

투자의견(유지)	매수
목표주가(유지)	USD 100
현재주가(26/7/30)	USD 74.54
상승여력	34.2%

나스닥 종합(p)	25,122.18
EPS 성장률(26F, %)	23.9
P/E(26F, x)	28.1
배당수익률(%)	0.0

시가총액(십억USD)	28.76
시가총액(조원)	41.71
상장주식수(백만주)	385.9
60일 평균 거래대금(백만USD)	394.71
52주 최저가(USD)	54.84
52주 최고가(USD)	89.06

(%)	1M	6M	12M
절대주가	10.7	2.1	-16.3
상대주가	15.5	-4.7	-29.6



[첨단의료기기/디지털헬스]

김충현, CFA

choonghyun.kim@miraeeasset.com

덱스컴

미국시장 성장성 둔화 우려는 시기상조

2Q26 Review: 매출 시장기대치 부합, 조정 EBITDA 시장 기대치 상회

매출 13.1억달러(13% YoY)로 시장 기대치에 부합. 조정 EBITDA 4.2억달러(29% YoY, 마진 32.2%)으로 시장 기대치 상회.

'26년 가이드스 매출 51.8억~52.5억달러(11~13% YoY), 매출총이익률 64%, 조정 EBITDA 마진 31.5~32%, 영업이익률 23.5~24% 제시.

목표주가 100달러 및 매수의견 유지

미국 인슐린 환자 시장: 핵심시장인 미국에서 신규환자가 전분기 대비 증가. 거의 모든 환자군에서 고른 성장 중. 이로 인한 레버리지효과와 G7 제조효율성 개선에 의해 레버리지 효과가 발생하고 있음. G7 15일 센서(기존 10일) 전환작업 진행 중이며, 올 연말까지 미국 사용자 50%까지 침투하는 것이 목표.

미국 비인슐린 환자 시장: 비인슐린 당뇨병 환자 보장인구 700만명 확보. 이번 ADA에서 비인슐린 2형 당뇨 환자를 대상으로 한 RCT 임상시험인 CONNECT 결과발표. 기존 모바일 및 다이아몬드 연구보다 좋은 데이터를 확보하여 이를 바탕으로 인슐린 요법을 사용하지 않는 당뇨병 환자까지 보험 보장 범위를 확대해나갈 것. 비인슐린 2형 당뇨 환자(약 1,200만명)에 대한 공보험 보장 시점은 2H27 예상. CGM의 2형 당뇨의 확장 스토리는 여전히 유효.

OTC: Stelo는 작년 1.3억달러 매출을 기록. 올해는 전체 성장의 1% 기여 목표. 사용자 친화적 UI를 적용한 Stelo 앱 업데이트. FDA Tempo 프로그램(만성질환 관리용 디지털헬스 기기 실증 프로그램) 첫번째 기업으로 선정.

해외시장: 보험보장 정책이 확대되는 국가를 중심으로 견조한 성장 중. 가격민감도가 높은 국가는 DexCom ONE+, DexCom Flex를 활용해 침투 중.

'26 예상 실적 및 밸류에이션: 매출 52.4억달러(12% YoY), 조정 EBITDA 17.1억달러(27% YoY, 마진 32.7%). 현 주가는 12개월 선행 P/S 기준 5배로 글로벌 Peer(3배)대비 프리미엄으로 평가되고 있으나, 동사의 지난 5년 평균(11배) 대비 저평가 상태. 현재 밸류에이션은 2018년 미국에서 CGM의 공보험 보장이 본격화되기 전 수준의 밸류에이션.

결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (USD 100mn)	40	47	52	56	66
영업이익 (USD 100mn)	6	9	12	13	17
영업이익률 (%)	15.0	19.1	23.1	23.2	25.8
순이익 (USD 100mn)	6	8	10	11	13
EPS	1.46	2.14	2.66	2.89	3.46
ROE (%)	27.6	34.5	30.9	25.1	23.6
P/E (배)	53.1	31.0	28.1	25.8	21.5
P/B (배)	8.2	5.3	4.8	4.0	3.4

주: GAAP 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 덱스컴, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 2Q26 실적 비교표

(백만 달러, %, %p)

	2Q25	1Q26	2Q26			성장률	
			확정 실적	미래에셋증권	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	1,157	1,192	1,308	1,291	1,291	13.1	9.8
조정 EBITDA	328	365	421	396	391	28.6	15.6
영업이익	213	255	318	274	286	49.7	24.7
영업이익률 (%)	18.4	21.4	24.3	21.2	22.1	6.0	2.9

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 수익 예상 변경표

(백만 달러, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	26F	27F	26F	27F	26F	27F	
매출액	5,265	6,002	5,241	5,643	-0.4	-6.0	2Q26 실적반영
영업이익	1,196	1,484	1,246	1,302	4.1	-12.3	
순이익	1,011	1,285	1,025	1,114	1.4	-13.3	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

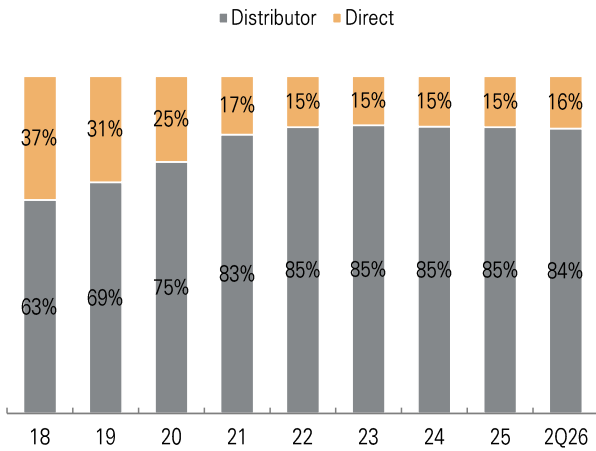
표 3. 분기별 실적 전망표

(백만 달러, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출액	1,036	1,157	1,209	1,260	1,192	1,308	1,330	1,411	4,662	5,241	5,643
Sensor	997	1,118	1,175	1,175	1,175	1,175	1,265	1,337	4,465	4,952	5,513
Hardware	39	39	34	85	17	133	65	73	197	289	336
EBITDA	230	328	368	422	365	421	452	474	1,349	1,712	1,980
영업이익	134	213	243	323	255	318	326	346	912	1,246	1,302
순이익	105	180	284	346	200	249	280	296	836	1,025	1,114
매출성장률(%)	12.5	15.2	21.6	13.1	15.0	13.1	10.0	12.0	15.6	12.4	11.6
Sensor	16.7	18.0	23.5	10.0	17.8	5.1	7.6	13.8	16.8	10.9	11.3
Transmitter & Receiver	-41.8	-31.4	-19.3	87.8	-56.7	239.2	90.8	-13.1	-6.9	46.8	16.3
EBITDA 마진 (%)	22.2	28.3	30.5	33.5	30.6	32.2	34.0	33.6	28.9	32.7	35.1
영업이익률 (%)	12.9	18.4	20.1	25.6	21.4	24.3	24.5	24.5	19.6	23.8	23.1
순이익률 (%)	10.2	15.5	23.5	27.5	16.7	19.0	21.0	21.0	17.9	19.6	19.7

