

시장 심리에 밀려 올라갔지만.....

SELL

Valuation

Target Price:	7,250
Price:	7,450
Margin of Safety:	-3%

MktCap.(100mn):	539
ROE:	30.5%
ROA:	18.7%
Op.Magin:	22.6%
PER:	8.69
PBR:	2.06
Dividend Yield:	2.2%
Major Sh.Holder:	
차기철	33.16%

주가추이

기업분석 2팀
정성우, 이준성
임수진, 이상은

● 해당 산업 내에서 높은 점유율을 바탕으로 한 안정적 매출

동사의 세계 시장에서의 시장 점유율은 22%, 국내 점유율은 80%에 달한다. 이러한 높은 점유율을 바탕으로 꾸준한 매출액 증가세를 이어오던 동사는, 2008년에 창립 이래 최대의 매출을 달성하였다.

● 전세계적인 U-Healthcare 산업의 성장세

인구의 고령화 및 건강에 대한 관심도의 증가에 따라 U-Healthcare 산업은 폭발적으로 증가할 것으로 보인다. 국내의 경우 2013년까지 약 2조 원의 시장을 형성할 것으로 보인다.

● 국가 정책도 긍정적

교육부가 학생들의 체력 및 건강 관리의 일환으로 PAPS(학생건강체력평가시스템)을 도입하였다. 동사의 제품 역시 채택될 것으로 예상되며, 추가적인 매출의 상승은 매년 약 80억 원에 이른다.

● 그러나! 주가가 너무 비싸다.

현재 주가는 7,450원으로, 동사의 기업 가치에 비해 높은 것으로 판단된다. 이는 최근 U-Healthcare 등에 시장의 관심이 과도하게 반영되었기 때문으로 보인다.



I. Introduction

동사는 체성분분석기 제조업체이다.

바이오스페이스는 1996년 설립되어 2000년 코스닥에 상장된, 체성분분석기 생산업체이다. 동사가 제조, 판매하는 체성분분석기는 인체에 무해한 미세전류를 체내에 통과시켜 신체의 구성 성분을 분석하는 전자의료기기이다.

체성분분석기는 신체의 4대 구성성분인 수분, 단백질, 무기질, 지방 외에도 복부 지방률, 신체 부위별 체수분 분포도, 부종, 기초대사량 등을 정량적으로 측정하여 신체의 영양상태 및 균형 상태를 종합적으로 판단할 수 있게 한다. 활용도에 있어서는 치료 및 운동효과 확인과 예방의학 측면에서 양방병원, 한방병원, 스포츠센터, 건강검진센터, 재활센터 등에서 사용되고 있다. 또한 비만 관련 시장의 성장으로 비만클리닉과 피부미용센터 등에서의 수요도 증가하고 있는 추세이다.

국내시장 점유율 1위, 2008년 매출 175억 원이다.

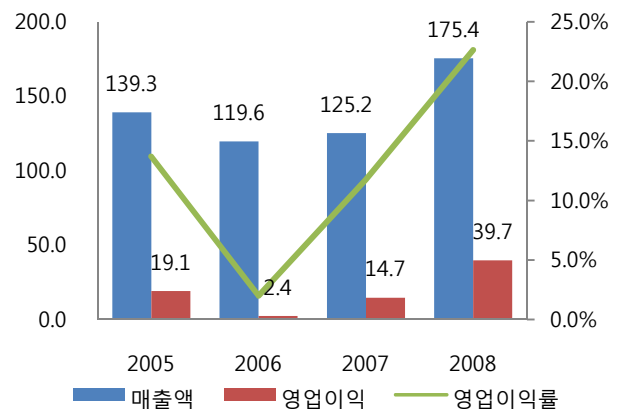
동사는 1996년 자체 기술로 개발한 체성분분석기 InBody 2.0을 출시한 이래로, 체성분분석기 국내시장 점유율 1위를 차지하고 있다. 또한 관련 제품 개발 및 다양화를 통해 지난 2006년 이후 연평균 21%의 매출액 성장을 보이고 있는 회사이다. 2008년의 매출액은 175억 원으로 사상 최대의 매출액 달성하였고, 영업이익률은 22.6%에 이른다. 특히 동사는 국내시장의 확고한 입지를 바탕으로 해외시장 확대에 주력 및 시장 초입단계인 U-Health 산업에 진출, 향후 성장성이 큰 폭 기대되는 고부가가치 헬스케어 전문 기업이다.

그림 1. 바이오스페이스의 체성분분석기



자료: 바이오스페이스 홈페이지

그림 2. 매출액 및 영업이익 (단위: 억 원)



자료: 2008년 사업보고서

II. 체성분 분석기기 사업

1. 체성분 분석기기 산업분석

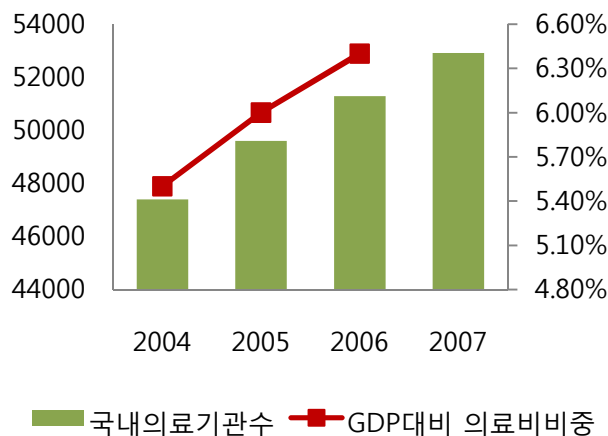
체성분 분석기는 1980년대 상업화 되어 의료기기, 스포츠센터 등에 폭넓게 사용되고 있다.

체성분 분석기기는 1920년대부터 도입된 체성분 분석기기로부터 한 단계 발전된 진단 기기로 체성분 분석 기기에 사용되는 임피던스 기술은 1960년대 후반 연구결과가 발표되었고 1980년대 초에 미국의 RJ사에 의해 상업화 되었다. 이후 1980년대 후반에 기존의 체성분 분석기기의 정확성에 문제가 제기되었고 1996년 바이오 스페이스에 의해 처음으로 개발된 4점 8전극 기술을 적용하여 정확성 문제가 보완된 기기가 출시되었다. 활용도에 있어서는 치료 및 운동효과 확인과 예방의학 측면에서 양방병원, 한방병원, 스포츠센터, 건강검진센터, 재활센터 등에서 폭넓게 사용되고 있다.

체성분 분석 기기는 비만산업등의 건강관리산업과 함께 성장하였다.

