

# 인성정보(033230,KOSDAQ)

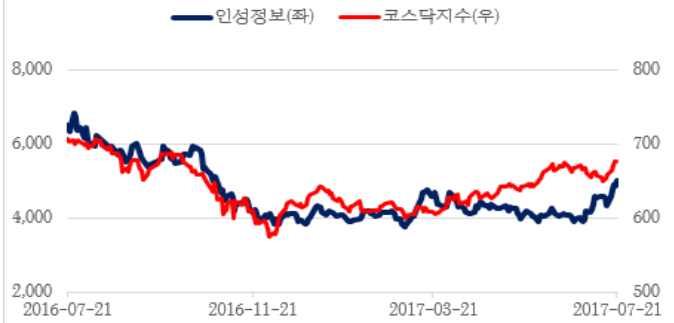
## 참을 수 없는 성장의 가능성에 투자하라

시가총액 (억원)	주가전망	적정주가 (원)	현재주가 (원)	상승여력 (%)
877	Positive	11,750	5,040	133.0 ↑

### 비즈니스 이슈

최근 인성정보는 VA(Veterans Affairs : 미국 보훈부)가 5년에 걸쳐 진행하는 12억 달러 규모의 원격진료사업에 배정받은 4개 업체 중 하나로 선정되었다. 미국은 글로벌 원격진료 시장의 90% 이상을 차지하는 중요한 시장이다. 이 계약으로 레퍼런스를 쌓는 계기가 되어 더 큰 시장으로의 확장이 가능해 질 것으로 기대된다.

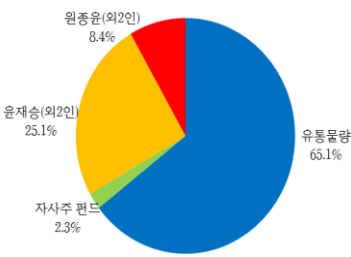
### KOSDAQ 지수 및 인성정보 주가 추이 (단위 : 원, pt)



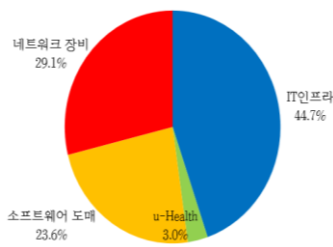
### 투자포인트

- ① 글로벌 원격진료의 90% 이상을 차지하는 미국 시장에 진출해 실제적인 매출이 발생하는 첫 해
- ② 미국 VA(미국 보훈부)로부터 발생할 안정적인 수입과 이번 레퍼런스 확보를 통한 더 큰 시장으로의 진출 가능성 존재
- ③ 장비 수출뿐만 아니라 납품 이후에도 지속적으로 발생하는 소프트웨어 관련 매출
- ④ 4차 산업 혁명과 맞물려 새롭게 열리는 이익률 높고 큰 시장에 진입하는 기업

### 주주현황



### 매출구성 (2017E)



### 투자자 거래종합 (단위 : 주)

날짜	외국인	개인	기관
05/12	687	1,405	6,383
05/11	17,878	-19,016	1,138
05/10	16,100	-25,269	14,268
05/08	53,973	-59,675	9,488
05/04	29,122	-38,507	13,096
05/02	14,466	-13,966	0

### 최근 공시 내용

날짜	내용
05/22	전환청구권행사
05/19	전환가액의 조정
05/15	분기보고서
03/16	2016년도 실적공시
01/31	매출액 또는 손익 구조 30% 이상 변동

### (종목명) 사업부문별 실적 및 주요 지표 추이 (배, %)

(단위 : 십억원, 원)

구분	2014	2015	2016	2017E	YoY	2018E	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	YoY
매출액	2,574	2,565	2,527	2,961	17.1%	3,229	484	545	633	864	517	6.8%
IT인프라	1,038	1,068	1,217	1,338	10.0%	1,364	20.7	24.3	34.9	41.8	24.0	15.9%
u-Health	21	13	12	90	750.0%	304	2	1	3	7	0	-
소프트웨어 도매	744	650	680	700	2.9%	714	122	164	152	242	159	30.3%
네트워크장비 도매	792	863	847	863	1.8%	880	182	200	228	237	194	6.5%
연결조정 및 기타	-20	-29	-20	-30	-	-32	-3	-3	-10	-4	-3	-3
영업이익	31	-31	50	87	74.0%	142	2	2	17	28	-11	-
영업이익률	1.2	-1.2	2.0	2.9	-	4.3%	0.5	0.4	2.7	3.2	-2.2	-
순이익	-344	-107	12	69	470.0%	113	-24	-17	2	52	-40	-
EPS(지배주주순이익 감안)	-201	-607	66	346	424.0%	566	-142	-100	9	299	-234	-
PER	-	-	61.1	14.5	-	8.8	-	-	-	-	-	-

이 조사항목은 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공 목적으로 제작되었습니다. 이 조사항목은 당시의 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사자가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사항목은 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 이 자료는 당사 홈페이지 ([www.researcharum.com](http://www.researcharum.com))에서도 이용하실 수 있습니다.

**안정적인 수익원인 네트워크 사업과 앞으로 성장 동력인 u-Health 사업**

**네트워크 관련 기술을 기반으로 해외 원격의료 시장으로 진출을 위한 기술 확보**

동사는 1992년 설립 1999년 코스닥에 상장된 기업으로 네트워크 사업을 기반으로 IT 인프라 및 솔루션, 서비스를 공급하는 기업이다. 해당 산업은 현재 성장성은 미미하지만 꾸준한 매출이 계속해서 발생하는 사업으로 주 고객은 공공기관, 금융/보험업계, 교육기관, 기타 기업들이다. CISCO, HP, DELL EMC,VMWARE 등 세계적인 글로벌 벤더와 계약을 체결해 주요 파트너로 자리하고 있다. 기존의 안정적인 사업과 더불어 새롭게 u-Health(원격의료) 사업에 2005년부터 투자를 지속해 미래 먹거리 확보와 기업 가치 재고에 나서고 있다. 수십 년간 네트워크 사업을 영위하면서 쌓인 기술과 노하우는 원격의료 사업에도 도움이 되는 요소로 안정성과 알고리즘 관련된 부문에 있어 기술 경쟁력을 갖출 수 있는 바탕이 되었다.