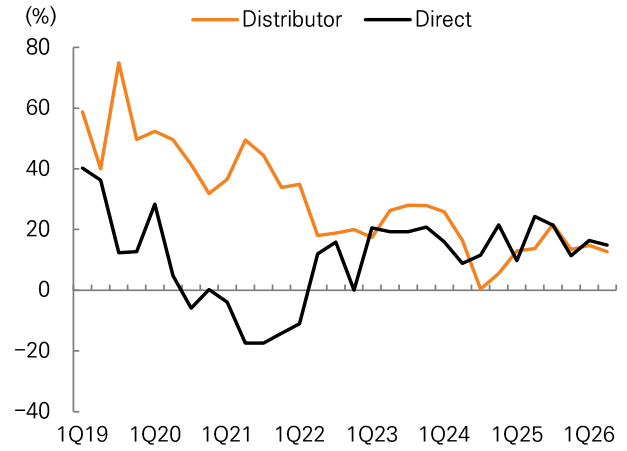
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 유통채널별 매출 비중



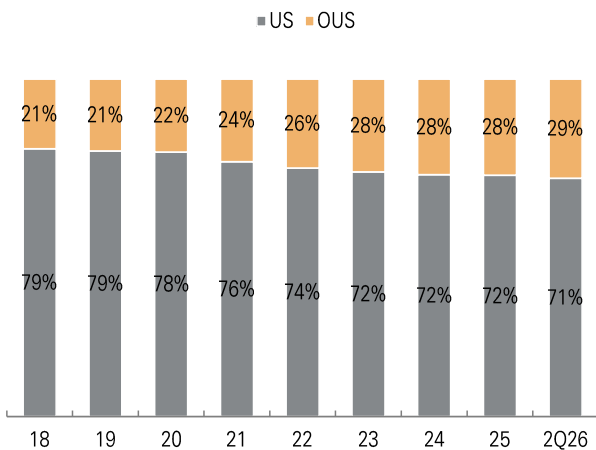
자료: Dexcom, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 유통채널별 매출성장률 추이



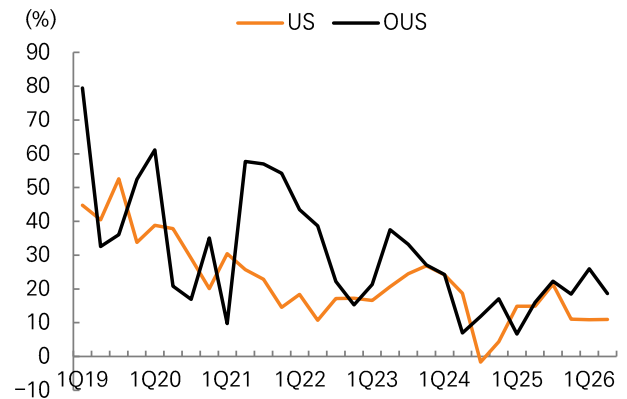
자료: Dexcom, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 지역별 매출 비중



자료: Dexcom, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 지역별 매출성장률 추이



자료: Dexcom, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. Dexcom의 접근가능시장 확대 목표



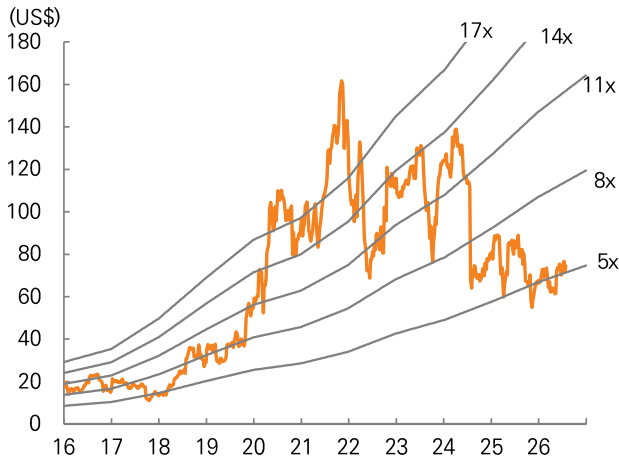
자료: Dexcom, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 당뇨관리 기기 중 가장 강력한 Interoperability



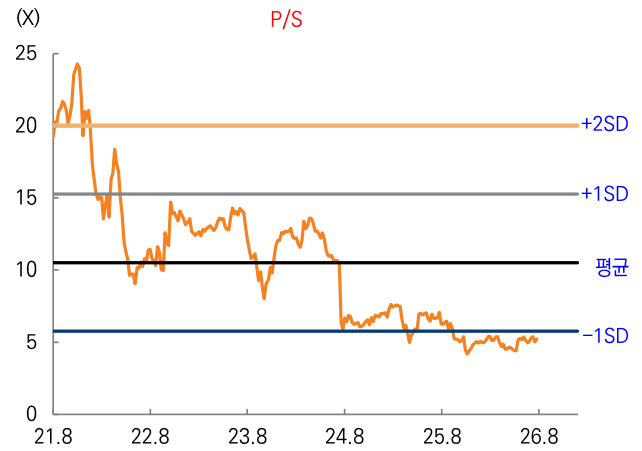
자료: Dexcom, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 12개월 FWD P/S 밴드 차트



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 12개월 FWD P/S와 표준편차



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. Global peer valuation

회사명	시가총액 (십억원)	영업이익률 (%)			PER (배)			PSR (배)			EV/EBITDA(배)			매출액 (십억원)		
		25	26F	27F	25	26F	27F	25	26F	27F	25	26F	27F	25	26F	27F
레스메드	43,084	32.7	36.7	37.0	20.1	18.8	17.4	5.5	5.4	5.1	15.0	13.3	12.6	7,212	8,184	8,593
덱스컴	40,059	19.6	23.3	24.8	30.5	28.8	24.2	5.8	5.4	4.8	18.0	16.5	14.2	6,629	7,594	8,449
인슐렛	16,343	17.5	18.5	19.6	33.2	25.7	20.6	4.0	3.5	2.9	24.9	14.9	12.3	3,850	4,835	5,723
아이리듬 테크놀로지스	5,480	-7.7	-0.3	3.5	-	-	-	4.9	4.4	3.8	-	35.9	25.2	1,062	1,304	1,510
Minimed	7,257	-6.1	7.2	6.8	-	-	-	-	1.5	1.4	-	9.3	7.5	4,423	4,957	5,361
Inspire Medical	2,053	5.6	2.5	3.5	11.2	60.8	42.2	1.6	1.7	1.6	18.3	6.9	6.1	1,297	1,226	1,273
탠덤 다이아비티즈 케어	1,855	-18.5	-3.7	1.2	-	-	168.2	1.3	1.2	1.1	-	23.8	11.0	1,443	1,563	1,768
Phreesia Inc	934	-1.4	6.7	10.8	42.9	20.2	12.3	1.3	1.3	1.2	15.2	5.2	4.6	683	772	805
Definitive Health	147	-92.9	21.0	17.4	1.4	3.9	4.1	0.3	0.5	0.5	-	1.5	1.7	343	326	326
M3	11,660	20.2	20.9	21.3	26.6	23.6	21.0	3.7	3.3	3.0	11.1	12.2	11.0	3,323	3,506	3,847
Doximity	5,437	33.3	47.3	48.0	20.9	14.8	13.4	6.2	5.7	5.4	15.3	9.3	8.6	919	983	1,039
GoodRx	1,529	11.0	21.2	20.6	28.8	-	-	1.4	1.4	1.3	5.9	5.6	5.4	1,133	1,137	1,193
JD Health	22,749	6.4	5.8	6.3	19.9	16.9	14.3	1.5	1.2	1.1	25.7	14.2	11.6	14,530	18,643	21,534
Ali Health	10,368	3.8	5.9	6.4	25.3	22.0	18.9	1.4	1.3	1.1	44.8	19.9	16.8	6,876	8,345	9,314
Hims & Hers	8,913	4.5	0.2	5.4	159.6	79.1	26.8	2.6	2.1	1.8	98.5	22.0	16.4	3,338	4,244	5,095
Ping An Health	3,042	5.4	6.4	8.2	36.0	30.6	23.0	2.5	2.4	2.1	60.1	21.0	14.9	1,082	1,281	1,454
텔라닥 헬스	1,703	-10.4	-6.2	-4.8	-	-	-	0.5	0.5	0.5	10.0	5.1	4.9	3,597	3,576	3,566
Tempus AI	11,381	-31.4	-1.1	1.4	-	-	-	5.5	5.0	4.1	-	-	-	1,808	2,326	2,859
Radnet	7,020	3.0	4.9	7.6	255.6	126.6	66.5	2.2	2.0	1.8	27.4	16.3	14.0	2,901	3,608	4,018
Heartflow	3,172	-36.4	-21.3	-8.8	-	-	-	2.9	9.7	7.9	-	-	-	250	344	423
씨어스테크놀로지	883	33.9	44.0	45.2	44.8	14.5	11.3	11.5	6.4	4.4	-	13.9	9.3	48	138	203
Omada Health	1,667	-4.6	-1.4	2.8	-	108.8	61.0	3.0	3.6	3.0	-	54.9	36.8	370	489	585
루닛	662	-100.0	-85.5	-54.8	-	-	-	6.3	7.3	6.2	-	-	-	83	90	106
전체 평균		-4.9	6.7	10.0	50.4	39.7	34.1	3.4	3.3	2.9	27.9	16.1	12.2	-	-	-