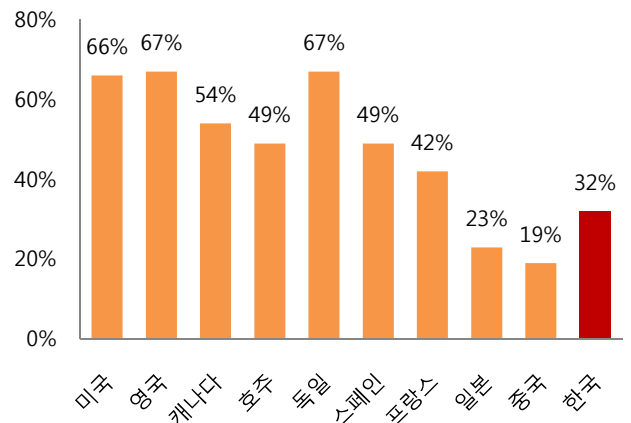
체성분 분석기기의 매출처는 비만 관련 시장의 성장으로 비만 클리닉과 피부미용센터 등으로 확대되었다. 한국보건산업진흥원 연구보고서에 따르면 2008 기준으로 우리나라 건강관리서비스 시장의 규모는 최대 1조 4천 억 원에 이른다는 분석이 나왔다. 2008년 건강관리서비스 이용자는 481만 명으로 전체인구의 9.91%에 이르는 것으로 파악됐다. 또한 오는 2015년의 건강관리서비스 시장 규모를 예측한 결과, 서비스 이용자는 785만 명으로, 전체인구의 15.9%로 추정됐다. 시장 규모는 약 2조4600억 원~2조8400억 원으로 2008년과 비교해 2배 가량 증가할 것으로 예상됐다

그림 3. 국내의료기관수 & GDP대비 의료비 비중



자료: 한신평 [전자의료기기산업]

그림 4. 국가별 과체중 인구 비중



자료: 세계보건기구

국내 체성분 분석기기 산업은 규모는 약 200 억원대로 전자의료기기 산업내 3% 점유율을 차지하고 있다.

현재 체성분 분석기 산업은 전자의료기기 산업 내에서 기타의료기기산업으로 분류되어 있다. 전자의료기기산업은 기타 제조업에 비해 고부가 가치율(58%)의 산업이다. 세계전자의료기기 산업규모는 37.4조원대로 연간 6.1%로 성장하고 있으며 이중 우리나라가 차지하고 있는 비중은 약 1.7%으로 연간4.5% 이상 성장하고 있다. 국내 체성분 분석기 시장은 약 200억 규모로 2007년 매출액 기준 전자의료기기 산업 내에서 약 3%의 시장점유율을 차지하고 있다.

체성분 분석기 시장은 전문가용과 보급용으로 나뉘어져 있다.

체성분 분석기 시장은 의료용 시장과 스포츠 시장을 목표로 한 전문가용 시장, 보급용 시장 및 가정용 시장으로 구분되어 있다. 의료기관, 비만관리실, 스포츠센터 등에서 사용되는 전문가용의 경우 정밀도(accuracy)와 재현도(reproducibility)가 중요한 구매요소로 판단된다. 보급용 및 가정용의 경우에는 사용의 편의성, 가격, 디자인이 등이 중요한 구매요소이다.

세계체성분 분석기 시장 규모는 1.2조원대이며 전문가용 시장규모는 680억원대이다.

매출액 규모로 본 세계 체성분 분석기 시장 규모는 1.2조원대로 이중 전문가용 시장 규모는 약 680억 원 대인 것으로 분석된다. 국내 체성분 분석기 시장 중 전문가용 및 보급용 시장은 2000년대 초반 10여 개의 업체들이 참여하다가 현재는 바이오 스페이스가 시장점유율 75~80%를 차지하고 있으며 나머지 GNR등 5~6개 업체가 영업활동을 하고 있는 상황이다. 가정용 시장의 경우 일본 TANITA 사가 먼저 진출해 시장개척을 했지만 아직 시장형성이 미흡한 것으로 판단된다.

그림 5. 전문가용 체성분 기기 해외시장 점유율

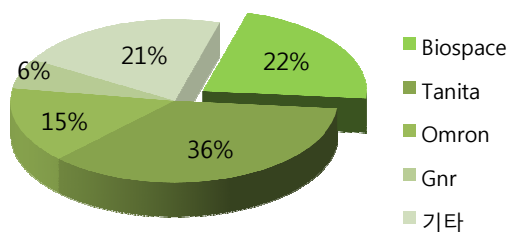
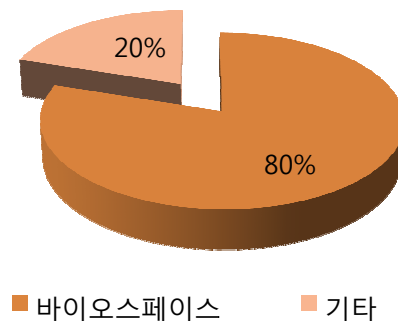


그림 6. 국내 전문가용 체성분 분석 기기 점유율



자료: 현대증권 (2009)

자료: Research 2 team

2. 기업분석 - 뛰어난 기술력, 높은 점유율, 그리고 해외매출신장까지

기술력에 기반을 둔 시장 점유율 확대

동사는 체성분 분석기를 제조하여 판매하는데, 그 매출처는 의료업계와 스포츠 관련업계, 헬스케어 전문업계로 다양하다.

동사는 체성분 분석기를 제조하여 판매하는 회사로서, 2008년의 매출액은 175억 원이었다. 체성분 분석기는 산업 분류상으로 전자 의료 기기 산업으로 분류되지만, 동사의 주요 매출처는 개인병원과 종합병원, 한의원 등을 포함하는 의료업계뿐만 아니라, 헬스 클럽이나 전문 스포츠 센터 같은 스포츠 관련업계, 비만 클리닉이나 에스테틱과 같은 헬스케어 전문업계도 포함된다.

체성분 분석기는 용도에 따라 전문가용, 소아청소년용, 가정보급용 제품으로 구분될 수 있다.

체성분 분석기는 그 제품의 쓰임새에 따라 구분될 수도 있는데, 앞서 말한 의료업계와 스포츠 관련업, 헬스케어 전문업계에서 쓰이는 체성분 분석기는 전문적인 관리자 따로 있으면서 실제 분석 대상인 고객을 관리하는 방식으로 사용되기 때문에 전문가용 체성분 분석기로 분류된다. 전문가용 체성분 분석기 외에 학교에서 학생건강체력평가 시스템의 일부로 쓰이는 소아청소년용 체성분 분석기가 있고, 각 가정의 보급용 제품 개념인 홈헬스케어용 체성분 분석기가 있다.

