
비유동부채	8	9	10	10
장기금융부채	5	5	5	5
기타비유동부채	3	4	5	5
부채총계	41	48	54	62
지배주주지분	318	357	403	462
자본금	7	7	7	7
자본잉여금	7	7	7	7
이익잉여금	301	340	386	445
비지배주주지분	2	2	2	2
자본총계	320	359	405	464

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (x)	14.5	13.2	11.7	9.3
P/CF (x)	8.7	9.7	8.9	7.3
P/B (x)	1.4	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA (x)	6.9	7.6	6.0	4.4
EPS (원)	2,266	3,506	3,982	4,995
CFPS (원)	3,771	4,807	5,239	6,354
BPS (원)	23,800	26,712	30,101	34,502
DPS (원)	600	600	600	600
배당성향 (%)	26.7	16.9	14.9	11.9
배당수익률 (%)	1.8	2.0	2.0	2.0
매출액증가율 (%)	14.4	18.7	18.6	19.3
EBITDA증가율 (%)	3.5	33.8	16.4	21.3
조정영업이익증가율 (%)	0.0	40.2	21.7	25.4
EPS증가율 (%)	-6.4	54.7	13.6	25.4
매출채권 회전율 (회)	9.0	8.6	8.7	9.0
재고자산 회전율 (회)	6.2	6.8	6.9	7.1
매입채무 회전율 (회)	407.5	690.4	699.2	718.1
ROA (%)	9.0	12.3	12.4	13.7
ROE (%)	10.4	14.0	14.1	15.6
ROIC (%)	19.7	27.3	32.5	39.3
부채비율 (%)	12.9	13.3	13.4	13.3
유동비율 (%)	648.3	677.1	705.7	741.7
순차입금/자기자본 (%)	-40.4	-45.6	-50.1	-54.5
조정영업이익/금융비용 (x)	72.9	67.4	75.2	85.5

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
인바디 (041830)				
2026.05.28	매수	74,000	-	-
2026.05.08	매수	55,000	-18.23	-13.91
2026.02.27	매수	45,000	-34.87	-29.78
2025.08.14	매수	37,000	-18.56	-3.78
2024.11.08	매수	35,000	-32.32	-18.57
2024.05.12	1년 경과 이후		-	-



* 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
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 약화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(-), 목표주가(→), Not covered(■)

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자의견 분류기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 추가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
80.84%	0%	18.56%	0.6%

* 2026년 03월 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.