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

인슐린 집중 치료 시장

미국 시장

미국은 9.3억달러(11% YoY)를 기록했다. 전분기대비 신규환자가 증가했고, 연말까지 미국 고객의 약 50%를 G7 15일 센서로 전환할 수 있을 것으로 예상하고 있다. 올여름 기준으로 4대 주요 상업 PBM을 통해 약 700만명 이상의 당뇨병 환자를 대상으로 보험 적용이 가능해졌다.

Q) 미국 CGM 시장 성장률이 10% 수준으로 둔화된 가운데, 미래 성장률은?

A) 미국 시장에서는 이번 분기 신규 환자가 전분기 대비 증가했으며, 제1형 당뇨(T1D), 인슐린 치료 제2형, 기저인슐린, 비인슐린 제2형 등 거의 모든 환자군에서 고르게 성장했다. 또한 여러 세그먼트에서 점유율 확대(Share Gain)도 확인됐다. 현재 미국에는 약 900만명의 CGM 보험 적용 대상자가 아직 CGM을 사용하지 않고 있다. 따라서 보험 확대 이전에도 충분한 성장 여력이 존재한다고 판단한다. 여기에 CMS 비인슐린 제2형 급여 확대가 2027년 중반부터 적용될 것으로 예상하고 있으며, 이는 향후 매우 큰 성장 동력이 될 것이다.

Q) G7 15-Day 전환은 현재 얼마나 진행되고 있으며 수익성에는 어떤 영향을 주는가?

A) 미국 15일 제품 전환은 현재 계획대로 진행되고 있다. 올해 초 본격 출시 이후 Tandem Mobi, Beta Bionics, Insulet 등 주요 AID 플랫폼과의 연동이 순차적으로 완료되면서 하반기부터 전환 속도가 더욱 빨라질 것으로 예상된다. 2026년 말 미국 사용자의 약 50%가 15-Day 제품으로 전환될 것으로 예상하며, 올해 하반기부터 매출과 수익성에 점진적인 기여가 나타날 것이다.

다만 가장 큰 수익성 개선 효과는 2027년부터 본격적으로 나타난다. 연초부터 약 50% 수준의 사용자가 이미 15-Day 제품을 사용하게 되기 때문에 반복 구매 효과가 크게 확대될 것으로 예상된다. 또한 향후 DexCom ONE+, 해외시장, G8 역시 모두 15일 플랫폼으로 전환될 예정이어서 수익성 개선 효과는 수년간 지속될 것으로 기대한다.

Q) G7 제품 품질은 얼마나 개선되었는가?

A) 현재 제품 품질은 매우 우수한 수준이다. 지난해 문제가 됐던 초기 센서 불량은 대부분 해결됐으며, 고객 불만도 크게 감소했다. 고객만족도(NPS)는 3분기 연속 상승하고 있으며, 생산 과정의 스크랩(Scrap) 감소와 물류비 절감도 수익성 개선으로 이어지고 있다. 향후 G8에서는 품질과 정확도가 한 단계 더 향상될 것으로 기대한다.

Q) G8 개발 일정과 Nutrisense 통합 계획은?

A) G8 개발은 계획대로 진행되고 있으며, 현재 대규모 임상시험 준비 단계에 있다. 출시 는 2027년 말~2028년 초를 목표로 하고 있으며, G7 대비 정확도와 신뢰성이 크게 향 상될 것으로 기대한다. 제품 크기는 G7 대비 약 50% 수준으로 작아지며, 향후 포도당 뿐 아니라 케톤(Ketone), 칼륨(Potassium) 등 다양한 바이오마커를 측정하는 멀티애널 라이트(Multi-analyte) 플랫폼으로 발전할 예정이다.

Nutrisense 인수는 단기 매출보다는 기술 확보가 핵심 목적이다. Nutrisense의 매출 대부분은 기존 DexCom CGM 판매의 패스스루(Pass-through) 매출이기 때문에 유기 성장에는 거의 영향을 주지 않는다. 비CGM 관련 매출은 연간 수백만 달러 수준으로 매 우 작다. 반면 개인 맞춤형 영양 코칭과 대사 건강(Metabolic Health) 인사이트를 제공 하는 AI 기반 플랫폼은 향후 G7, Stelo 등 전체 제품 포트폴리오에 적용될 예정이며, 사 용자 참여도(Engagement)를 크게 높일 것으로 기대한다.

Q) 매출총이익률(Gross Margin) 상향의 배경은 무엇인가?

A) 글로벌 신규 환자는 1분기 기록적인 수준과 거의 동일한 수준을 유지했으며, 미국 신 규 환자는 전분기 대비 증가했다. 영업 레버리지 역시 예상보다 빠르게 나타나고 있다. 이에 따라 올해 영업이익률 가이드نس를 상향 조정했다.

총마진 가이드نس 상향은 유가 하락 때문이 아니라 제조 효율성 개선이 핵심 요인이다. 유가 하락 효과는 원재료 구매와 생산 과정을 거쳐 순차적으로 반영되기 때문에 일부 효 과는 3분기에도 이어질 것이다. 반면 아일랜드 신규 공장이 가동되면서 초기에는 생산원 가가 일시적으로 상승한다. 따라서 15-Day 전환에 따른 마진 개선 효과 일부가 신규 공장 초기 비용으로 상쇄될 예정이다. 장기적으로는 제조 효율성 개선과 15-Day 비중 확대가 지속적으로 총마진을 개선할 것으로 기대한다.