매출은 주로 전문가용 제품에서 발생하는데, 이것은 동사가 지닌 뛰어난 기술력과 제품의 특성에 따른 결과라고 할 수 있다. 이를 통해 전문가용 제품 시장에서 동사는 점유율 22%로 세계 2위를 차지하였다.

동사는 전문가용과 소아청소년용과 홈헬스케어용 체성분 분석기를 다 제조하여 판매하고 있지만, 실질적인 매출은 전문가용 체성분 분석기에서 대부분 일어나고 있다. 동사는 세계 시장에서 상대적으로 뛰어난 기술력을 가지고 있는데, 이것과 시장 상황이 동사의 전략을 전문가용 체성분 분석기에 집중하도록 만든 것으로 판단된다. 전문가용 체성분 분석기는 측정의 정확성, 전문용어로 '측정의 재현도'가 제품 선택의 핵심 기준이 되며 가정보급용에 비해 구매자의 가격민감도가 낮지만, 가정 보급용은 높은 측정의 재현도 보다는 가격 경쟁력이 더 중요한 선택의 기준이 되는 것으로 추측된다. 이러한 두 시장에서 동사는 우수한 기술력이라는 핵심 성공 요인을 적극 활용할 수 있고 경쟁자보다 더 잘 할 수 있다고 생각한 고가의 전문가용 제품에 집중하였고, 이를 통해 후발주자인 동사가 전문가용 체성분 분석기 세계 시장 점유율을 22%까지 끌어올렸으며 세계 시장 2위가 되었다.

인지도 또한 제품 선택에 중요한 요소인데, 동사는 기술력을 기반으로 한 시장 점유율 확대로 인지도를 높이고 다시 인지도 상승을 통한 매출 신장을 이루는 선순환 구조를 창출하고 있다.

기술력을 통한 시장 점유율 증대와 세계 시장 2위라는 지위 획득은 다시 동사의 매출 신장 동력이 된다. 전문 의료 기기 시장은 그 특성상 시장 내에서도 분야와 용도에 따라 세분화되고 그 세분화된 시장 간의 핵심기술간 진입장벽이 있게 된다. 이러한 점은 모든 전문 의료 기기 시장을 아우르는 Major Player가 있으면서도 각각의 세분화된 시장에 특화된 Major Player를 존재하게 한다. 특히 환자감시 장치와 분석기 등의 세분 시장에는 특화된 중소기업들의 매출이 두드러진다고 한다. 이럴 경우 인정받을 만한 기술력뿐만 아니라 그 세분화된 시장 내에서의 인지도가 소비자로서 하여금 제품을 선택하게 하는 중요한 기준이 되는데, 이러한 점에



서 높은 기술력을 기반으로 한 점유율 상승은 인지도 상승을 통한 매출 신장으로 이어지는 선순환 구조를 창출하여 지속적인 성장을 이룰 수 있는 것이다.

가정 보급용 제품 시장에서는 기술력 우위라는 강점을 살릴 수 있으면서 시장환경에 적합한 전략으로써 기술 이전 후 이전료 수입을 받는 우회전략을 선택하였다.

그렇다고 하여 가정 보급용 시장을 놓치고 있는 것은 아니다. 1992 년 전문가용 체성분 분석기를, 1994 년 가정 보급용 체성분 분석기를 세계 최초로 만들었던 Tanita 사는 가정 보급용 체성분 분석기 시장이 잘 발달되어 있고 시장성숙도가 높은 일본 시장에서 영업을 해왔는데, 1996 년 설립된 동사에 비해 가정 보급용 제품에 있어서 가격 경쟁력이 높다. 이것은 Tanita 사가 5 가구당 1 가정 보급용 체성분 분석기를 가지고 있는 특수한 시장에서 영업을 해왔던 것과, 상대적으로 오랜 영업 역사에서 기인했다고 볼 수 있다. 이러한 상황 속에서 동사는 직접 가정 보급용 제품을 생산하여 판매하는 것이 아니라 기술을 일본 기업에게 이전하여 용역 및 기술 이전료 수입을 받는 우회전략을 택함으로써 동사가 갖고 있는 기술적 우위를 최대한 활용하고 있다.

그림 7. 매출액, 매출총이익 등 (단위: 천원)

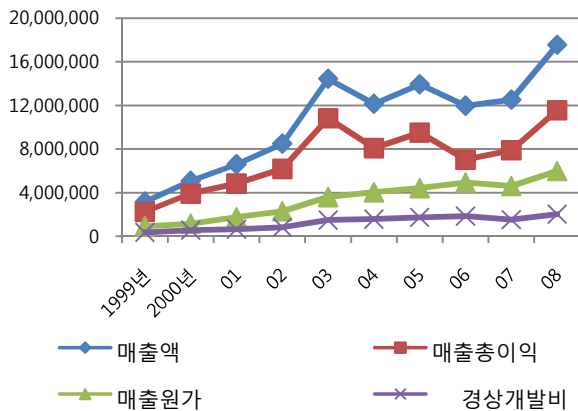
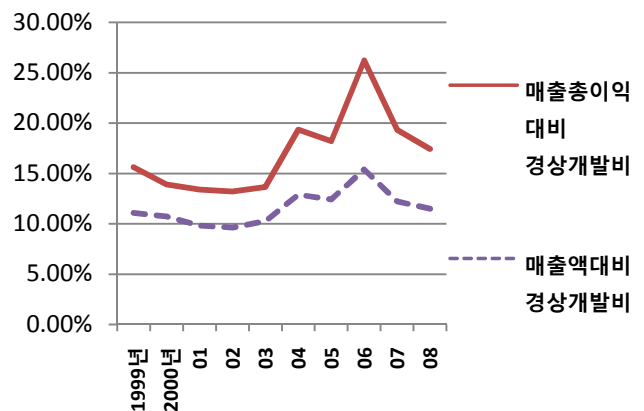


그림 8. 매출액, 매출총이익 대비 경상개발비,



자료: Reasearch 2 Team

자료: Reasearch 2 Team

그림 9. 바이오스페이스 특허 등의 등록정보

연도	내용
1997. 9	한국 특허 획득 (제123408호) (시작 ...)
1998. 2	미국 특허 획득 (U.S. 5720296) (시작 ...)
2000. 8	캐나다 특허 획득 (C.N.2225184) (시작 ...) 이후 일본 및 EU 특허 획득 ...
2003. 5	체성분 분석기 미 FDA 승인 획득 ...
2005. 5	일본 실용신안등록 무선통신가능한 체성분 분석장치 등 ...
1999. 3	한국 저작권 등록 시작 ...