**네트워크 사업은 안정적이고 꾸준한 수익 창출원**

'16년 연결 기준 매출 비중은 IT 인프라 38.6%, 소프트웨어 도매 26.7%, 네트워크장비 도매 33.3%, 보안관계 1.0%, u-Health 0.5%다. 현재 매출의 대부분을 차지하는 네트워크 사업 부문은 꾸준하고 지속적인 매출이 발생한다. 11년 이후 매출액 2,500억 내외가 계속적으로 발생하고 있고 14, 15년의 일시적인 요인으로 인한 이익 감소 효과를 제외하면 50억 내외의 영업이익이 꾸준히 발생하고 있다. 올해는 새로운 장비 도입과 통신 사업자와 함께 해외로 진출하기 때문에 기존보다는 20% 증감된 영업이익을 달성할 수 있을 것으로 생각된다.

**향후 성장성이 돋보이는 u-Health 사업**

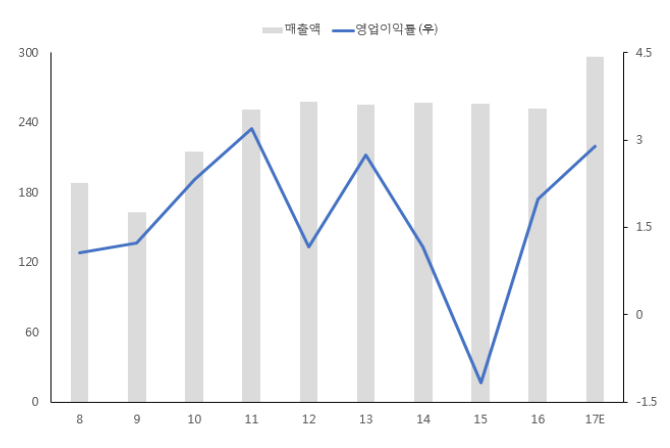
'05년부터 u-Health(원격의료) 부문 연구와 투자를 계속해온 결과 언제 어디서나 이용 가능한 의료서비스 플랫폼 '하이케어 홈닥터(Hicare Home Doctor)', '하이케어 스마트(Hicare Smart)', '하이케어 허브(Hicare Hub)'를 개발했다. 기존의 '하이케어 홈닥터'는 전용 장비를 이용해 헬스케어 서비스를 제공하는 서비스이고 '하이케어 스마트'는 다양한 OS 및 스마트폰 및 태블릿으로 이용 가능하며, '하이케어 허브'는 태블릿과 u-Health 서비스가 연동되는 제품으로 고객의 상황에 따라 맞춤형 모델 구성이 가능하다. 또한 PSTN(전화망), Wi-Fi, LTE 등 다양한 통신환경에서도 구동이 가능하다. 특히 동사는 미국 시장을 목표로 하고 있는데 미국의 경우 통신망이 아직 덜 발달된 지역이 많아 여전히 PSTN(전화망)을 사용하는 지역이 많기 때문에 미국 전 지역에서 이용가능하다는 이점이 있다. 제공되는 원격의료 서비스는 만성 질환을 예방하기 위한 혈당, 혈압, 산소포화도, 전자청진기, 체지방 외에 다양한 센서(50개 이상)를 측정하고 의료진과 화상 원격상담을 통해 직접 병원에 가지 않고 집에서 건강 상담을 받을 수 있도록 하는 것이다.

[그림 1] 조직도



자료 : 인성정보

[그림 2] 매출액과 영업이익률 추이 (단위 : 십억원)



자료 : 인성정보, DART, 메리츠증권증권

**u-Health 사업에서 실제적인 매출이 발생하는 올해**

**u-Health 관련  
사업 진행 흐름**

05년부터 u-Health(원격진료) 부문 지속적 연구와 투자.

12년 11월 '하이케어 홈닥터'가 미국 FDA(식약청)의 501K 인증을 받음.

13년 3월 '하이케어 홈닥터'를 프랑스에서 의료 기기 및 의료 서비스를 제공하는 기업 Melick Engineering에 공급, 같은 해 프랑스 직영 약국들을 통해 시범 사업 실시.

13년 12월 미국 AMC Health에 국내 원격의료장비 최초로 공급 계약 체결('하이케어 홈닥터').

14년 5월 국내 최초 스마트기기 기반 스마트기기 기반 u-Health 제품 '하이케어 스마트'와 '하이케어 스마트 허브'가 미국 FDA의 인증을 받음

15년 말 미국 퇴역 군인들을 대상으로 대형 보험사, 건강관리 센터, 대학병원, 홈케어 센터, 가정에서 관련 제품과 관련한 테스트 실시 완료.

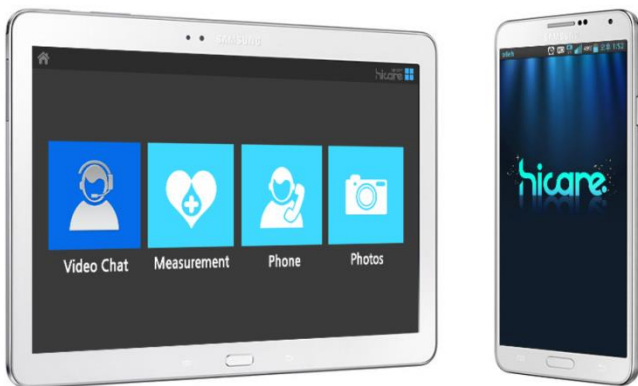
17년 5월 미국 VA(보훈부)에 원격의료 서비스 제품 공급 소식 발표, 전체 사업 규모 중 순수 장비 매출만 12억달러(1조 3,428억 원), 4개 업체가 나눠서 균일한 금액을 납품하며 동사는 그 중 1개 업체의 게이 트웨이(원격 의료의 플랫폼이 되는 기기)의 Sole Vendor(독점 공급자).

17년 5월 31일 VA로 본격적인 장비 수출에 앞서 사전 운영 교육 및 서비스 테스트를 위한 초도 물량 미국으로 선적 완료.

17년 6월 브라질 Amplimed와 65만 달러 규모 원격의료 솔루션 수출 계약 체결,

17년 6월 31일 중국 상해 의료기기 박람회에서 중국 부동산 기업과 피부관리 미용 장비 '딥스킨' 2,200대 납품 계약 체결.

