



# 이수유비케어(032620)

2007년 4월27일

소프트웨어

**성장밖에 알지 못하는 작은 강자.**

**BUY**

Valuation

Target Price:

2176.85 ~ 4528.29

Price: 1,645

Margin of Safety:

MktCap.(100mn): 552억

ROE: 31.76%

Op.Magin: 4.09%

PER: 9.85

PBR: 3.4

Dividend Yield: 0%

Major Sh.Holder:

이수화학(주) 38.13%

Foreign Shr.: 0%

기업분석 1팀

김성진, 부은영, 심민규,

우승민, 이정욱

- ◆ 매출액이 줄어들수 없는 매력적인 BM
  - 일회성 매출이 아닌 지속적인 유지 관리매출 발생
  - 지난해 매출액보다 낮은 매출액이 나오기 힘든 구조
- ◆ 국내 EMR 시장에서 독점적 위치
  - 병원 EMR 시장 70% 점유
  - 약국 EMR 시장 36% 점유
- ◆ 국내 의료정보화 시장의 꾸준한 성장에 따른 수혜
  - 타 산업에 비해 정보화 수준이 떨어지는 의료 산업은 성장여력 충분
  - 지난 5년간 정보화 수준 2배증가
- ◆ 병원, 약국간 경쟁이 치열해짐에 따른 간접 수혜
  - 고객관리, 재고관리등 효율성과 경제성을 제공하는 프로그램의 요구 증가
- ◆ 넓은 병원, 약국 네트워크를 기반으로 미래 의료산업 대비
  - 원격진료등의 미래 의료 산업에 적합한 전국단위 네트워크 마련
- ◆ 새로운 B2B 사업의 급격한 성장
  - 기존 사업 네트워크를 이용한 시너지 효과
  - 1Q, 전년동기비 400%의 매출 성장
  - 미래 의료기기 시장의 성장에 따른 지속 성장 예상



1. 회사개요 - 이수유비케어

이수유비케어는 병원·약국용 EMR (Electronic Medical Record:전자차트)과 그에 따른 부가 솔루션, 의료기기, 건강기능식품의 Off-Line 유통과 의약품, 의료소모품 등 On-Line 유통을 포함하는 B2B 유통사업, U-healthcare 사업과 인터넷을 통한 건강포탈사업 등 크게 3가지 사업을 영위하는 토털 헬스 케어 기업으로 1992년 메디슨 사내 벤처로 시작해 1년뒤인 1993년 국내 최초의 EMR 소프트웨어 ‘의사랑’을 출시했다. 이후 94년 ‘메디다스’로 메디슨으로 부터 독립하였다. 2002년 10주년을 맞아 ‘유비케어’로 사명을 변경하였으며 2004년 이수그룹에 편입되어 현재의 ‘이수유비케어’로 회사명을 변경하였다.

2. 제품

이수유비케어의 제품 및 각 제품당 매출액 비중은 다음과 같다.

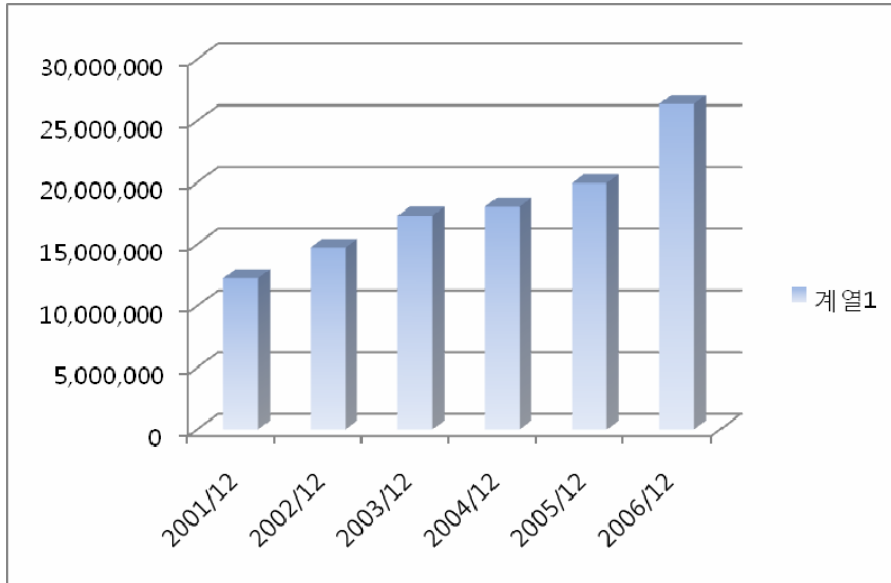
< Table. 1 이수유비케어 제품 및 매출액 비중, 사업보고서, 단위 백만원 >