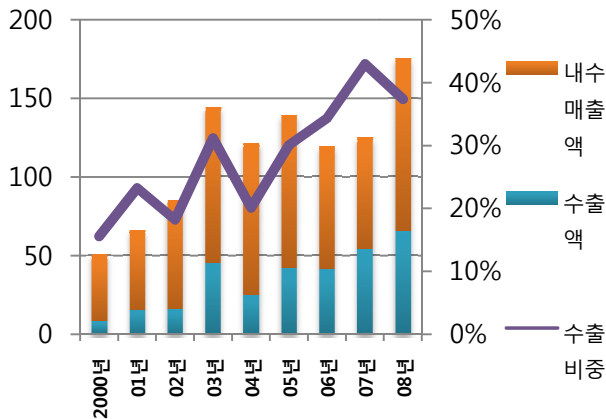
자료: 사업보고서, Reasearch 2 Team

그림 10. CEO 차기철 박사 약력

-	Ki-chul Cha, Ph.D
1976-1980	연세대학 기계공학 학사
1980-1982	한국과학기술원 기계공학 석사
1982-1986	대림기술연구소 연구원
1986-1992	(미) 유타대학 생체공학 박사
1992-1994	(미) 하버드의대 연구원
1996-현재	(주)바이오스페이스 대표이사

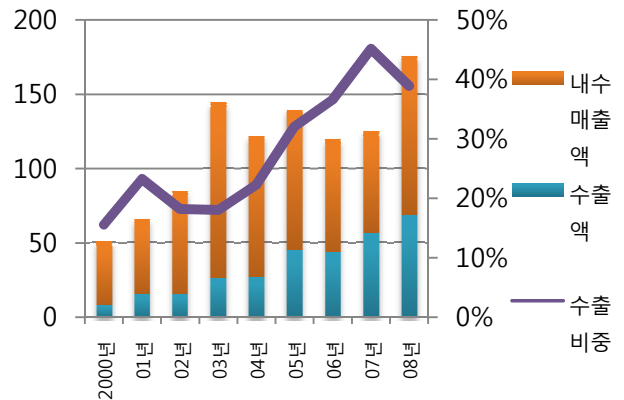
자료: (주)바이오스페이스 홈페이지

그림 11. 수출액 비중 (단위: 억 원)



자료: 사업보고서, Research 2 Team

그림 12. 2003년 매출인식의 차이 수정 후 수출액 비중



자료: Research 2 Team

기술력은 다양한 특허와 실용신안, 저작권 등록 및 점유율로 검증된다.

동사의 기술력은 연구개발비에의 많은 투자와 끊임없는 특허와 실용신안 등록, 전문가용 체성분 분석기 시장에서의 점유율 등으로 검증된다. 경상개발비는 꾸준히 증가하여왔으며, 매출액대비 경상개발비 또한 최근 10년 평균 11.58%로 높은 수준을 유지하고 있다. 그에 따른 가시적인 결과로써 40여 개의 세계 특허 보유 및 일본에의 실용신안 4개 등록, 국내 20개 가량의 국내 실용신안 등록 및 다수개의 저작권 등록을 하였다. 이러한 것들은 세계적인 BIA석학이자 Inbody 개발자인 차기철 CEO의 기술에 대한 자부심과 기술개발에 대한 노력도 빼놓을 수 없다고 하겠다.

해외 매출의 성장성

해외 매출은 2000년 이후 연평균 35%의 꾸준한 성장을 하고 있다.

동사는 2000년 6월 미국과 일본에 현지 법인을 설립하면서 본격적으로 수출을 위한 기반을 다지기 시작하였다. 2000년 7.9억 원이었던 해외 매출액은 작년 65.6억 원을 기록하였고, 이는 9년간 해외 매출액 연평균 성장률 35%이라는 큰 성과를 나타낸다. 이는 [그림 10]에서 확인할 수 있는데, 수정된 이 그래프는 2003년부터 2010년까지 인식해야 할 해외 로열티 매출 21억 원을 모두 2003년 당해의 매출액으로 계상하였던 것을 각 해의 매출액으로 수정해서 잡아준 것이다. 이에 따르면 해외 매출액은 꾸준히 성장해왔음을 알 수 있다.

세계 전자 의료 기기 산업의 성장성뿐만 아니라 각국의 전문가용 제품 시장의 성장성을 따져보았을 때에도 연평균 35%의 성장율은 향후 몇 년간 이어질 것으로 보인다.

해외 시장의 성장성을 따져보면, 세계 전자 의료 기기의 성장성과 더불어 해외 각국에서의 전문가용 제품 시장의 성장성을 생각해 볼 수 있다. 가장 큰 시장 규모를 지닌 미국과 유럽 시장은 체성분 분석기가 아직 시장형성 초기 단계이므로 동사의 해외 매출 성장성이 크다고 한다. 중국 또한 전문가용 시장에서 동사의 Inbody 에 대한 인지도가 높으면서 전반적으로 시장 형성 초기 단계이므로 매출 성장 잠재력이 높다. 가정 보급용 제품 시장이 특히 잘 발달하고 있는 일본에서는 Inbody 의 런칭과 함께 전문가용 제품 시장이 크게 성장하고 있기 때문에 일본에서의 동사의 매출 신장도 긍정적이라고 한다.

해외 매출 신장을 위해서 각국에 현지 법인을 설립하였으며, 이를 통해 현지 상황에 맞는 영업활동을 펼치고 있다.

시장 규모가 큰 미국과 일본, EU, 중국 시장 공략을 통해 매출 신장을 이루겠다는 목표아래 동사는 공략을 위한 거점을 확보하고 효과적인 제품 판매를 위해 현지법인 설립을 완료하였다. 미국, 일본, EU(독일) 현지 법인 설립에 이어 2008년 8월 중국에까지 현지 법인을 설립함으로써 각국 현지 시장 상황에 맞게 주력분야를 선정하여 영업활동을 펼치고 있다. 또한 현지 법인이 없는 국가에는 본사 해외 영업부 관할 하에 해외 대리점 및 아시아 Agency 를 중심으로 전세계 약 40여 개국에 제품을 공급하고 있다고 한다.

해외 진출 가능성과 안정적 유통망 확보가 관건이다.

동사가 영위하는 산업은 대부분 중소기업들인 관계로 규모가 큰 해외시장 진출 가능성 및 안정적 유통망 확보가 성공의 관건이라 판단된다. 이러한 점에서 2009년 3월, 동사와 GE간의 판매계약 체결은 긍정적이다.

동사는 GE와 미국 내 Inbody에 대한 수입판매계약을 체결하였다. 그로 인한, 향후 3년간 연평균 30% 이상의 해외 매출증가가 예상된다.