해외 시장

매출 3.8억달러(19% YoY)를 기록했다. 프랑스와 캐나다처럼 최근 의료보험 적용 범위가 확대된 시장이 실적을 견인했다. 이번 분기에는 독일에서 DexCom Flex를 출시했다. DexCom Flex는 특정 지역의 제2형 당뇨병 비인슐린 환자를 위한 15일 혈당 측정 센서다. 또한, 최근 해외시장 최초로 캐나다 보건부가 덱스콤 G7 15일 프로그램을 승인했다.

Q) 해외(OUS) 시장 성장 전망은 어떻게 보는가?

A) 해외 시장은 여전히 매우 큰 성장 기회를 가지고 있다. 현재도 주요 국가에서 인슐린 치료(Intensive Insulin Therapy) 보험 확대가 진행 중이며, 이후 Basal, 비인슐린 제2형까지 확대될 여지가 매우 크다. 주요 해외 시장만 보더라도 6천만명 이상의 잠재 환자가 존재한다.

올해 하반기에는 지난해 보험 확대에 따른 기저효과가 다소 높아지지만, DexCom ONE+, DexCom Flex 등을 활용한 신규 입찰(Tender) 확대가 지속되고 있어 장기 성장에는 변화가 없다고 판단한다.

인슐린 요법을 사용하지 않는 당뇨 시장

아직 메디케어에서는 아직 비인슐린 환자군의 보험 보장을 제공하고 있지 않다. 현재 약 300명 규모의 비인슐린 Type 2 환자를 대상으로 한 RCT인 커넥트 임상시험이 ADA에서 발표되었다. 연구결과 실험군 A1c가 1.6% 개선되었으며, 대조군과의 차이는 0.9%였다. 이는 기존의 Diamond 연구 및 모바일 연구에서 얻은 결과보다도 더 우수하다.

역사적으로 이러한 수준의 근거는 미국을 비롯한 전 세계 시장에서 임상 진료를 형성하고 보험 적용 범위를 확대하는 데 매우 큰 영향을 미쳐 왔다. 특히 미국 제2형 당뇨병 비인슐린 환자의 약 절반이 메디케어 수혜 연령대라는 것이 중요하다.

이외에도 덱스콤 CGM 사용군은 대조군에 비해 정상 혈당 범위 내에서 보낸 시간이 하루 5시간 이상 더 많았다. 이러한 개선은 26주간의 연구 기간 내내 지속되었고, 환자들은 CGM 사용률 중앙값 97%로 높은 사용률을 보였다. 특히 A1C 수치의 가장 큰 상대적 개선은 GLP-1 제제만 사용한 코호트에서 나타났다. 이 데이터는 CGM과 인크레틴 요법 간의 상호보완적인 관계를 더욱 강화시키는 근거가 될 수 있다.

동사는 인슐린 요법을 사용하지 않는 당뇨 환자 시장을 공략하기 위한 신제품(브랜드명 Stelo)를 미국에서 출시하였다. 2,500만명이 속하는 시장이며, 이들은 혈당 수치를 통해 저혈당 예방이 아닌 삶의 질을 향상시킬 정보(식사/운동/약물 효과)를 얻는 것이 목적이다.

Stelo는 iCGM 기준을 충족한 G7 폼팩터, 제품 사용 시간은 15일이며, 현금 지불 모델이다. 가격은 센서 2개(30일 사용 가능)에 99달러, 구독 모델 적용 시 월 89달러다. 동사의 Stelo 앱이 크게 리뉴얼 되었다. 새로운 인터페이스는 더욱 사용자 친화적인 디자인, 새로운 AI 기반 인사이트, 그리고 향상된 음식 기록 기능을 제공한다. 더불어 FDA는 동사를 TEMPO 디지털 기기 시범 사업에 참여할 첫 번째 기업으로 선정했다.

Q) CONNECT 임상 결과와 CMS 비인슐린 제2형 급여 확대 가능성?

A) CONNECT 임상은 매우 중요한 데이터라고 판단한다. 모든 약물군에서 의미 있는 HbA1c(A1c) 개선 효과를 확인했으며, 무엇보다 CGM 사용률(Utilization)이 97%에 달했다는 점이 매우 인상적이었다.

이는 과거 G4 기반 연구들과 달리 G7의 사용 편의성과 성능이 크게 개선됐기 때문이며, 의료진들도 실제 처방 후 환자가 지속적으로 사용할 수 있다는 점을 높게 평가하고 있다. 현재 CONNECT 데이터를 CMS에 제출했으며, 2026년 말 이전 CMS 결정을 기대하고 있다. 실제 보험 적용은 기존 전망과 동일하게 2027년 중반을 가정하고 있다.

CONNECT는 CMS뿐 아니라 전 세계 보험 확대에도 중요한 근거가 될 것으로 기대하며, 향후 비인슐린 제2형 환자군의 CGM 보급 확대를 크게 촉진할 것으로 전망한다.

Q) 새로운 Stelo 앱 전략은 무엇인가?

A) 새롭게 개편된 Stelo 앱은 사용자 피드백을 기반으로 완전히 새롭게 개발된 플랫폼이다. 영양 분석, 개인 맞춤형 코칭, 생활습관 인사이트 기능이 크게 강화됐으며, 향후 이 플랫폼이 DexCom 전체 앱 생태계의 기반이 될 예정이다.

장기적으로는 기존 G7 앱도 Stelo 플랫폼으로 통합할 계획이며, G7의 저혈당 경고, AID 연동, Share/Follow 기능 등을 추가하는 방향으로 발전시킬 예정이다. 특히 Stelo는 향후 비인슐린 제2형과 대사 건강 시장 공략의 핵심 플랫폼이 될 것으로 기대한다.

Q) 비인슐린 제2형 CMS 급여는 HbA1c 기준이 추가될 가능성이 있는가?

A) 현재 CMS와의 논의를 고려할 때 HbA1c 기준이 추가될 가능성은 낮다고 판단한다. CGM은 HbA1c가 높은 환자뿐 아니라 낮은 환자에게도 임상적 이점을 제공하며, ADA 진료지침 역시 HbA1c 7% 미만을 목표로 모든 환자의 혈당 개선을 권고하고 있다. 또한 상업보험 역시 이미 매우 폭넓게 비인슐린 제2형 환자를 보장하고 있기 때문에 CMS가 별도의 HbA1c 제한을 둘 가능성은 높지 않다고 보고 있다.

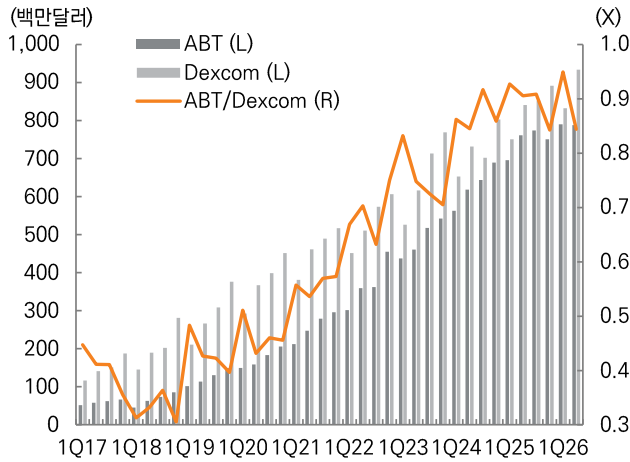
Q) FDA Tempo 프로그램은 무엇이며 CMS 급여 확대와는 어떤 관계인가?