[그림 3] 하이케어 스마트(Hicare Smart)



자료 : 인성정보, hicare

[그림 4] 하이케어 허브(Hicare Hub)



자료 : 미국은 여전히 의사가 부족하다

**점점 더 중요해지는 원격 진료 산업**

**고령화, 기술 발달과 함께 대중성을 얻어 가는 원격진료**

UN에 따르면 2017년 현재 전 세계 65세 이상 고령 인구는 10억 명이 넘어 전체 인구의 13% 가량을 차지하고 있다. 고령화 속도는 출산율이 둔화되고 생명 연장 기술이 발달하고 있는 추세에 따라 더욱 빨라질 것이다. 이러한 고령화는 개인적 차원을 넘어 사회적, 국가적 차원으로 대두될 것이며 이에 따라 제약과 의료 기기, 바이오 및 헬스케어 사업은 그 중요성이 점차 더 중요해지는 상황이다. 특히 사물과 인터넷을 결합하는 IoT를 활용한 기술인 원격의료 역시 거리, 시간에 전혀 구애 받지 않는다는 점에서 더욱 주목될 것이다. 고령 인구는 이동에 제약이 있는 경우가 많고, 의료비 부담이 큰데 원격의료를 활용하면 어디서나 진료를 할 수 있고 대면 진료에 비해 의료비가 저렴한 측면이 존재하기 때문이다. 또한 수시로 진단이 가능해 사후 치료가 아닌 사전 예방이 가능하다는 점 또한 긍정적인 요소이다.

**미국의 의료 상황과 원격 진료 필요성**

미국은 인구 대비 의료 서비스 기관이 부족하고 건강보험 혜택이 제한적이며 특히 의료비용이 비싸다. 때문에 보험에 들지 않은 인구의 경우 개인 파산의 가장 큰 원인으로 손꼽힌다. 연방 정부는 한 해 1인 당 평균 의료비용 지출이 약 1만 달러(약 1,129만원) 이상인 것으로 추정하고 있다. 실제 미국에서 의사를 방문해 대면 진료를 할 경우 약 100달러, 응급실은 750달러 이상의 비용이 소요된다. 하지만 원격진료를 이용하는 경우 같은 진료를 할 때 45달러에 불과하다. 또한 미국의 경우 교외에 살고 있는 환자들의 경우 병원이 도심에 밀집되어 있기 때문에 물리적인 거리가 멀어 이용에 어려움을 겪는 경우가 많다. 이와 같은 의료 환경의 특성 때문에 미국은 현재 글로벌 원격진료 시장의 90% 이상을 차지하는 아주 큰 시장이 되었다.

현재 미국 의료기관의 약 61%, 병원의 40~50%가 원격진료 형태의 의료 서비스를 제공하며, 1년간 약 1억 5,000만 명 이상이 서비스를 이용한다. 대부분의 진료는 화상통화를 통해 의사와의 면담 형식으로 이루어지며 혈압, 혈당, 체온 등 환자 정보를 측정 장치를 통해 측정한 후 의사에게 네트워크를 통해 전달해 진단 하는 방식으로 운영되는 서비스 또한 존재한다.

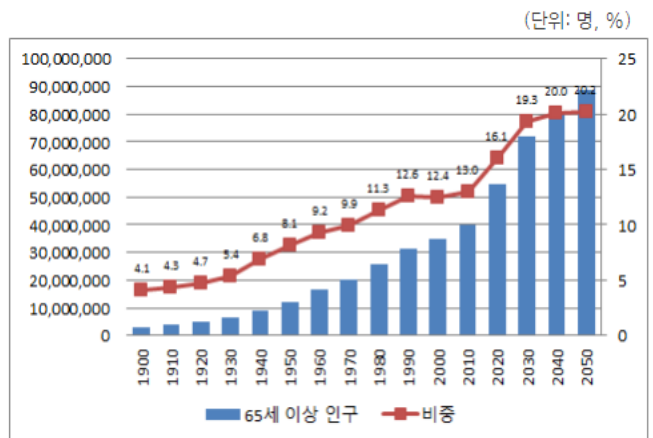
따라서 미국 시장에서는 계속해서 원격진료 서비스에 대한 수요가 증가하고 있고 이에 따라 원격의료 기기에 대한 수요도 폭증하고 있다. 모바일 앱, 생체신호 측정기, 진료용 키오스크나 화상통화를 통한 진단은 매년 꾸준히 증가하고 있으며 이는 환자 측의 수요도 존재하지만 보험공단이나 보험처, 민간 보험사, 제약사, 바이오 회사, 화장품 회사 등 다양한 기관에서 비용 통제를 위한 목적이나 제품 개발을 위해 사용하는 등의 다양한 목적의 수요도 함께 존재하기 때문이다.

[그림 5] 전세계 원격 의료 이용자 (단위:천명)



자료 : HIS테크놀로지, GE

[그림 6] 미국 65세 이상 인구와 총 인구 비중 추이 및 전망



자료 : 미국 인구고령화관리청

미국 시장과 그 중요성

미국내 원격 진료 현황

미국 보건사회복지부(U.S Department of Health and Human Services)에 따르면 점차 더 많은 보험사들과 고용기업들은 원격진료 서비스를 지원하고자 추진하고 있으며 2016년 기준으로 원격진료를 복지혜택으로 제공하는 대형 고용 기업의 비율은 약 75% 가량으로 2015년의 48%에서 크게 확대된 수치를 보였다. 또한 내셔널 비즈니스 그룹 온 헬스(National Business Group on Health)에서 133개의 대기업을 대상으로 설문을 실시한 결과 90% 이상의 기업이 올해 안에 직원들에게 원격진료 서비스를 지원할 계획이며 2019년까지 거의 모든 응답자들이 서비스를 제공 할 예정인 걸로 조사되었다. 또한 미국의 경우 16%의 소비자들이 이미 원격진료를 받아본 경험이 있으며 아직 경험이 없는 소비자 중 61% 가량이 향후 원격진료를 받을 의사가 있다고 응답했다.

McKinsey에 따르면 이러한 서비스로 인해 미국내 당뇨병의 경우 15%의 의료 비용 절감 가능성이 있고, OECD와 BRICS에서만 2020년 기준 2,000억 달러(한화 225조 원)에 달하는 규모의 시장이 형성될 것으로 예상했다. 또한 올해 PwC는 원격진료를 통해 OECD 국가에서 2017년에만 4,000억 달러(한화 450조 원)의 비용 절감이 가능할 것이라는 내용의 발표를 했다.