골밀도 측정기를 제조하는 GE Healthcare 내 Lunar 사업단은 동사의 대표 제품인 InBody230과 InBody720에 대한 수입판매계약을 체결하였다. U-헬스케어의 세계적인 선두업체 GE Healthcare는 General Electric Company의 170억 달러 규모의 사업부로 100개 이상의 국가의 환자들을 대상으로 46,000명의 직원들이 전문적인 의료기기 및 시스템을 공급하고 있다. 이 계약을 통해 루나는 미국 내에서 조기 진단, 예방 및 치료를 지향하는 GE의 "Early Health"시스템과 바이오스페이스의 '부위별 직접 다주파수 생체전기 저항법'이란 고유기술을 결합시켜 피검자의 체중 및 근육 발달을 관리할 수 있는 솔루션을 제공한다. 더불어 미국 정부에서 체성분 분석을 표준측정법으로 채택하는 것에 일조할 것으로 예상되며 앞으로 미국 내 인바디 제품의 매출이 증대될 것으로 기대된다. 제품 판매 침투율을 감안해 볼 때 글로벌 시장 초입단계인 체성분 분석기 해외매출 증가가 빠르게 나타날 것으로 판단되며 향후 3년간 연평균 30% 이상의 해외 매출증가가 예상된다.

Ⅲ. U-Healthcare 사업

1. 산업분석

U-Healthcare 산업

U-Healthcare 산업은 IT기술의 발전에 힘입은 의료 환경의 정보화로 인하여 언제 어디서나 질병의 예방을 위한 사전 진단 및 치료 그리고 건강관리를 위한 보건의료서비스를 통칭하는 산업이다. U-Healthcare 산업은 유무선 온라인 네트워크를 활용하여 전자 의료 정보 및 진료 예약관리 등을 제공하던 산업 단계에서 한 단계 더 진화된 것이라 할 수 있다

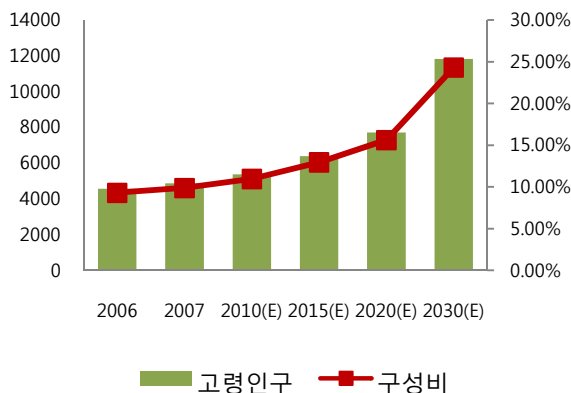
한국은 매우 빠른 속도로 초고령 사회로 진입하고 있다.

한국은 고령사회에 2018년이면 도달할 것으로 보이며, 노인 인구 비중이 20%를 넘는 초고령 사회로의 이동은 2018년에서 8년 안에 급속히 이뤄질 것으로 예상되고 있다. 이는 일본이나 미국 등 주요 선진국들에 비해서 인구의 노령화 속도가 매우 빠른 편이다. 이에 따라 세계 U-Healthcare 산업은 인구고령화 및 비만, 만성질환 환자 증가 등으로 인해 최근 5년간 연평균 11%씩 성장해 올해 시장규모가 5조 달러로, 10년 후에는 10조 달러에 달할 전망이다.

해외 글로벌 기업들은 U-Healthcare 산업에 진출하고 있다.

외국 주요 기업들은 이미 수년 전부터 U-Healthcare 시장에 뛰어들었다. 필립스는 2006년 반도체 사업을 매각하고 Healthcare 및 라이프스타일 분야에 집중하여 의료부분 매출 비중이 2001년 6.7%에서 2006년 10.1%로 증가했다. 인텔은 2005년 '디지털 헬스' 사업부를 신설하고 디지털 헬스분야에 진출했다. GE는 인텔과 함께 원격 진료 사업에 5년간 2억5000만 달러를 투자할 계획이라고 발표했으며, PC업체인 Dell도 사업 진출을 추진 중이다.

그림 13. 국내 인구 고령화 추이



자료: 통계청 장래인구추이

그림 14. 세계 각국의 고령화 사회 진입 기간

	7% ~ 14%(고령화사회)	14%~20%(고령사회)
미국	73년	21년
일본	24년	12년
한국	18년	8년
프랑스	115년	39년
이탈리아	61년	18년

7%이상: 고령화 사회 14%이상: 고령사회 20%이상: 초고령 사회

자료: 통계청 (UN 전망치)

U-Healthcare 산업은 정부 차원에서 지원이 되고 있다.

각국 정부도 이에 발맞춰 U-Healthcare 산업 인프라 구축 및 기술개발에 투자를 추진 중이다. 미국 오바마 정부는 건강 정보 디지털화 사업에 200억 달러(약 26조5000억 원)를 투입 예정이다. 우리나라 정부도 U-Healthcare 산업을 6대 신성장 동력 22개 분야에 포함시키면서 육성지지를 밝힌 바 있다. 복지부는 우선 1단계로 2008년에 R&D와 중장기 계획을 수립하여 2009년~2010년 구체적인 서비스 활성화에 들어가며, 2011년부터 고도화 단계를 거쳐 2014년까지 전국적으로 서비스를 확산시키는 투자 계획을 마련하였다.

실버타운의 수요 및 그와 관련된 산업인 U-Healthcare의 수요도 급증할 것이다.

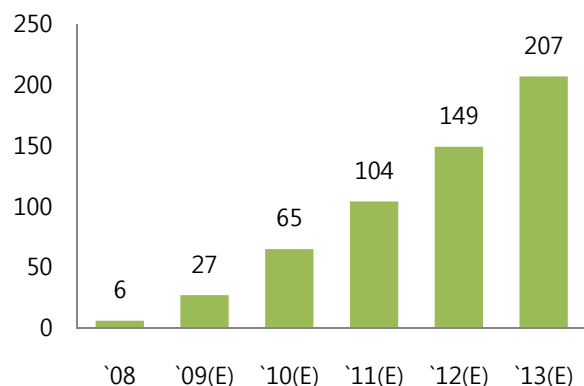
또한 고령화 사회로의 전환으로 U-Healthcare 시스템을 구축한 실버타운의 수요는 급증할 전망이다. 최근 정부 발표에 따르면 노인의료비의 지출규모는 1995년 7,281억 원, 전체 치료비의 12.2% 비중을 차지한 반면, 2005년에는 6.3조 원, 25.5%, 2006년에는 7.6조 원, 26.8% 수준으로 급격하게 증가하였다. 따라서 사회보험으로서 건강보험의 재무적 안정성은 크게 위협받고 있는 수준이며, 이러한 시점에서 U-Healthcare는 건강보험의 효율성 개선 방안이자 신성장동력으로 각광받고 있다. 또한 관련된 U-Healthcare에 대한 수요 역시 급증할 것으로 전망된다. 이러한 경향의 일환으로 최근 대형 건설사들은 시공 건물에 대한 U-Healthcare 서비스를 강화할 예정에 있다. 가장 대표적인 예로는 2013년 완공예정인 파주 신도시이다.