사업부문	매출유형	품 목	구체적용도	주요상표등	매출액(비율)
-	제품, 프로그램서비스	S/W	의원용전자차트시스템	의사랑	8,364(31.73)
-	제품, 프로그램서비스	S/W	약국용전자차트시스템	@pharm	3,725(14.13)
-	프로그램서비스	S/W	EDI	-	1,020(3.87)
-	상품	B2B	의원,약국 소모품	-	2,237(8.49)
-	제품	S/W	의약품통계정보시스템	UBIST	1,267(4.81)
-	제품, 상품 프로그램서비스	기 타	기 타	-	1,639(6.22)
-	상품	H/W 의료기기	H/W 의료기기, 건식	-	7,496(28.44)
-	수수료	수수료	의약품 전자상거래	메디몬물	609(2.31)
-	합계	-	-	-	26,357(100.00)

표에서 볼수 있듯이 의원 및 약국 EMR 소프트웨어가 매출액에서 45.86%로 가장 큰 비중을 차지 하고 있으며 다음으로 의료기기가 28.44%를 차지하고 있다. 이 둘을 뺀 나머지 제품은 EDI, 제약사용 통계소프트웨어로 매출액에서 25.7%의 비중을 차지하고 있다. 이수유비케어는 기존의 EMR사업을 안정적인 Cash Cow로 삼고, 의료기기, 의약품 유통사업을 확대하여 새로운 성장동력으로 삼고, 궁극적으로 U-healthcare 시장의 강자가 되는 것을 목표로 하고 있다.

3. 투자포인트

1) 매력적인 BM - 커져만 가는 매출액 구조



이수유비케어의 BM을 간단히 살펴보면 의원이나 약국에 프로그램을 판매하여 매출을 올림과 동시에 소프트웨어 설치와 운영에 따른 월회비를 받고 있다. 월회비는 기본 회비에 각종 부가 솔루션을 선택사항으로 할수 있고, 필수적인 솔루션을 패키지 형태로 판매하여 월회비를 받고 있다. 월회비를 통한 매출이 이수유비케어의 전 매출액중 60%를 차지할 정도로 월회비 매출 비중이 크다. 즉 더이상 신규 고객을 유치하지 못하는 최악의 상황에서도 꾸준한 매출을 올릴수 있다는 것이다. 이는 의원이나 약국에서 데이터 베이스를 한번 구축하고 나면 큰 불편이나 사고가 없는이상 계속 그 시스템을 유지하기 때문이다. 즉 다른 사업 부문에서 큰 매출액 감소가 있지 않은 이상 동사의 매출액은 꾸준히 증가할수 밖에 없는 구조로 되어있다.

2) 의료 정보화 시장의 꾸준한 성장

< Table. 2 의원급 의료기관 정보화 현황, 건강보험심사평가원 >

구분	도입기관수(%)
전자차트(EMR)	43.3%
의료영상관리(PACS)	3.5%

응용프로그램	고객관리	8.4%
	재고 및 자금관리	4.4%
	청구관리	39.6%
	기타	0.8%
	총응답수	100%

< Table. 3 약국 정보화 현황, 건강보험심사평가원 >

구분		도입기관수(%)
응용프로그램	조제 및 약품 관리	83.3%
	고객관리	63.2%
	자금 및 재고 관리	47.6%
	청구관리	88.9%
	기타	1.1%
	총응답수	100%

<보충 자료>

치과 의원 EMR 보급율 : 16%

한의원 EMR 보급율 : 27%

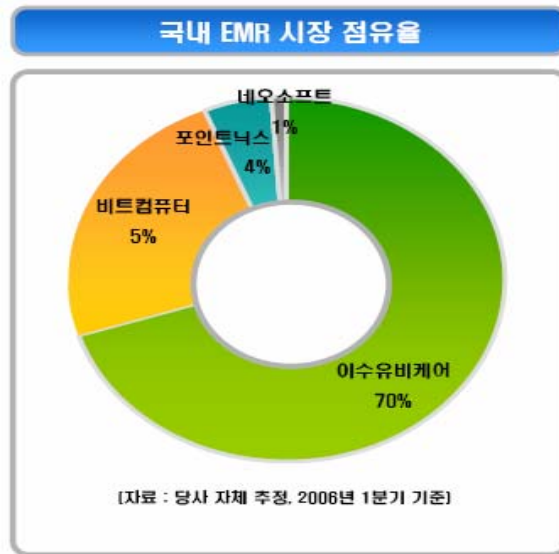
2005년 건강보험심사평가원에서 실시한 조사에 따르면 국내 병, 의원급 의료기관들의 EMR 도입 비중은 크지 않다. 병원급은 20%내외, 의원급은 40%정도수준의 도입율을 보여주고 있다. 규모가 큰 병원의 경우 환자수가 많고, 각 환자당 차트의 종류가 다양하고 수량이 많기때문에 데이터베이스를 구축하는데 오랜시간이 걸리기 때문에 규모가 작은 의원에서의 EMR도입율이 더 높다고 생각된다. 약국의 경우는 병원의 경우보다 높은 도입 비율을 보여주고 있으나 고객관리, 자금, 재고 관리부문에서는 아직까지 도입율이 부족한 것을 확인할수 있다. 일반 의원의, 치과나 한의원의 경우 EMR도입 비율이 현저히 낮은 것을 확인할수 있었다.