[그림 6] 쇼핑몰 등에 위치한 간호사가 상주하는 원격진료 부스



자료 : NBC

[그림 7] 원격 진료 센터에 상주하는 다수의 의사들



자료 : NBC

[그림 8] 원격진료를 통해 환자와 상담하는 모습



자료 : NBC

[그림 9] 미국에서 존재하는 다수의 원격 진료 업체



자료 : Health Populi

1. VA와 계약으로 큰 시장(미국)의 문을 열다.

전 세계에서 가장 큰  
원격의료기기 시장  
미국을 목표로 진출

한국은 아직 원격의료 도입이 가능한 시장이 아니다. 국토는 좁고 각 지역간의 이동이 원활하며 오지가 드물다. 또한 계속해서 의료법 개정에 대한 이야기가 나오고 있지만 법안으로 통과되지는 못하고 있다. 때문에 동사는 이 사실을 처음부터 인지하고 전 세계 원격의료 시장의 90% 이상을 차지하는 미국을 목표 시장으로 설정하고 사업을 진행했다. 미국은 국토가 넓고 지역간 이동 시간이 오래 걸리며 병원들이 도시 인근에 밀집해 있는 경우가 많아 직접 환자와 의사가 대면하지 않고도 진단, 처방이 가능한 원격의료에 대한 수요가 많을 수밖에 없는 상황이다. 따라서 미국은 해당 분야 기술 발달에 적극적이었고 공공기관 뿐만 아니라 민간 보험사들까지 원격의료에 적극적으로 나서고 있다.

의료 관련 매년  
88조 이상의 예산을  
집행하는 VA(미국  
보훈부)로의 장비  
납품 계약 체결

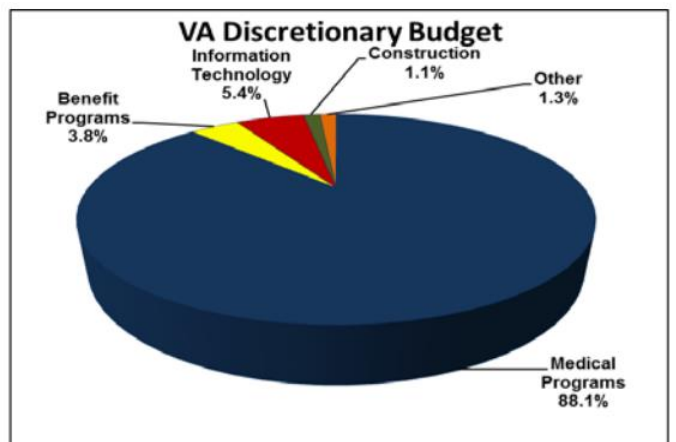
VA(Veterans Affairs)는 미국 재향 군인 정책국으로 한국의 국가보훈처에 해당하는 기관입니다. 미국 워싱턴 D.C에 본부가 위치해 있다. 2017년 예산안 기준 정규직만 366,544명이 일하고 있고 이 중 퇴역 군인은 30% 가량을 차지합니다. 주로 건강 관리, 주택 융자 보증, 보험, 직업 재활 및 고용, 교육, 이들은 2017년 기준 전체 예산은 1,823억 달러(한화 206조 1554억 원) 가량입니다. 의료, 직무교육, IT인프라 개선, 장례, 보험 등을 모두 합한 VR이 재량을 가지는 사업 지출 예산은 1,036억 달러(한화 116조 9,644억 원) 가량이며 이 중 법률에 따른 의무사업 지출 예산은 787억 달러(한화 88조 8,523억 원)입니다. 이 중에서도 Medical Care 부문 배정된 예산은 전체 예산의 88.1%가량으로 가장 큰 비중을 차지합니다. 17년 685억 달러(한화 77조 3,365억 원), 18년에는 전년 대비 2.1% 증가한 700억 달러(한화 79조 300억 원)입니다. 이 중 원격 진료에 장비 배정된 예산은 17년 12억 달러(한화 1조 3,548억 원)이며 해마다 관련 예산이 꾸준히 5% 가량 증가됩니다. VA(미국 보훈부)의 자체 테스트를 통과한 11명의 입찰자가 올해 2월 입찰을 해 5개년에 걸친 원격 진료 사업 대상으로 4개 업체가 선정되었으며 올해 시범 물량이 각 주에 전달되고 이용자들의 수요 조사를 받아 내년부터 본격적으로 장비를 납품하게 됩니다. 5년 동안 배정된 예산을 통해 사업 대상자들은 안정적인 매출을 올릴 수 있는 구조다. 이번 사업의 지원 대상자는 약 100만 명 정도로 추산되며 인 당 1,200달러(한화 135만 원) 정도의 원격의료 장비를 공급받게 될 것으로 예상됩니다. 전체 VA(미국 보훈부)에 등록된 퇴역 군인은 8~900만 명 가량이기 때문에 원격의료지원 사업 1기인 이번 사업이 성공적으로 진행된다면 남은 인원들에 대해서도 더 큰 규모의 사업이 진행될 수 있을 것으로 생각됩니다.

[그림 10] VA 의료 프로그램 예산안 (단위: 100만 달러)

	2015 Actual	2016 Estimate	2017 Request	2018 Request
간병인	454	622	725	840
C형 간염 신약 개발	1,218	1,500	1,500	600
여성 퇴역 군인 관리	439	475	515	557
정신 건강	6,851	7,484	7,832	7,997
원격 의료	1,051	1,114	1,171	1,226
농촌 보건 계획	219	270	250	250
홈 리스 지원 사업	1,507	1,477	1,591	1,122
활동비	558	598	836	498

자료 : VA(Veterans Affairs)

[그림 11] VA 예산안 부문별 비중



자료 : VA(Veterans Affairs)

1. 미국 시장에서의 경쟁력과 기대 요소

규모가 큰 미국 시장  
과 높은 이익률

VA(Veterans Affairs, 미국 보훈부)는 퇴역군인들을 위해 5년(17-21년)에 걸쳐 시행하는 u-Health 사업의 순수 장비 관련 예산으로 12억 달러(약 1조 3,478억 원)를 배정했다. 해당 사업에 대해 VA가 인정하는 일정 수준 이상을 갖춘 업체 11곳이 입찰에 나섰고 그 결과 17년 2월 8일 4개 업체가 최종 대상으로 선정되었다. 선정된 4개 업체는 각각 동일하게 3억 달러 규모의 장비를 납품하게 된다.

실제 선정된 업체는 Medtronic, care innovation, IRON BOW, 1VissionLLC(AMC Health가 만든 컨소시엄)이다. 동사는 1VissionLLC에서 주축이 되는 회사인 AMC Health에 게이트웨이(원격진료를 위해 사용되는 통신 장비로 동사의 '하이케어 스마트'와 '하이케어 허브'를 의미한다)를 Sole Vendor로 독점 납품하게 된다. 게이트웨이는 원격의료를 위한 플랫폼을 제공한다는 점에서 원격의료장비 중 핵심이 되는 장비라고 할 수 있는 장비로 전체 장비 중 가격이 가장 비싸고 비중이 높다. 대략적인 가격은 대당 400달러 정도이며 전체 예산 중 30% 가량을 차지하는 금액이다. 이로써 발생 가능한 5년간의 장비 관련 매출은 9,000만 달러(한화 1,007억 원)로 볼 수 있다. 게이트웨이의 영업이익률은 35%로 굉장히 이익률이 높다.