2013년 국내 시장규모는 2조 원에 이를 것으로 전망된다.

삼성경제연구소에 따르면 65세 이상 고령자의 원격 환자모니터링을 통한 국민 건강보험의 의료비 절감효과는 1.5조원에 달할 것으로 추정되며, U-Healthcare 시장규모는 2012년 약 1.2~2조원 규모로 성장할 것으로 전망된다. 한편 잠재수요로 본 U-Healthcare 시장규모도 2008년(도입 1년 미만) 619억 원 수준에서 2013년(도입 5년 이상) 이후에는 2조 원에 이를 것으로 예상되고 있다.

그림 15. U-Healthcare 산업 복지부 투자 지원 방안 그림 16. U-Healthcare 시장규모 (단위: 백억 원)

전략적 목표	수행 전략	투자 계획 (2009~2014)
인프라 강화	시스템 기반 구축 서비스플랫폼 및 표준인터페이스 생체정보 저장 및 기록기술 개발 법제도 정비 분야별 인력 양성	119억
의학지식 정보화 기술 개발	지능형 환자안전증진 기술 개발 바이오-임상정보 융합기술 개발 생체영상정보를 이용한 임상예측	125억
서비스모델개발	U-케어 서비스 개발 신규 U서비스 모델 발굴	59억



자료: 보건복지부 U-Healthcare 활성화 R&D 계획안 (2008)

자료: 홈네트워크산업협회, 하나금융연구소

**U-Healthcare 사업 영
위를 통해 신성장 동
력을 모색하고 있다.**

동사는 U-Healthcare 산업 내에서의 선점 위치를 차지하는 동시에 새로운 성장 동력을 모색하기 위한 일환으로 INBODY u-Town 사업을 영위하고 있다. 이는 체 성분분석기 및 각종 의료장비를 서로 연동하는 한편, 병원과 가정의 쌍방향 정보 교류가 가능한 형태의 시스템을 구축하는 것이다. 그로 인하여 소비자가 가정 또는 학교 등에서 건강관리의 조언을 얻을 수 있는 형태의 사업이다.

LG CNS, Intel과 협약을 맺어 송도 신도시에 체성분분석기를 공급 중이다.

동사는 현재 송도 신도시 프로젝트에 참여한 상태로, 포스코 건설에서 시공한 송도 포스코 더 샵에 2008년에 1,600세대 분의 체성분분석기를 공급하였다. 또한 잠실에 200여 세대 분의 제품을 납품하였다. 송도와 잠실에 구축된 U-Healthcare 시스템은 가정에 비치된 의료기기의 측정 결과가 병원에 실시간 전송되어 현재 상태에 대한 진단이 가능한 시스템이다. 상기 시스템 구축을 위해 동사는 LG CNS, Intel 간에 회사간 업무제휴를 실시하였다. 바이오스페이스에서는 의료 보조장비를 납품하고, 가정과 병원 쌍방향과 관련된 제반 소프트웨어를 LG CNS에서, 하드웨어를 Intel에서 맡아 하나의 U-Healthcare 시스템을 구축하는 것이다.

**2011년까지 20여 억
원의 추가적인 매출
증대가 기대된다.**

동사가 INBODY u-Town 사업과 관련하여 공급하는 제품은 가정용 체성분분석기로서, 대당 단가는 30만원 정도이며 해당 사업을 통한 매출은 2008년 5억 원으로 추정된다. 특히 송도 신도시 프로젝트와 관련하여 동사의 제품은 2011년까지 약 5,000세대에 공급 될 예정이다. 이를 통한 매출액의 추가적인 상승은 15~20억 원으로 전망된다.

송도 신도시 사업 모델이 성공적으로 평가된다면 성장 가능성은 충분하다.

비록 현재 시점에서는 매출의 규모와 산업의 성장세가 미미한 수준이지만, 현재 송도 신도시 사업 모델에 대한 성공적인 평가가 이어진다면 향후 관련 매출 규모도 커질 수 있을 것이다. 그리고 이것은 시장의 초기 단계이지만, 향후의 U-Healthcare 산업의 폭발적 성장은 동사에게는 또 하나의 성장기회가 될 수 있을 것으로 전망되고 있다.



IV. PAPS(학생건강체력평가시스템)

교육과학기술부는 학생건강체력평가시스템을 올해 초등학교를 대상으로 실시한다.

국내의 어린이(2~18 세) 비만율이 증가하면서 비만을 개인적인 미용상의 문제로 생각해왔던 것이 '질환'으로 바라보는 시각으로 변하여 국가적인 차원에서 이를 해소하려는 노력이 일어나고 있다. 이에 교육과학기술부는 '2009 PAPS(Physical Activity Promotion System 학생건강체력평가시스템)'이라는 명칭 하에 비만예방관리사업을 진행하고 있다. 모든 학생들은 매년 두 번씩 심폐기능, 체지방, 근지구력 등을 정밀하게 측정 받으며 학교당국은 체력측정에 필요한 첨단 헬스기구와 계측장비를 갖춰야 한다. 이 중 체지방측정(체지방율, 체질량지수, 허리-엉덩이비율)은 체성분 분석을 통하여 체내의 지방량을 비롯한 각종 근육량과 수분량 등을 종합적으로 검사하는 장비로써 다수의 병, 의원에서 사용되는 의료기기로 이번 PAPS 사업에 있어 필수 장비이다.

관련 예산 중 절반 정도인 500억 원 정도의 체성분 분석기 수요가 예상된다.

교육과학기술부는 전국 약 5,000 여 개 초등학교의 PAPS 제도 운영을 위한 장비 구입에 330 억 원의 예산을 배정했다. 내년은 전국 중학교, 2011 년은 전국 고등학교가 PAPS 제도를 시행하므로 향후 2 년간 교육계에서 약 1000 억 원의 헬스장비 관련 수요가 쏟아질 전망이다. 그 중 학교당 예산 800 만원 정도 중 절반 이상이 체성분 분석기 구매에 사용될 것으로(체성분 분석기의 가격대는 400 만원 이상) 2011 년까지 약 500 억 원 정도의 수요가 예상된다.