A) Tempo는 보험 제도가 아니라 FDA가 새롭게 도입한 디지털 헬스 혁신 규제 프레임워크다. 이를 통해 DexCom은 당뇨병뿐 아니라 당뇨 전단계 및 초기 심혈관·대사질환 환자를 대상으로 새로운 디지털 헬스 기술을 훨씬 빠르게 출시할 수 있게 된다. 우리는 CGM을 활용해 당뇨 전단계 조기 진단과 생활습관 개선 서비스를 제공할 계획이며, 이러한 기술은 질병 진행을 보다 초기에 막는 데 중요한 역할을 할 것으로 기대한다. 다만 Tempo는 CMS의 일반적인 비인슐린 제2형 급여 확대와는 별개의 제도이며, CMS의 전국 급여 결정과 직접 연결되어 있는 것은 아니다.

Q) 현재 보험 적용에 대한 의사들의 인지도는 어느 정도인가?

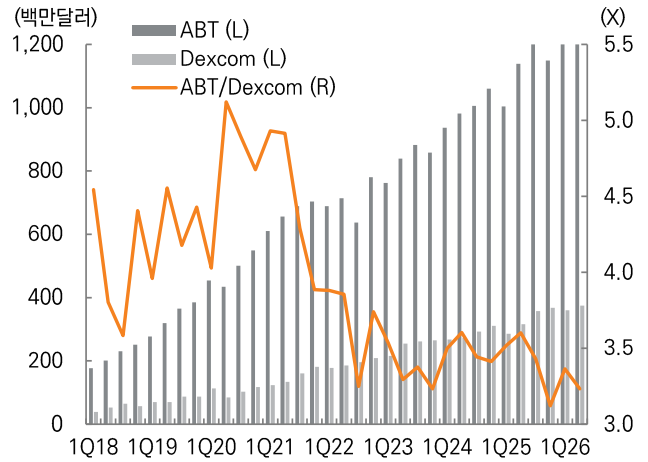
A) 현재 영업조직은 각 의료기관별 보험 적용 현황을 실제 청구 데이터 기반으로 설명하고 있으며, 보험 적용 범위를 지속적으로 교육하고 있다. 또한 CONNECT 임상 데이터를 함께 제시해 CGM의 임상적 효과를 설명하고 있으며, 향후 CMS 급여 확대 가능성도 함께 소개하고 있다. 아직 미국에는 수십만명의 처방 의사가 존재하기 때문에 교육은 지속적으로 필요하지만, 보험 적용 범위가 확대될수록 의료진의 처방 장벽은 점차 낮아질 것으로 기대한다.

그림 9. 미국 시장에서의 Dexcom vs. ABT 매출 추이



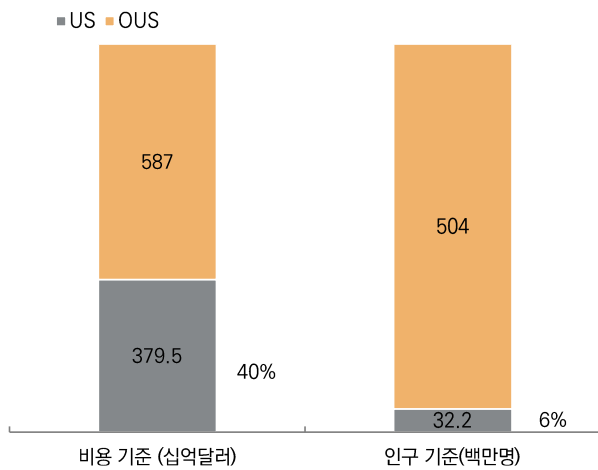
자료: 각사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 해외 시장에서의 Dexcom vs. ABT 매출 추이



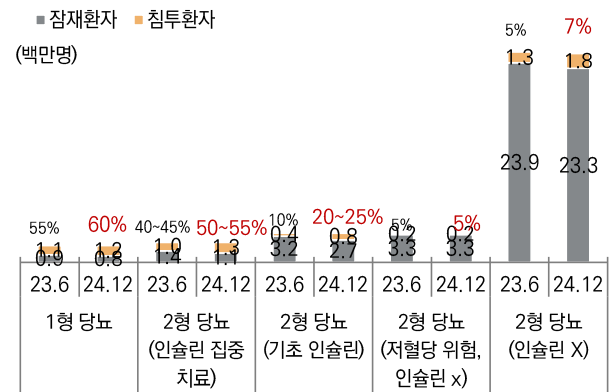
자료: 각사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. 전세계 당뇨 환우 중 비용 기준 40%인 미국



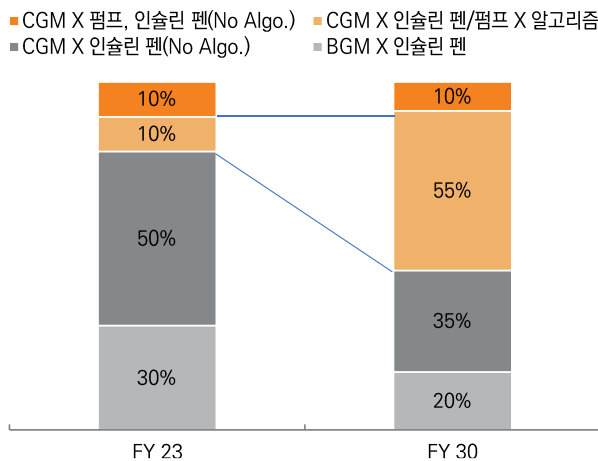
자료: IDF, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. 미국 당뇨 환자별 CGM 침투율 추이



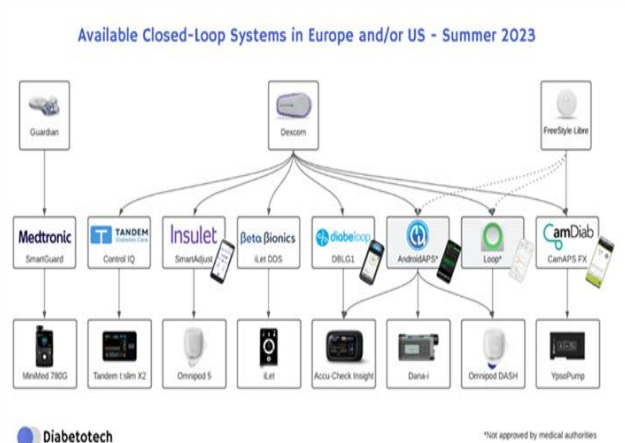
자료: DXCM, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. 스마트 인슐린 주입 시스템의 확대



자료: MDT, 미래에셋증권 리서치센터

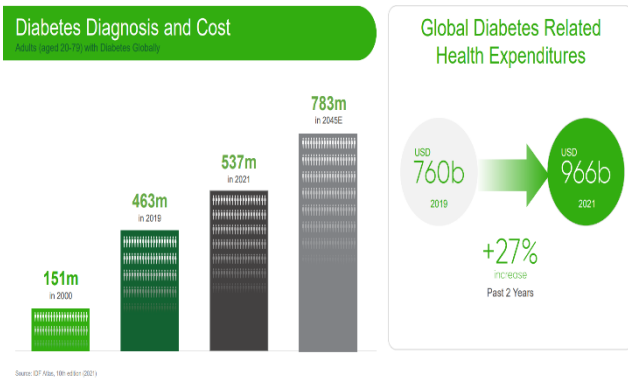
그림 14. FDA나 CE 허가를 받은 인공췌장 시스템(2023년 7월)