그러나 2000년 조사에서의 EMR도입율 10~20%정도 수준이었던것에 비하면 5년동안 2배정도 정보화 수준이 높아진것이다. 향후 몇년간 이정도로 빠르게 정보화가 일어난다고 확언할수는 없지만 의료 정보화가 매우 빠르게 진행되고 있는 흐름이라고 판단할수 있다. 앞으로 병, 의원간, 약국간의 경쟁이 심화되고, 좀더 나은 의료서비스를 기대하는 방향으로 사회가 움직인다고 볼때 기존에 존재하고 있는 병, 의원, 약국의 정보화 수준이 높지 않다는 것은 단순히 기존의 병, 의원, 약국만을 이수유비케어가 영위하고 있는 사업 분야의 시장이라고 엄격하게 제한한다고 해도 향후 몇년간 충분한 성장 여력이 있다고 1팀에서는 판단했다.

3) 의원급 요양기관 및 약국에서의 독점 또는 과점의 위치로 탁월한 경쟁력 확보

이수유비케어는 EMR시장에서 독보적인 위치를 가지고 있다. 의원용 EMR 소프트웨어는 70%의 점유율, 약국용 EMR소프트웨어의 경우 36.8%의 점유율을 가지고 있다. 의원용 EMR 소프트웨어의 경우는 70%의 점유율이 보여주듯이 큰 경쟁사가 없는 상황이다.

< Fig. 1 EMR 시장 점유율, IR자료 >



약국 EMR의 경우 대한약사회가 42%에 달하는 점유율을 가지고 있고, 이수유비케어는 36.8%의 점유율을 가지고 있다. 의원 시장과 달리 강력한 경쟁사가 존재하지만 대한약사회의 프로그램은 무료로 나누어주고 있는 것으로 편의성이나 효율면에서 상업성 제품을 따라가지 못할것으로 여겨지며, 대한약사회의 점유율을 조금씩 뺏어오고 있는 상황으로 현재의 점유율을 유지 또는 확대할것으로 판단했다.

4)병, 의원간 경쟁이 치열해짐에 따른 고객서비스 및 관리 효율 추구로 인한 정보화 수요 증가

의원에서 EMR을 설치하는 이유는 편의성과 경제성을 들수 있다. 과거 환자의 의무기록을 오랫동안 보관해야하는 의원에서는 두겹게 쌓여있는 의무기록들을 보관하는데 큰 무리가 따를수밖에 없고, 현재 환자들의 의무기록 역시 기존의 종이 차트를 이용하게 되면 필요할때마다 효율적으로 사용하기 어렵다.

종이 차트에 따른 비용도 만만치 않다. 차트뿐만 아니라 보험 청구, 처방전등 많은 서류가 필요한데 이를 전자화 함으로써 절약되는 비용이 크다고 한다.

이수유비케어의 제품은 이런 제반 비용을 제거해줄뿐만 아니라, 고객 데이터를 효율적으로 관리할수 있어 고객의 병원에 대한 신뢰감과 친밀감을 높일수 있게 해주어 치열한 의원간의 경쟁에 필수 불가결한 요소가 될것으로 판단 했다.

5) 소프트웨어와 연동되는 U-health 시스템으로 시대를 앞서간다.

이수유비케어는 이미 전국의 의원, 약국에 넓은 네트워크를 확보함으로써 미래 U-healthcare 시대를 준비하고 있다고 판단된다. 미래의 의료산업의 모습이 가정과 통합되는 원격진료등을 포함한다고 할때 이미 전국단위의 네트워크를 마련한 동사의 성장 가능성이 매우 크다고 판단 했다. 또한 동사의 소프트웨어를 사용하는 의원, 약국간의 네트워크는 물론 프로그램의 지속적인 업그레이드를 통해 다양한 고객서비스의 발판을 마련하고 있다. 약국 EMR 프로그램의 경우, 복잡한 약품에 대한 자세한 복용법과 주의사항등을 프로그램내에 입력된 고객정보를 통해 바로바로 알려주는 기능이 이미 업그레이드 되었다.