체성분 분석기는 제3자 단가계약을 통해 8개의 업체가 납품 가능하다.

PAPS 사업에서 체성분 분석기의 배치 및 납품은 제 3 자 단가계약을 통해 이루어진다. 이는 다수공급자 물품공급계약 제도라고도 하며, 다수의 정부, 공공기관에서 공통적으로 사용하고 수요빈도가 높은 품목에 대해 제품의 품질, 납품실적 등이 일정한 기준에 적합한지를 대상으로 협상을 통해 계약을 체결하고 단가를 책정하면 수요고객이 직접 나라장터 쇼핑몰에서 자유롭게 물품을 선택하여 사용하는 제도이다. 계약을 맺은 8 개 업체는 동사 외 (주)모텍스, (주)한국휴먼기술, 경인과학계기, 삼흥신어스(SYNUS), 주식회사 로보피아, 주식회사 아이아커뮤니케이션, 한국체지방측정기이다.

아이아커뮤니케이션은 우선구매추천제품으로 선정되었으나 보급용 기술 수준에 머무르고 있다.

이 중 아이아커뮤니케이션의 '건강꾸러기'시스템은 현재 전국에서 약 50 여 개의 초중고교에서 시범운영을 하고 있으며 N20 제품은 특허청장 추천 우수발명품 우선구매추천제품으로 선정되어 있다. 그러나 U-헬스케어 제품인 슬림매니저와 학교용인 '건강꾸러기'에 집중하고 있는 아이아는 점유율이 미비한 수준이고 전문가용은 생산하지 않고 있어 보급용 기술 수준에 머무르고 있다.



삼흥신어스를 통해 판매하고 있는 자원메디칼은 해당사업부문에 있어 항구적인 적자를 보였다.

지앤알의 계열사인 자원메디칼의 KIKO 제품들은 삼흥신어스를 통해 판매되고 있으며 PAPS 추천용 제품으로 선정되어있다. 지앤알은 작년 태양광 사업분야의 (주)대림솔라와 합병 계약을 맺고 항구적인 적자 원인이었던 의료기기 사업부문을 물적분할하여 자원메디칼을 신설하고 대신 모회사의 재무적 안정성 증대를 꾀하였다. 작년 매출액 22 억 중 영업손실이 9 억이었던 자원메디칼의 체성분 분석기 시장에서의 영향력은 크게 증대되지 못할 것으로 예상된다.

교육계 수요의 최소 50%만 확보해도 2011년까지 250억원의 추가적인 매출이 기대가 가능하다.

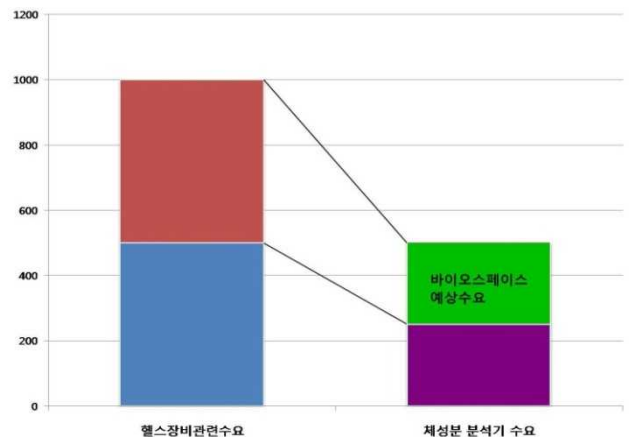
국내 체성분 분석기 시장의 약 75~80%의 점유율을 차지하고 있는 동사는 이미 2008 년도에 전라북도 소재의 초등학교 170 곳, 중학교 49 곳, 고등학교 50 곳, 특수학교 1 곳에 각각 1 대씩 납품한 경험이 있다. 또 PAPS 를 겨냥한 학교용 제품인 InBody J 시리즈뿐만 아니라 이동이 간편한 업계 최초의 3 단 접이식 InBody430 을 출시하였다. 270 개 학교의 납품 실적 경험과 강력한 경쟁업체가 없다는 사실을 바탕으로 볼 때 동사의 공급량은 업계 최대일 것으로 예상된다. 최소 50%의 교육계 수요만 확보하더라도 2011 년까지 약 250 억 원의 추가적인 매출이 발생된다. 이로 인한 매출액의 증대는 매년 약 80 억 원에 이를 것이다.

그림 17. PAPS 측정/평가 내용



자료: www.papsinfo.com

그림 18. 2011년까지의 교육계 예상 수요



자료: Research 2 Team

V. Valuation & Conclusion

동사는 안정적인 매출을 내고 있으며, 영업이익률도 2006 년을 제외하고는 20% 대의 수준을 유지하고 있다. 본 리서치 2 팀에서는 DCF 법으로 동사의 가치를 평가해보았다. 기본적인 가정은 아래와 같다.

1. 투입요소의 가정

매출액을 수출과 내수, 그리고 추가적인 매출이 기대되는 PAPS 부문으로 나누어서 고려하였다. 내수 시장의 매출액 증가율은 10% 대에서 점차 감소한다고 가정하였으며, 수출 시장의 매출 증가율은 동사의 기술력과 과거 성장 추이를 감안하여 적용하였다. PAPS 관련한 매출은 부가적인 것으로, 반드시 실행된다는 보장은 없다 하지만, 그 분야에서 국내에 마땅한 경쟁자가 없고 동사의 역량을 감안하여 위에서 분석한 바와 같이 매출이 발생할 것으로 보았다. 영업이익률은 2006 년에 비정상적으로 낮아진 것을 감안, 최근 5 개년의 가중평균치보다 약간 높은 20%로 잡았다.

2. 영구성장률 및 기타 요소

영구성장률은 1%로 가정하였으며, 기타 영업과 관련한 요소는 동사의 가치평가에 큰 영향을 미치지 못하므로 최근 5 개년의 가중평균치를 반영하였다.