자료: Diabetotech, 미래에셋증권 리서치센터

그림 15. 당뇨병 시장의 비용 증가 추이

A Global Crisis that Remains Uncontrolled



자료: Dexcom, 미래에셋증권 리서치센터

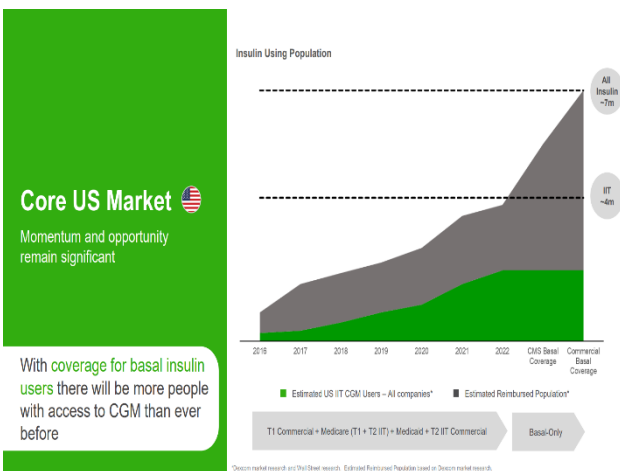
그림 16. 차세대 CGM인 G7

G7: The New Standard in CGM Technology



자료: Dexcom, 미래에셋증권 리서치센터

그림 17. 미국 인슐린 집중치료환자 규모



자료: Dexcom, 미래에셋증권 리서치센터

그림 18. 미국 시장에서의 상업화 기능 강화

Commercial Execution

Growing presence within primary care

STRATEGIC INITIATIVES

- 01 Drove reimbursement through clinical evidence (MOBILE study)
- 02 Doubled size of sales force in 2021
- 03 Introduced sampling program to highlight the Dexcom experience
- 04 Empowered sales team with digital tools



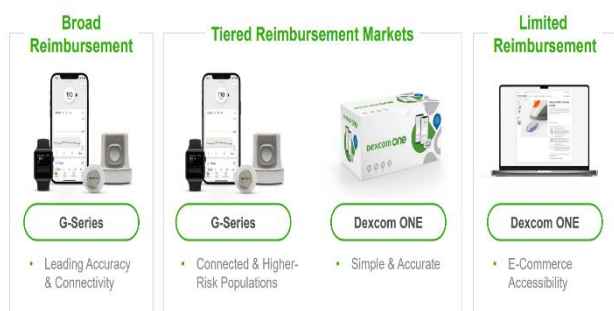
Over the past two years:

- ✓ We doubled total primary care prescriber base
- ✓ We doubled the average monthly new patients starting in primary care

자료: Dexcom, 미래에셋증권 리서치센터

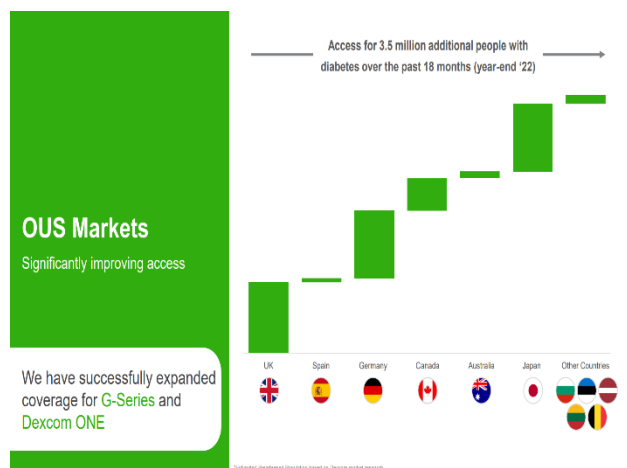
그림 19. 해외 시장의 포트폴리오 전략

Dexcom's Portfolio Strategy: Meeting the Needs of Each Market



자료: Dexcom, 미래에셋증권 리서치센터

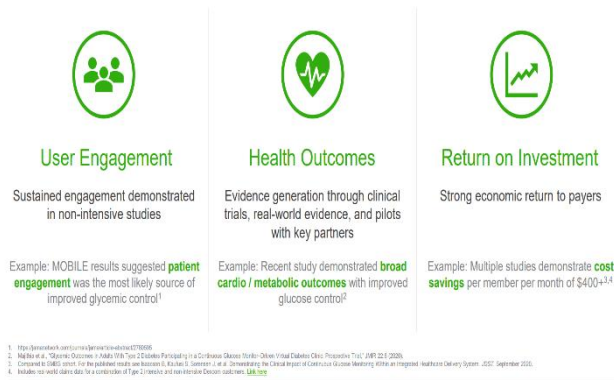
그림 20. 주요 해외시장 규모



자료: Dexcom, 미래에셋증권 리서치센터

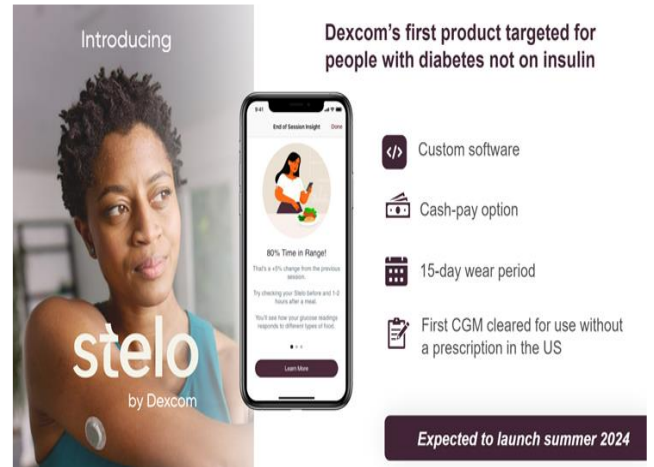
그림 21. 2형 당뇨병 시장 확대 전략

Type 2 Diabetes: 3 Elements of an Effective Solution



자료: Dexcom, 미래에셋증권 리서치센터

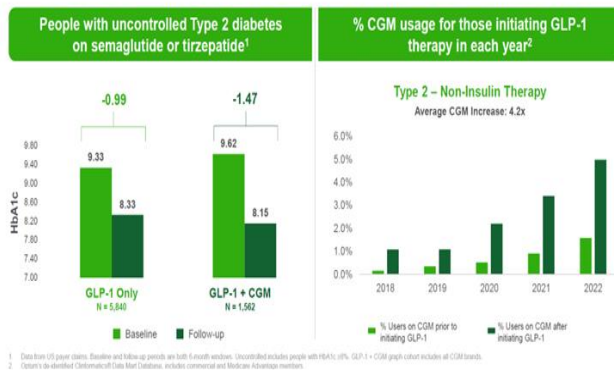
그림 22. 2형 당뇨병 환자를 위한 제품인 Stelo



자료: Dexcom, 미래에셋증권 리서치센터

그림 23. GLP-1와 연속혈당측정기를 동시에 사용하면 당뇨관리와 순응도가 더 좋아진다는 연구결과

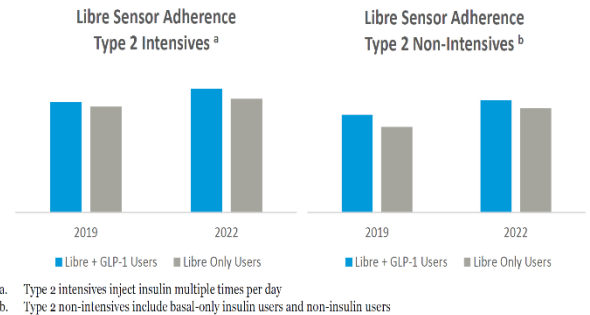
CGM adds **meaningful clinical value** beyond GLP-1 therapy and clinicians want to prescribe these products together...