6)새로운 성장동력 B2B 의료기기, 의약품 유통산업

이수유비케어는 기존의 EMR 소프트웨어 사업이 안정화 된 성장국면으로 진입함에 따라 B2B 유통 솔루션을 신규사업으로 설정하였다. 자사가 가지고 있는 EMR Solution 시장에서의 확고한 네트워크를 기반으로 하여 차별화된 B2B 유통 사업을 전개하는 것을 새로운 목표로 삼고 사업을 추진 중 에 있다. 전국의 병원에 도입된 EMR 프로그램을 통해 필요한 의료기기, 의약품을 주문할수 있는 시스템을 갖춰 기존의 사업과 시너지 효과를 극대화 했다.

이러한 신규사업으로의 진출은 성공을 거두어 올해 1분기 이수유비케어는 B2B 유통 솔루션을 통하여 41억 원의 매출(이는 전체 매출의 45.6%에 해당한다.)을 달성하였다.

B2B 유통 솔루션은 다음 네 가지로 구성된다.

#### 1. 의료기기 유통 솔루션

올해 1분기 B2B 유통 솔루션은 전년 동기 대비 406% 이상의 성장세를 보였는데, 여기에는 의료기기 유통 솔루션이 기여한 바가 매우 크다. 특히 CR/DR<sup>1</sup>의 강세에

<sup>1</sup> CR (Computed Radiography System) / DR (Digital Radiography System)

- 기존 필름 x-ray의 단점을 보완하여 디지털화가 가능한 컴퓨터 영상 처리장치

이러한 CR/DR 과 같은 디지털 X레이 촬영장치들은 2004년부터 국내 시장의 수요 증가로 수입이 증가하고 있는 실정이다.

힘입어 1분기 현재 의료기기 유통 솔루션 부문에서만 30억 원에 가까운 매출 성과를 올렸다.

2. 의약품 전자상거래 솔루션

의약품을 전자 상거래를 통하여 병/의원과 약국에 공급하는 솔루션이다. 앳팜과 같은 이수유비케어가 가지고 있는 기존의 EMR 솔루션들과 결합하여 보다 효과적인 공급이 가능할 것이라고 기대된다.

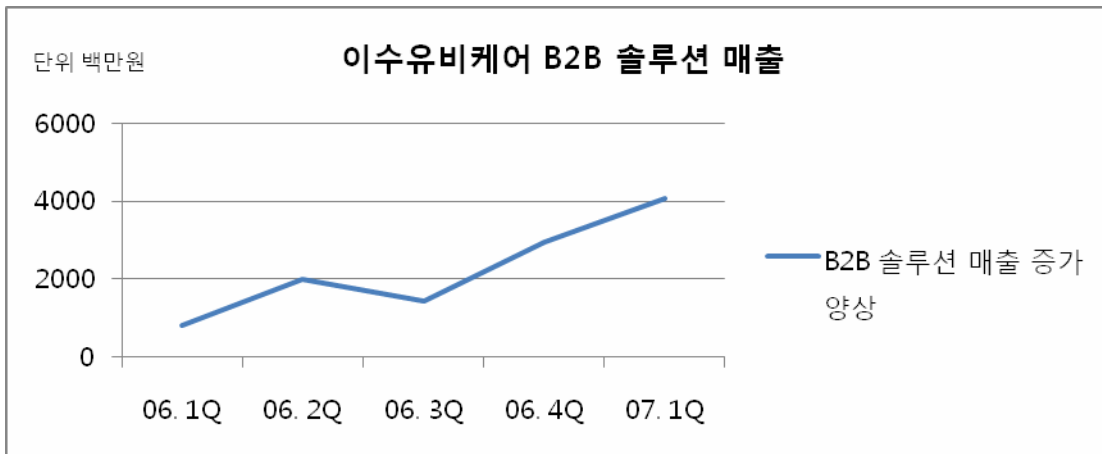
3. 건강기능식품 솔루션

병·의원을 통한 건강기능식품을 유통하는 방식의 솔루션이다.

4. Data Mining solution

앞선 서비스들과 병행하여 이 분야는 의약품 통계 정보 및 시장 조사와 같은 정보 수집을 목표로 하는 솔루션으로 전체 B2B 사업에서 차지하는 비중은 그다지 크지 않다.