경쟁사 대비 뛰어난  
호환성과 가격

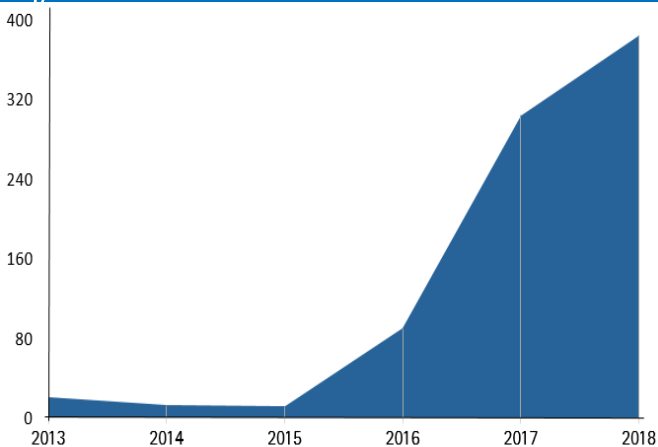
동사의 제품은 뛰어난 기술력을 가지고 있을 뿐만 아니라 가격적인 측면에서 같이 납품하는 3개의 업체에 비해 40% 이상 저렴하기 때문에 가격 경쟁력을 충분히 갖추고 있다고 할 수 있다. 또한 Wi-Fi, LTE 환경에서만 작동이 가능한 경쟁사들과는 달리 동사의 장비는 PSTN(전화망), Wi-Fi, LTE 등 모든 통신 조건에서 이용이 가능하기 때문에 국토 대부분 지역에 고속 인터넷을 위한 인프라가 제대로 갖춰지지 않은 미국에서 사용하는 데 강점이 존재한다. 또한 퇴역군인들의 경우 경제적인 어려움을 겪는 경우가 많아 도심이 아닌 외곽 지역에서 거주하는 경우가 많기 때문에 이러한 제품의 특성은 특히 더 강점을 보여 타 업체 대비 선호도가 높을 것으로 생각된다.

추가적으로 4개의 업체가 동일한 금액(3억 달러)을 납품하게 되는데 미국의 경우 공공사업 진행 시에 중소기업에 대한 할증을 부여해서 타 업체에 부여된 물량 대비 10~20% 정도의 할증된 물량 공급이 가능할 수 있다. 이러한 점 또한 동사의 매출이 예상보다 늘어날 수 있는 요인이다.

추가적인 원격의료  
기기 사업 가능성

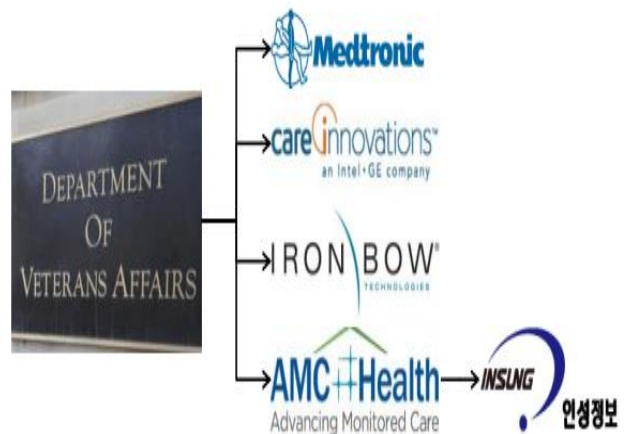
올해 6월 이미 미국으로 초도 물량을 선적 완료하였고 각 지역 별로 제품을 보낸 뒤 이용 후 수요 조사를 통해 그 결과에 따라 본격적인 수출이 시작될 것으로 예상된다. 이번 VA와의 계약은 아직 1차 사업으로 100만 명 가량을 대상으로 하는 것으로 원활하게 진행된다면 이후 전체 등록된 퇴역군인 800~900만 명으로의 대상 확대나 가입자의 가족을 포함하는 2,200만 명으로의 확대까지 또한 충분히 기대해 볼 수 있는 상황이다.

[그림 12] 인성정보 u-Health 사업부 예상 매출 (단위: 억)



자료 : 인성정보, DART

[그림 13] VA 원격의료기기 납품 대상 4개 업체



자료 : 인성정보, 메리츠증권증권

2. 기대요소 더 큰 시장인 미국 보험사들과의 계약 가능성

미국 보험사  
Geisinger(가이징거)

Geisinger(가이징거)는 1915년 아비게일 가이징거가 설립한 회사로 새로운 의료 관리 및 지불 제도 모형을 실시하고 있는 의료 공급자, 민간 보험사입니다. 16년 기준 매출 55억 달러(한화 6조 2천억 원), 영업이익 1조 2790억(한화 1,443억 원) 이고 3만명 이상을 고용하고 있는 회사입니다. 주로 서비스를 공급하는 지역은 펜실베이니아로 45개의 카운티에 걸쳐 300만명 이상에게 서비스를 제공합니다. 이 지역은 특히 고령자, 저소득층, 만성질환자가 많은 지역으로 중증 만성질환으로 인한 입원율이 미국 평균의 3배 이상입니다. 때문에 회사는 의료수가 절감을 위해 특정 조건에 해당하거나 특정 수술 방식을 선택하면 보험료를 절감해주는 등 비용 절감을 위해 적극적으로 노력하고 있다.

미국 2위,  
전 세계 2위 보험사  
Blue Cross  
Blue Shield(블루 크로스 블루 실드)

Blue Cross Blue Shield(블루 크로스 블루 실드)는 미국 2위 보험사로 50 개 주에 걸쳐 미국인 3명 중 1명에게 의료 보험을 제공합니다. 36개의 독립적, 지역적으로 회사가 운영되기 때문에 정확한 가입자 수는 확인 하기 어렵지만 미국 내에서만 대략적으로 0.8~1억 명 이상에게 보험 서비스를 제공하며 전 세계적으로 2억 명 이상에게 보험 서비스를 제공하는 전 세계 2위 규모의 보험사입니다.

VA와의 계약으로  
추진력을 얻어 미국  
보험사들과도 계약을  
체결한다.