자료: DXCM, 미래에셋증권 리서치센터

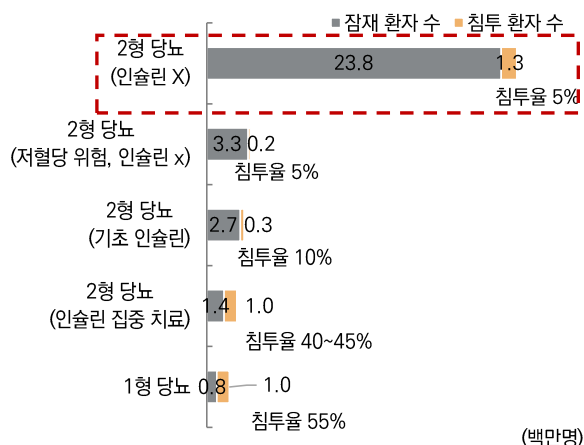
그림 24. GLP-1과 병용치료를 하는 환자의 순응도가 더 높음

FreeStyle Libre adherence (number of days a sensor is worn) is higher for those who also use GLP-1 therapy



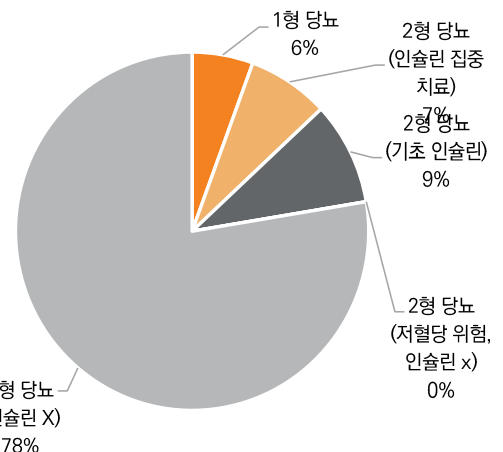
자료: ABT, 미래에셋증권 리서치센터

그림 25. 미국의 당뇨병 환자별 연속혈당측정기 침투율



자료: DXCM, 미래에셋증권 리서치센터

그림 26. 미국의 당뇨병 환자 구분



자료: DXCM, 미래에셋증권 리서치센터

주요 리스크

재무 리스크

동사는 부채비율이 2Q26 기준 146%로 높은 편이고 직판 전환으로 인해 운전자본도 지속적으로 증가하고 있다. 그러나 영업현금흐름이 증가하면서 잉여현금흐름이 빠르게 증가하고 있고, 현금성 자산도 2Q26 기준 19.5억달러를 보유하고 있어 재무 리스크가 크다고 보기는 어렵다.

현재 보유한 가장 큰 부채는 2Q26 기준 12.4억달러의 전환사채(전환가격 162.41달러인 28년 5월 만기 12.5억달러)다.

사업 리스크

주력 시장인 인슐린 집중 치료 환자 시장에서 주요 국가에서 연속혈당측정기에 대한 보험 급여를 확대하려는 정책이 확대되고 있다. 이 영역에서 실질적인 경쟁은 Abbott Laboratories 밖에 없다는 것이 강점이다. 신규 경쟁자들이 시장 진입을 시도하고 있으나, 본격적인 경쟁을 시작하기에는 아직 시간이 더 필요해 보인다.

다만, 미국 시장에서 2Q24부터 외형성장이 둔화되고 있다. 크게 G7 보험 적용 확대로 인한 고객당 판매 단가 하락, 영업망 재편에 의한 생산성 하락, DME 채널에서의 성장 둔화가 원인으로 꼽힌다. 해당 이슈들을 해소하는 모습이 점진적으로 확인되고 있다.

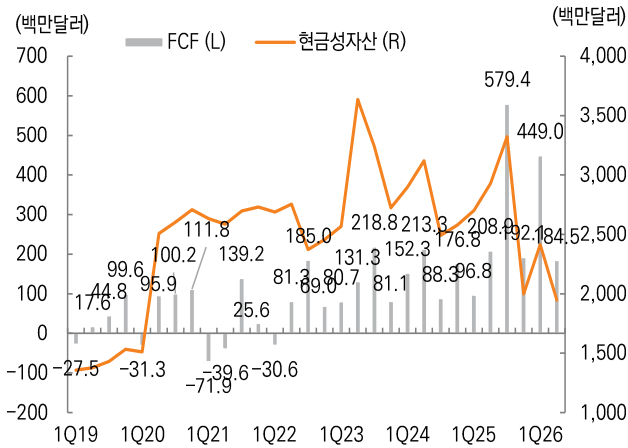
또한, 최대 경쟁사인 Abbott가 최근 인슐린 주입기 기업들과 파트너십을 강화하고 있다는 점에서 주력인 1형 당뇨 시장 방어를 위한 전략이 필요해 보인다.

동사는 연속혈당측정기 시장의 외연을 넓히기 위해 인슐린 치료를 받지 않는 환자와 비만 혹은 전당뇨 환자까지 시장을 확대하고자 한다. 이 영역은 좀 더 확실한 근거를 확보할 필요가 있어 보인다.

주가 리스크

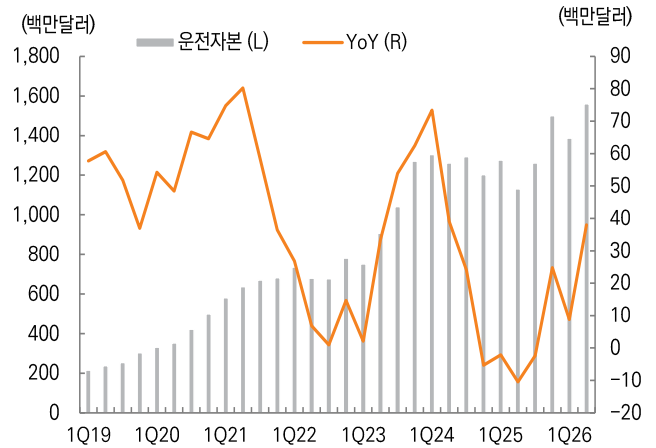
현 주가는 12개월 선행 P/S 기준 5배로 글로벌 Peer(3배)대비 프리미엄으로 평가되고 있으나, 동사의 지난 5년 평균(11배) 대비 저평가 상태다. 현재 밸류에이션은 2018년 미국에서 CGM의 공보험 보장이 본격화되기 전 수준의 밸류에이션이다.