< Fig 2. B2B 솔루션 매출 추이, IR 자료 >



이수유비케어의 B2B 유통 솔루션 중에서 현재 가장 큰 매출 비중을 차지하는 의료기기 유통 솔루션은 앞으로 의료기기 시장의 성장에 따라 매출이 계속 증가할 것으로 기대된다. 의료기기산업 전문예측기관인 Espicom사에 따르면 의료기기 산업은 2010년까지 매년 5.8%씩 성장할 것으로 기대하고 있다. 이중에서도 한국은 지난 2005년부터 8.0%의 시장 성장률을 보이고 있다. 이는 같은 시기 미국이나 일본과 같은 세계 최대 의료기기산업 국가의 성장률이 각각 5.9%, 2.5%라는 것을 고려해볼 때 매우 높은 수치이며, 이를 통하여 앞으로의 국내 의료기기 산업 시장이 지속적으로 성장할 것이라는 것을 기대할 수 있을 것이다.

이 외에도 이번에 이수유비케어는 미국 GNC사가 한국의 병·의원 시장만을 위해 특별제작한 'GNC CEUTICAL' 브랜드를 국내시장에 라인업하게 되면서 보다 많은 제품을 건강기능식품 유통 솔루션에 구비하여 차별화를 본격화 하였다.

## 4. 리스크 - 대기업의 진입 및 경쟁사

-최근 의료정보화에 대한 필요성이 높아지면서 LG CNS, 현대정보기술, 삼성 SDS, 한진 정보통신등의 대기업이 EMR 시장에 진입하고 있다. 이수유비케어의 제품은 단순한 관리 소프트웨어로 기술적인 장벽이 높다고 할수 없다. 이런 실정에서 대기업 소속 SI 업체의 시장 진입은 이수유비케어에 큰 리스크라고 할수 있다.

그러나 1팀에서는 EMR시장을 분석해본 결과 대기업의 시장 진출은 단기적으로 전혀 리스크가 되지 않으며, 타 EMR 업체들과의 경쟁도 없을것으로 판단했다. 이는 EMR시장을 둘로 나누어 생각해야 하기 때문이다. 이수유비케어가 영위하고 있는 EMR사업은 단순 관리 소프트웨어의 성격으로 규모가 작은 의원용으로 만들어진 것이다. 이에 반해 대기업들이 진출하고 있는 것은 대형병원의 네트워크 구축 사업으로 단순 프로그램 판매가 아니라 서버와 네트워크를 비롯한 전반적인 병원 네트워크를 구축하고 데이터베이스를 입력하는 사업으로 이수유비케어의 사업영역과 거의 겹치지 않는다고 판단했다.

물론 국내 대형병원 네트워크 작업이 끝난이후 소규모 병원을 위한 EMR 시스템을 가지고 시장에 진입해올수 있으나 대형병원의 데이터베이스 및 네트워크 구축에 1~2년정도 걸리기때문에 향후 몇년간은 시장에서 계속 독보적인 위치를 점할수 있을것으로 판단했다.

## 5. Valuation 및 결론

이수유비케어의 기존 주력 사업인 병원 EMR과 신사업인 의료기기 유통은 아직 일정한 성장율을 가정하기 힘들기 때문에 DCF법으로도, 독점적인 지위로 대등한 경쟁사가 없고 상장된 지 1 여 년밖에 안 됐기 때문에 업종 PER는 전무하고 이수유비케어의 역사적 PER의 신뢰성이 낮으므로 PM법으로도 적정 주가를 예상하기에는 불완전하지만 간략하게 올해 예상 EPS에 현재 PER와 12개월 평균 PER를 이용해 구한 수치는 다음과 같다.

2007년 예상 EPS = 221 (작년 이익 성장율인 102% 대신 매출액 성장율인 30% 성장을 가정하였다. 올해 1분기에 작년 매출액의 34%를 달성했으므로 공격적인 가정은 아니라고 생각된다.)

1) 현재 PER = 9.85

적정주가 = ₩ 2,176.85

안전마진 = 32.33%

2) 12개월 평균 PER = 20.49

적정주가 = ₩ 4,528.29



안전마진 = 175.27%

이익성장율을 따르지 않고 시장의 평가를 반영하는 PER를 달리 가정한 것은 적정 성장율을 도출하기가 곤란하기 때문이다. 역사적 PER와 이수유비케어의 성장성을 고려할 때 현재 시장에서 저평가받고 있다고 판단된다. 따라서 이수유비케어의 매수를 적극 추천한다.!

이 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서이며 그 정확성과 완전성을 보증하지 않습니다. 서울대투자연구회에서는 본 보고서의 내용에 의거한 어떤 행위도 책임을 지지 않습니다.