미국 보험 시장은 2010년 기준 세계 보험 시장 중 1위로 11조 6614억 달러(한화 1경 3165조)에 달하고 전 세계 보험의 26.8%를 차지하는 매우 큰 시장이었다. 7년이 지난 지금은 그 규모가 더 클 것으로 예상되는 상황이다. 대형 보험사들은 앞서 말했듯이 의료수가 절감을 위해 예방 및 진단 차원에서 원격의료에 대한 관심이 많을 수밖에 없다. 이미 실행하고 있는 업체들의 경우 가입자 수가 많아 기기 관련 계약을 하게 되면 최소 계약 단위(장비 납품 단위)가 1만개 이상이기 때문에 굉장히 큰 매출이 발생할 수 있고 규모의 경제로 인해 이익도 높다. VA(미국 보훈처)와의 계약은 그 자체만으로도 미국 시장에 처음으로 진출해 안정적인 매출이 발생 가능하다는 점에서 의미가 있지만, 공공 기관을 통해 동사의 장비 성능과 안정성을 인정받았다고 해석할 수 있는 점에서 더 큰 시장(미국 내 보험시장)으로의 진출 발판이 될 수 있다. 과거에도 Geisinger(가이징거)나 다른 기업들과 진출에 대한 논의는 나왔지만 레퍼런스가 없어 진출에 어려움을 겪었다면 올해부터는 수출 실적이 쌓이고 VA(미국 보훈처)로부터 기술력을 인정받았다는 점에서 진출이 수월해질 것으로 생각됩니다. 실제로 VA(미국 보훈처)와의 계약 이후에 예전부터 논의 중이던 미국 보험사들(Geisinger(가이징거), Blue Cross Blue Shield(블루 크로스 블루 실드)와의 계약들도 급 물살을 타기 시작해서 올해 안에 가시적인 성과가 나올 수 있다고 회사 관계자는 밝혔다.

[그림 14] 계약 협의중인 보험사



자료 : Geisinger, Blue Cross Blue Shield

[그림 15] 전 세계 보험시장 규모와 점유율

세계 10대 보험시장 현황			
(2010년 기준, 단위 USD백만달러, %)			
순위	국가	총보험료	점유율
1	미국	1,166,142	26.88
2	일본	557,439	12.85
3	영국	310,022	7.15
4	프랑스	280,082	6.46
5	독일	239,817	5.53
6	중국	214,626	4.95
7	이탈리아	174,347	4.02
8	캐나다	115,521	2.66
9	한국	114,422	2.64
10	네덜란드	97,057	2.24

자료 : 더벨



**3. 제품 공급 이후에도 지속적으로 발생하는 매출 4. 생활의료기기 사업**

**원격진료 제품 공급 이후에도 지속적으로 발생하는 소프트웨어 업데이트 관련 매출**

VA와 계약한 계약 조건에는 ‘하이케어 스마트’와 ‘하이케어 허브’ 두 종의 장비가 5년에 걸쳐 공급된 이후에도 해마다 소프트웨어 프로그램 업데이트 서비스를 제공하고 그에 대한 비용으로 해당 시점까지 납품한 원격의료장비 누적 금액의 15%를 받는다는 내용이 포함되어 있다. 이에 따라 당사는 납품 이후에 (매년 누적 장비 납품 금액) \* (15%)의 고정적인 수익을 얻을 수 있는데 소모되는 비용은 거의 없다. 17-21년까지 5년에 걸쳐 총 누적 장비 납품 금액 9,000만 달러(한화 1,007억 원)를 납품하게 되면 21년 이후 매년 1,350만 달러(한화 151억 원)의 추가적인 수익이 안정적으로 발생할 수 있다. 이러한 부가적인 매출은 사업 초기에 많은 금액을 수출하게 될 수록 더 많은 수익을 이룬 기간 내에 발생시킬 수 있기 때문에 추가적으로 충분히 기대해 볼 수 있는 요소이다.

**생활의료기기 부문에도 기대해 볼 만한 요소들이 존재**

당사는 생활의료기기 사업에도 진출해 생리통 완화기(Hicare Lady)와 이온 도입기(Deepskin)을 생산한다. 이온도입기(Deepskin)와 같은 경우 이온토포레시스(Iontophoresis) 기술을 적용해 마스크 팩에 포함된 기능성 영양성분이 피부에 효과적으로 침투될 수 있게 도와주는 역할을 하고 있다. 이 기술을 통해 일반적인 화장품이나 팩보다 피부 깊숙히 성분들을 전달할 수 있다. 국내에서는 식약청 인증을 완료했으며 홈쇼핑과 인터넷을 통해 대략 25만원 내외에 판매되고 있다. 17년 5월 2차에 걸쳐 중국에 방문해 CMEF(상해 의료기기 박람회) 참석 및 바이어 미팅을 진행, 주로 Deepskin(딥스킨)과 Hicare Lady(하이케어 레이디)에 대한 홍보를 진행했으며 그 결과 중국의 부동산 대기업과 Deepskin(딥스킨) 공급 계약을 체결할 수 있었다. 계약 상대방은 부동산 분양 사업을 하는 상당히 큰 업체로 분양 고객사에 선물용으로 구매할 초기 납품 규모는 2,200대 가량이지만 더 큰 단위의 계약을 할 수도 있다는 이야기가 오가고 있다고 한다. 생활의료기기 사업은 회사가 주력으로 하는 사업은 아니지만 중국이나 다른 해외 시장으로의 진출 가능성을 충분히 보유하고 있다는 점에서 향후 기대해 볼 만한 요소는 충분하다고 생각된다.

[그림 16] 이온 도입기 Deepskin(딥스킨)



자료 : teladoc 재무제표

[그림 17] 생리통 완화기 Hicare Lady(하이케어 레이디)



자료 : 아이튠즈

Peer Value 비교를 통한 주가 이익 배수 산정

Medtronic, TELADOC, 인바디, 바텍의 사례를 기반으로 한 주가 이익 배수

이번에 VA에 원격의료 장비를 납품하는 업체는 3개의 대기업(Medtronic, IRON BOW, careinnovations)와 1개 LCC(1VisionLCC, 중소기업 컨소시엄으로 동사는 게이트웨이를 독점 납품)이다.

이 중 Medtronic의 경우 뉴욕 증시에 상장(MDT:NYSE)되어 있다. 7월 15일 종가 기준 시가 총액 1,203억 달러(한화 135조 8,000억 원), 매출 204억 1,900만 달러(한화 23조 367억 원), 영업이익 53억 3,000만 달러(6조 149억 원), 당기 순이익 40억 2800만 달러(4조 5,455억 원)으로 16년 실적 기준 PER 29.8이다.