그림 27. FCF 추이



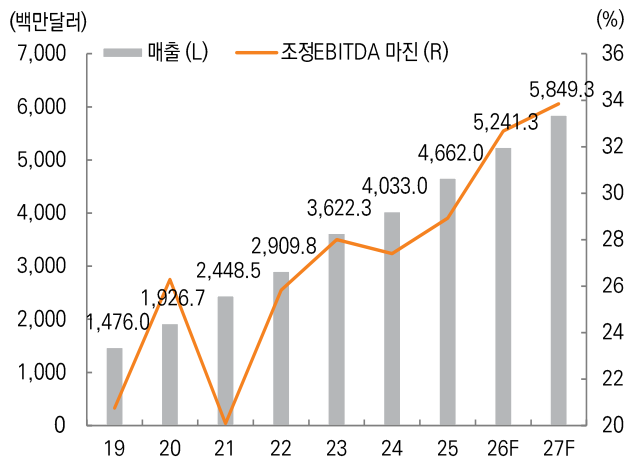
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 28. 운전자본 추이



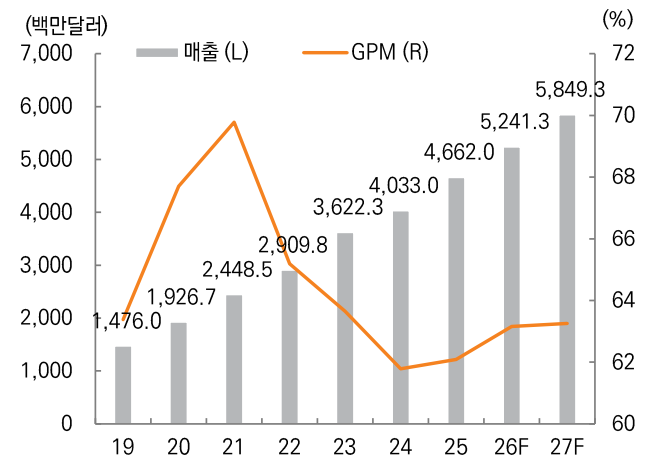
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 29. 매출 및 조정 EBITDA 마진 추이



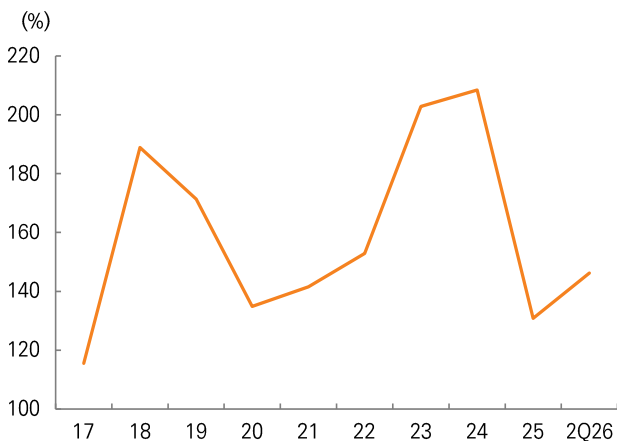
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 30. 매출 및 매출총이익률 추이



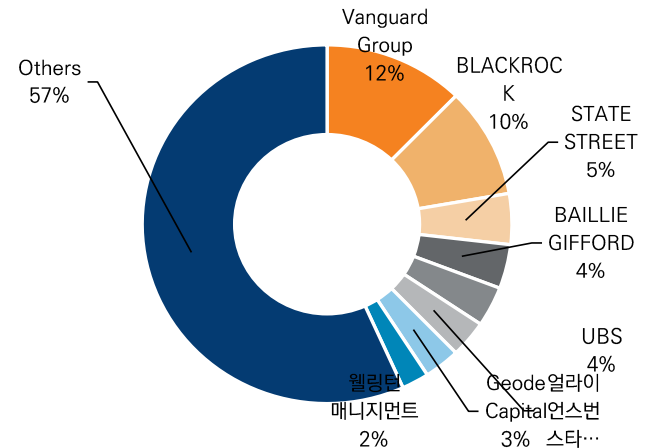
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 31. 부채비율 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 32. 지분율



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

덱스컴 (DXCM US)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(USD 100mn)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	47	52	56	66
매출원가	18	19	21	24
매출총이익	29	33	35	42
판매비와관리비	20	21	22	25
영업이익	9	12	13	17
비영업손익	2	2	2	1
금융손익	1	1	1	2
관계기업관련손익	0	0	0	0
기타이익추가	1	1	1	-1
법인세차감전순이익	11	14	15	18
법인세	3	4	4	4
당기순이익	8	10	11	13
지배주주	8	10	11	13
비지배주주	0	0	0	0

Growth & margins	2025	2026F	2027F	2028F
매출액증가율	17.5	10.6	7.7	17.9
매출총이익증가율	16.0	13.8	6.1	20.0
영업이익증가율	50.0	33.3	8.3	30.8
순이익증가율	33.3	25.0	10.0	18.2
EPS증가율	46.4	23.9	8.7	20.0
매출총이익률	61.7	63.5	62.5	63.6
영업이익률	19.1	23.1	23.2	25.8
당기순이익률	17.0	19.2	19.6	19.7

예상 현금흐름표 (요약)

(USD 100mn)	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	14	15	13	16
당기순이익	8	10	11	13
감가상각비	3	3	3	3
기타	3	2	-1	0
투자활동 현금흐름	5	-5	-3	-7
- 자본적 지출(CAPEX)	-4	-4	-4	-5
기타	9	-1	1	-2
재무활동 현금흐름	-17	0	0	0
배당금	0	0	0	0
자본 증가	2	1	0	0
장단기금융부채의 증가(감소)	-12	0	0	0
기타	-7	-1	0	0
현금의 증감	3	11	10	8
기초현금	6	9	20	30
기말현금	9	20	30	38

예상 재무상태표 (요약)

(USD 100mn)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	40	59	69	87
현금성자산	9	20	30	38
매출채권	13	14	14	18
재고자산	6	8	8	10
기타유동자산	12	17	17	21
비유동자산	23	22	23	25
투자자산	0	0	0	0
유형자산	16	17	18	20
무형자산	1	1	1	1
기타비유동자산	6	4	4	4
자산총계	63	81	92	112
유동부채	21	26	26	33
매입채무	3	5	5	6
단기차입금	0	0	0	0
기타유동부채	18	21	21	27
비유동부채	15	16	16	15
장기금융부채	13	13	13	13
기타비유동부채	2	3	3	2
부채총계	36	42	42	48
지배주주지분(연결)	27	39	50	63
자본금	0	0	0	0
자본잉여금	23	23	23	23
이익잉여금	24	35	46	59
기타	-20	-19	-19	-19
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0
자본총계	27	39	50	63

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (배)	31.0	28.1	25.8	21.5
P/S (배)	5.5	5.5	5.1	4.4
P/B (배)	5.3	4.8	4.0	3.4
EV/EBITDA (배)	23.3	16.8	15.4	11.6
EPS	2.14	2.66	2.89	3.46
BPS	12.55	15.57	18.46	21.92
DPS	0.00	0.00	0.00	0.00
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출채권회전율 (회)	4.0	3.9	4.0	4.1
재고자산회전율 (회)	8.0	7.2	6.9	7.1
매입채무 회전율 (회)	5.1	4.8	4.5	4.6
ROA (%)	13.0	14.2	12.9	13.1
ROE (%)	34.5	30.9	25.1	23.6
ROIC (%)	38.9	52.2	57.4	71.4
부채비율 (배)	130.9	107.8	83.8	76.0
유동비율 (배)	188.3	224.1	261.9	264.2
순차입금/자기자본 (배)	-23.7	-55.9	-63.4	-69.0

자료: 덱스컴, 미래에셋증권 리서치센터

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.