매출액대비비율	2008	적용
영업이익률	22.63%	20.00%
유, 무형자산 상각비	1.66%	2.17%
영업용운전자본	29.68%	27.35%
순유형고정자산	28.13%	31.53%
순무형고정자산	0.43%	0.75%
기타영업용순자산	14.64%	14.21%

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
예상매출액	17,541,550	28,918,298	32,519,403	36,759,077	33,254,816	37,801,601
매출액성장률(내수)		10.0%	8.0%	8.0%	6.0%	6.0%
매출액(내수)	11,051,177	12,156,294	13,128,798	14,179,101	15,029,848	15,931,638
매출액성장률(수출)		35.0%	30.0%	28.0%	25.0%	20.0%
매출액(수출)	6,490,374	8,762,004	11,390,605	14,579,975	18,224,969	21,869,963
매출액성장률(PAPS)		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
매출액(PAPS)	0	8,000,000	8,000,000	8,000,000	0	0
가중평균성장률		20.5%	18.2%	18.1%	16.4%	14.1%
예상EBIT	3,969,039	5,783,660	6,503,881	7,351,815	6,650,963	7,560,320
NOPLAT	2,877,553	4,193,153	4,858,399	5,734,416	5,187,751	5,897,050
(+)유,무형자산 상각비	291,162	628,434	706,690	798,824	722,672	821,480
총현금유입	3,168,715	4,821,587	5,565,089	6,533,240	5,910,423	6,718,530

자기자본비용	11.72%
1년치일별베타	0.88915
한국시장프리미엄	7.31%
3년만기국채수익률(연평균)	5.22%

WACC	11.69%
차입금가치(이자발생부채)	283,269
주주지분가치(시가총액)	51,319,414
한계조달금리	6.69%

목표주가	₩ 7,250
현재주가	₩ 7,450
기대수익률	-3%

그 결과, 목표주가 7,250 원으로 동사의 기업 가치는 주가보다 낮은 것이라는 결과가 도출되었다. 동사의 기술력과 산업의 성장세를 바탕으로 한 성장성은 분명하다. 하지만 현재의 주가는 U-Healthcare 에 대한 투자자들의 과도한 심리가 반영된 것으로 보인다. 확실하게 매출이 발생하지 않은 PAPS 에 매출이 발생한다고 가정하였음에도, 동사의 가치가 주가보다 낮다는 것은 투자자의 입장에서 무엇을 의미하는 지는 자명하다.

하지만, 기대감이 빠지면서 주가가 하락하고, 당사가 추진하고 있는 신규사업에 관한 매출이 확실시 될 경우에는 매수를 고려해볼 직 하다. 그렇지 않고 불확실성이 유지되고 있는 지금 상황에서 동사에 투자하는 것은 위험할 것으로 보인다. 따라서 본 리서치 2 팀에서는 바이오스페이스에 대하여 SELL 을 제시한다.

VI. Appendix

손익계산서

(100Mn.)	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12
매출액	139	120	125	175
매출원가	44	49	46	60
매출총이익	95	70	79	116
판매비 및 일반관리비	76	68	64	76
인건비	18	14	16	15
감가상각비	1	2	1	1
무형자산상각비	0	0	0	0
기타판매비 및 일반관리비	7	6	5	7
영업이익	19	2	15	40
영업외손익	0	1	6	14
이자수익	2	2	3	6
이자비용	0	0	0	0
외환차손익	-1	-1	1	10
외화환산손익	-0	-0	0	-0
지분법이익	2	0	0	0
기타영업외손익	1	2	1	1
세전계속사업이익	19	3	20	54
법인세비용				-7
계속사업이익	19	3	20	61
중단사업이익				
당기순이익	19	3	20	61
EPS (원)	311	43	301	900
수정EPS				

현금흐름표

(100Mn.)	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12
영업활동으로인한현금흐름	1	15	37	47
당기순이익	19	3	20	61
비현금수익비용가감	7	9	5	7
유형자산감가상각비	2	3	2	3
무형자산상각비	0	0	0	0
퇴직급여	0	0	0	2
외화환산손익	0	0	-0	0
지분법평가손익	1	15	37	47
기타	3	-9	-35	-45
영업활동으로인한자산부처	-25	3	12	-21
투자활동으로인한현금흐름	-9	-5	-33	-48
유형자산 투자	-4	-8	-2	-4
유형자산 처분	0	0	0	0
무형자산 증감	-0	-1	-0	-0
투자자산 증감	-2	-6	2	-6
기타	-3	9	-32	-38
재무활동으로인한현금흐름	2	-3	-4	-6
장단기차입금증가	5	0	0	0
사채증감	0	0	0	0
자본증감	3	0	0	0
배당금의지급	-6	-3	0	-3
기타	-0	0	-4	-3
영업투자재무활동기타현금:	0	0	0	0
순현금흐름	-6	7	0	-6
기초현금	14	9	15	16
기말현금	9	15	16	9

대차대조표

(100Mn.)	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12
유동자산	112	112	121	168
현금등가물 및 단기금융상	47	57	79	109
시장성유가증권	0	0	0	0
매출채권	40	23	26	31
재고자산	22	26	14	17
비유동자산	85	80	91	102
투자자산	13	15	17	26
유형자산	44	49	48	49
무형자산	1	1	1	1
자산총계	196	191	212	269
유동부채	10	5	9	6
매입채무	2	1		0
단기차입금				
유동성장기차입금		0	2	2
비유동부채	4	4	3	1
사채	0	0	0	0
장기차입금	4	4	3	1
부채총계	14	10	11	8
자본금	31	34	34	34
자본잉여금	39	39	39	39
이익잉여금	115	112	132	190
자본조정	-1	-1	-4	-5
자본총계	182	182	200	262

주요투자지표

(W,%)	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12
Growth Ratios				
매출액성장률 %	14.8%	-14.1%	4.7%	40.1%
EBITDA성장률 %	39.6%	-73.3%	204.2%	142.0%
EBIT성장률 %	52.0%	-87.6%	522.8%	170.2%
총자산성장률 %	9.3%	-2.6%	10.8%	27.3%
Profitability Ratios				
매출총이익률 %	68.3%	58.7%	63.1%	65.9%
EBITDA마진률 %	15.6%	4.8%	14.1%	24.3%
EBIT마진률 %	13.7%	2.0%	11.7%	22.6%
세전계속사업이익률 %	13.9%	2.5%	16.3%	30.7%
당기순이익률 %	13.9%	2.5%	16.3%	34.8%
Stability Ratios				
부채비율 %	7.8%	5.3%	5.7%	2.9%
순부채비율 %	-23.3%	-28.9%	-37.1%	-40.7%
유동비율 %	1138.3%	2078.9%	1406.9%	2624.3%
당좌비율 %	910.7%	1586.9%	1245.9%	2354.4%
이자보상배율	813.8	6.3	47.8	82.5
Performance Ratios				
ROE %	11.1%	1.6%	10.7%	26.4%
ROA %	10.3%	1.5%	10.1%	25.4%
ROIC %	21.5%	2.4%	16.0%	40.8%
Per Share Ratios				
수정EPS	281	43	296	887
주당순자산	2,642	2,635	2,909	3,802
주당현금흐름	319	92	339	929
주당배당금	100		50	80