전화와 화상통화를 통해 소비자들에게 원격진료 서비스를 제공하는 미국의 TELADOC 또한 뉴욕 증시에 상장(TDOC:NYSE)되어 있다. 7월 15일 종가 기준 시가총액 19억 4,000만 달러(한화 2조 1,920억 원), 매출 9,118만 달러(한화 1,028억 원), 영업이익 -6,266만 달러(한화 -706억 원), 당기 순이익 -7,426만 달러(한화 -837억 원)으로 16년 실적 기준 PER는 -26.1이다. 해당 업체는 여러 해에 걸쳐 손실을 기록했음에도 성장성을 인정받아 주가가 계속해서 상승하는 모습을 보여준다.

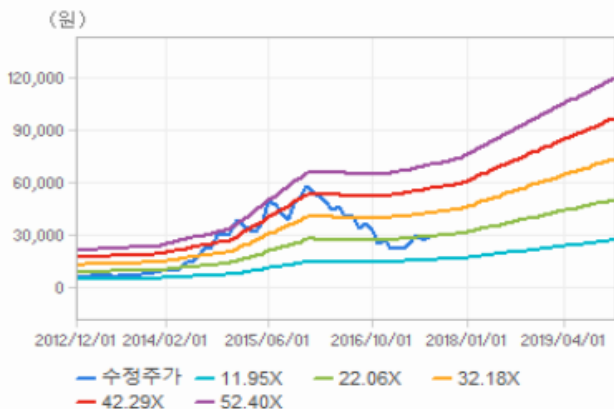
국내 의료 기기 업체 중 해외로 장비 수출을 하면서 실적 상승과 성장성에 대한 기대감이 주가에 반영된 사례로는 인바디(041830, KOSDAQ)나 바텍(043150, KOSDAQ)이 있다. 인바디 같은 경우 2014년에 체성분 분석기를 전 세계로 수출하면서 PER 40~50배 가량을 받는 모습이 보였고 바텍과 같은 경우 치과용 엑스레이를 전 세계로 수출하면서 PER 30배 이상을 적용 받는 모습이 과거에 있었다. 따라서 동사의 이익 배수로 30배를 책정해도 무리가 없지만 기업 크기가 비교적 작고 매출 발생 초기라는 점을 고려해 20%를 할인 한 수치를 PER 배수로 산정한다.

[그림 18] TELADOC 재무제표

IFRS(연결) - 단위 : 억원	2013년	2014년	2015년	2016년
매출액	228	498	885	1,409
YoY		118.7%	77.8%	59.2%
<b>부분별 매출</b>				
Subscription Access Fees	189	423	726	1,150
YoY		123.9%	71.5%	58.4%
Visit Fees	39	75	159	259
YoY		92.9%	113.3%	62.7%
<b>관련 DATA</b>				
Total membership(million)		8.1	12.2	17.5
YoY			50.6%	43.4%
Total visits		299,000	576,000	952,081
YoY			92.6%	65.3%
영업이익	(67)	(173)	(638)	(717)
OPM	-29.5%	-34.8%	-72.1%	-50.9%
<b>영업비용</b>				
Advertising and marketing	47	88	231	397
Sales	51	132	206	300
Technology and development	40	87	163	250
General and administrative	100	224	627	556
Depreciation and amortization	9	27	56	95
당기순이익	(69)	(195)	(664)	(849)

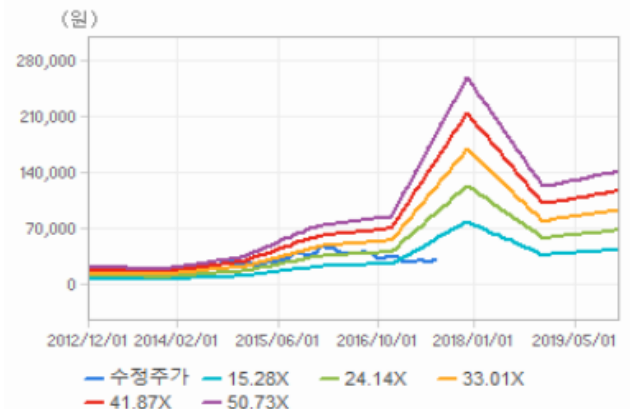
자료 : TELADOC

[그림 19] 인바디 PER 밴드



자료 : fnguide

[그림 20] 바텍 PER 밴드



자료 : fnguide

목표 주가 산정

사업 부문별 가치합산을 통한 목표 주가 산정

1. 헬스케어 사업 부문 가치 산정

VA(Veterans Affairs, 미국 보훈부) 17년 유-헬스케어 장비 예산 12억 달러(약 1조 3,478억원) 배정 4개 업체 모두 균등하게 3억 달러(한화 3,357억 원)씩 배정되며 이 중 1개 컨소시엄 예산의 30% 가량은 동사의 장비(게이트웨이)로 발생 가능한 구조이며 장비의 가격은 대당 400달러 정도이다. 이로써 예상 가능한 5년간 순수 장비 매출은 9,000만 달러(한화 1,007억 원)로 추정할 수 있다.

올해부터 납품을 시작해 5개년에 걸쳐 지속적으로 사업이 진행되는 구조이나 공공 부문에서 시행하는 사업이라는 특성 때문에 초기에 장비 공급이 활발히 이루어질 가능성이 높다. 올해는 6개월 밖에 남지 않았고 초도 물량 및 시범 물량만 납품하고 사업 2, 3, 4년 차에 주로 발생한다고 가정해 17-21년 매출 발생 비중을 5 : 30 : 30 : 30 : 5 (단위:%)로 가정해 목표 주가 설정 연도인 18년을 기준으로 예상 매출을 2,700만 달러로 계산했다. 이에 장비 납품의 영업이익률인 35%를 적용하면 예상 영업이익은 945만 달러이다.

앞에서 계산한 영업이익에 환율 1달러 1,100원 적용 시 한화 103억 원 환율 1달러 1,200 적용 시 한화 113억 원 중 보수적으로 103억이 발생할 것으로 가정해 20%의 할인율 한 당기 순이익은 82억 원이다. 당기 순이익 82억 원에 Peer Value를 적용한 PER 24배 적용 시 해당 사업의 가치는 1,968억 원이다.

2. 기존 네트워크 사업 부문 가치 산정

해당 사업은 상대적으로 매출이 꾸준히 발생하는 사업이기 때문에 매출 구조가 단순하다. 안정적으로 수익이 발생하는 부문인데 올해부터는 서버, 스토리지, 보안을 하나로 통합한 HCI를 공급하면서 매출과 이익이 조금 더 늘 것으로 예상된다. 올해부터 발생 가능한 영업이익은 60억 원 당기 순이익 48억 원 가량에 PER 8배를 적용해 18년 예상되는 해당 사업의 가치 384억 원이다.

3. 총 기업 가치 산정

18년 예상 합산 가치는 유-헬스케어 부문 1,968억 원에 네트워크 사업 부문 384억 원을 더한 2,352억 원으로 현재 시가총액 877억 원에 전환사채 132억 원을 합산한 금액과 비교하면 현재 주가 수준과 비교해 18년 기준으로 133.0%의 Up-Side Potential이 있는 것으로 판단된다.

이에 따라 주가 전망 긍정적, 적정 주가 11,750원으로 커버리지를 개시한다.

4. 가치 산정에 있어 중요한 가정

Target PER의 산정시 활용한 Peer들의 경우 동사와 동일하게 VA(미국 보훈부) 사업을 진행할 4개 업체 중 하나로 뉴욕 증시에 상장되어있는 Medtronic(MDT:NYSE 뉴욕증권거래소)의 경우 16년 기준 PER 29.9배, 미국 내에서 원격의료 서비스를 진행하는 Teledoc(TDOC:NYSE 뉴욕증권거래소)의 경우 16년 -7,426만 달러의 당기 순이익을 기록했음에도 19억 4천만 달러(한화 2조 1,708억)의 시가총액을 형성하고 있는 것을 고려해 Target PER를 30배에 기업의 규모와 신규 사업자라는 점을 감안해 20% 할인해 24배로 정했으며 과거 인바디(041830, KOSDAQ)이나 바텍(043150, KOSDAQ) 등 국내에 상장되어 있고 해외에 의료장비를 수출 사업을 했던 회사들이 성장기에 PER 30~50배 가량을 무리 없이 받았던 점을 고려했다. 또한 장비 납품 이후에도 매년 소프트웨어 업데이트를 통해 발생하는 매출(전체 누적 장비 납품의 15% 가량)은 고려하지 않은 것으로 실현 불가능한 가정으로 생각되지 않는다.

과거 이슈와 주가 흐름의 연관 관계

과거 수출 기대감에 민감하게 반응했던 주가와 실제로 실적 이 발생하는 17년

[그림 21] 13년 7월에서 17년 7월까지의 주가 변동

자료 : 미래에셋대우



발생 가능한 리스크 요인들

아직 시가총액 대비 꽤 많은 전환 사채(CB) 물량이 남아 있다. 7월 21일 기준 시가 총액 대비 15% 가량 되는 금액으로 132억 원 가량이다. 구체적으로는 전환 가액 4,120원에 전환 가능한 2,475,728주와 4,069원에 전환 가능한 737,281주인데 이는 현재 주가(5,040)가 전환 가액 대비 20% 이상 높은 가격이라는 점에서 단기적으로는 주가 상승에 부정적인 영향을 미칠 수 있다. 하지만 이를 고려해서 밸류에이션을 했을 때도 주가 상승 가능성이 충분한 것으로 생각된다.

또한 VA(미국 보훈처)에 같이 납품하는 다른 업체들은 모두 미국 내 업체들인데 반해 동사는 해외 기업이기 때문에 이로 인한 불이익이나 실시간 대응에 어려움이 존재할 수 있으나 그 가능성은 크지 않다.

[그림 22] 전환 사채 잔액 규모

전환사채 잔액

회차	발행당시 사채의 권면총액 (통화단위)		신규일 현재 미전환사채 잔액 (통화단위)		전환가액(원)	전환가능 주식 수
2	12,000,000,000	KRW : South-Korean Won	10,200,000,000	KRW : South-Korean Won	4,120	2,475,728
3	3,000,000,000	KRW : South-Korean Won	3,000,000,000	KRW : South-Korean Won	4,069	737,281

자료 : 인성정보, DART

Compliance Notice

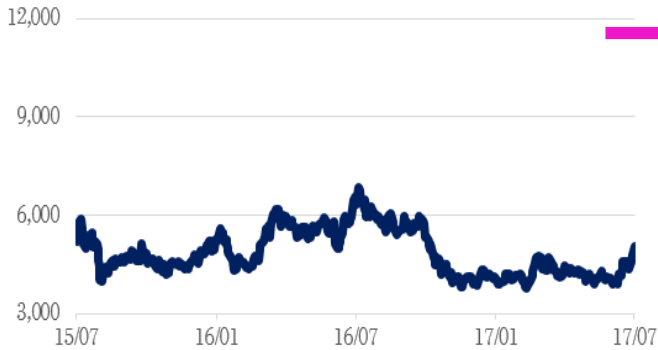
- ❖ 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 조사분석 담당자의 의견이 정확하게 반영되었습니다.(작성자 : 김여진, 박훈민, 안수빈)
- ❖ 당사는 동 자료를 기관투자자나 제3자에 사전 제공한 사실이 없습니다.
- ❖ 당사는 발간일 현재 동 종목 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 조사분석 담당자는 발간일 현재 동 종목을 보유하고 있지 않습니다.

기업 및 산업분석 주가전망 구분

- Positive 3개월 내 시장 대비 30% 이상의 주가 상승이 예상될 경우
- Neutral 3개월 내 시장 대비 -10%~10%의 주가등락이 예상될 경우
- Negative 3개월 내 시장 대비 10% 이상의 주가 하락이 예상될 경우

(인성정보) 주가추이 및 적정주가

(단위 : 원)



Rating Change

날짜	적정주가	주가전망
2017.7.21	11,750원	Positive

안녕하세요 저희는 김여진, 박훈민, 안수빈으로 구성된 'WR스터디'팀입니다.

2016년 대학교 연합 주식 투자 동아리에서 처음 만났습니다. 그 후 주식을 심층적으로 배우고 싶은 사람들끼리 모여 스터디 모임을 진행하고 있습니다. 여러 산업들의 특성과 흐름에 대한 이해와 시장의 오해와 무관심으로 인해 저평가된 기업을 찾기 위해 끊임 없이 노력하고 있습니다.

WR은 Wise Rich의 약자로 현명한 판단을 통해 시장에서는 수익을 올리고 그렇게 얻은 부는 가치 있는 일에 쓸 수 있는 현명한 부자가 되자는 의미입니다.

당사는 유사투자자문업을 영위함에 있어 금융감독원에 신고된 업체입니다

서울시 영등포구 국제금융로2길 37 에스트레뉴빌딩 8층

TEL : 02-6405-9871

FAX : 02-6405-9870