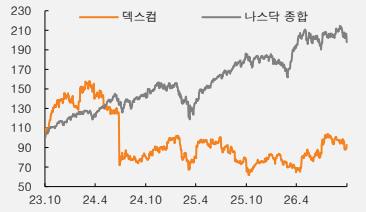
MIRAE ASSET 미래에셋증권

Equity Research
2026.11.3

투자의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ USD 111
현재주가(26/10/30)	USD 82.29
상승여력	34.9%

나스닥 종합(p)	25,437.00
EPS 성장률(26F,%)	23.6
P/E(26F,x)	31.1
배당수익률(%)	0.0
시가총액(십억USD)	30.69
시가총액(조원)	40.98
상장주식수(백만주)	373.0
60일 평균 거래대금(백만USD)	377.15
52주 최저가(USD)	54.84
52주 최고가(USD)	92.34

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-4.6	38.2	20.7
상대주가	0.7	35.2	11.9



[첨단의료기기/디지털헬스]

김충현, CFA
choonghyun.kim@miraeasset.com

DXCM US · 글로벌 의료기기 · 미국

덱스컴

2027년 미국 비인슐린 공보험 시장 진입 예상

3Q26 Review: 매출 및 조정 EBITDA 시장 기대치 부합

매출 13.5억달러(11% YoY, 미국 14% YoY, 해외 5% YoY), 조정 EBITDA 4.4억달러(18% YoY, 마진 32.4%)으로 모두 시장 기대치 부합.

'26년 가이던스 매출 52.0억~52.5억달러(12~13% YoY), 매출총이익률 64%, 조정 EBITDA 마진 32%, 영업이익률 24% 제시.

목표주가 111달러 및 매수의견 유지

목표주가: 동사에 대한 실적추정 상향조정을 반영하여 목표주가를 111달러(기존 100달러)로 상향. 상승여력이 34.9%인 점을 고려하여 매수의견 유지.

미국 인슐린 환자 시장: 핵심시장인 미국에서 기존 고객유지율 개선과 신규환자 유입 동시 진행 중. 15일 G7센서 보급 확대(올해 침투율 목표 50%)와 아일랜드 공장 가동으로 GPM도 개선 중. 대형 PBM인 CVS의 우선처방집에서 제외되었으나 미국 매출의 4% 미만으로 지나친 우려는 지양할 필요 있어보임.

미국 비인슐린 환자 시장: 3Q26 시장점유율 확대가 두드러지고 있음. 비인슐린 2형 당뇨 환자 대상 RCT 임상시험인 CONNECT 효과도 일부 반영되고 있는 것으로 추정. 비인슐린 2형 당뇨 환자(약 1,200만명)에 대한 공보험 보장 시점은 2H27 예상. CGM의 2형 당뇨의 확장 스토리는 여전히 유효.

해외시장: 3Q26 성장률 상대적 둔화. 최근 경쟁사가 해외시장에서 가격압박에 대해 이야기했으나, 가격압박보다는 작년 보험보장 확대 국가에서 기저효과가 주요 원인. 신규 보험급여 확대, 신제품 출시, Dexcom Flex의 연간 매출 기여, 직접판매 전환 등을 통해 '27년 초부터 해외시장의 유기적 성장률은 다시 회복할 것으로 전망.

'26 예상 실적 및 밸류에이션: 매출 52.5억달러(13% YoY), 조정 EBITDA 16.8억달러(25% YoY, 마진 32%). 현 주가는 12개월 선행 P/S 기준 5.6배로 글로벌 Peer(3.9배)대비 프리미엄으로 평가되고 있으나, 동사의 지난 5년 평균(10배) 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	58	65
영업이익 (USD 100mn)	6	9	12	14	17
영업이익률 (%)	15.0	19.1	23.1	24.1	26.2
순이익 (USD 100mn)	6	8	10	12	13
EPS	1.46	2.14	2.65	3.12	3.36
ROE (%)	27.6	34.5	33.3	30.6	25.0
P/E (배)	53.1	31.0	31.1	26.3	24.5
P/B (배)	8.2	5.3	5.2	4.3	3.7

주: GAAP 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 덱스컴, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 3Q26 실적 비교표 (백만 달러, %, %p)

	3Q25	2Q26	3Q26			성장률	
			확정 실적	미래에셋증권	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	1,209	1,308	1,345	1,330	1,329	11.2	2.8
조정 EBITDA	368	421	435	452	425	18.1	3.3
영업이익	243	318	327	326	316	34.9	2.8
영업이익률 (%)	20.1	24.3	24.3	24.5	23.7	4.3	0.0

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 수익 예상 변경표 (백만 달러, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	26F	27F	26F	27F	26F	27F	
매출액	5,241	5,643	5,249	5,774	0.2	2.3	3Q26 실적반영
영업이익	1,246	1,302	1,243	1,425	-0.3	9.4	
순이익	1,025	1,114	999	1,179	-2.5	5.8	

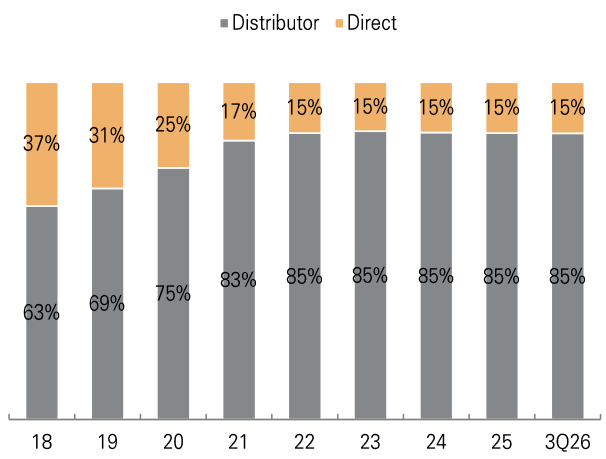
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 분기별 실적 전망표 (백만 달러, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출액	1,036	1,157	1,209	1,260	1,192	1,308	1,345	1,404	4,662	5,249	5,774
US	852	892	832	933	970	997	932	1,028	3,335	3,733	4,116
OUS	184	266	377	326	222	311	413	377	1,327	1,516	1,658
EBITDA	230	328	368	422	365	421	435	459	1,349	1,680	1,902
영업이익	134	213	243	323	255	318	327	342	912	1,243	1,425
순이익	105	180	284	267	200	249	275	276	836	999	1,179
매출성장률(%)	12.5	15.2	21.6	13.1	15.0	13.1	11.2	11.5	15.6	12.6	10.0
US	14.9	14.9	21.4	11.0	10.9	11.0	13.8	11.9	15.4	11.9	10.3
OUS	6.6	16.0	22.3	18.5	26.0	18.6	4.8	10.6	16.1	14.3	9.4
EBITDA 마진 (%)	22.2	28.3	30.5	33.5	30.6	32.2	32.4	32.7	28.9	32.0	32.9
영업이익률 (%)	12.9	18.4	20.1	25.6	21.4	24.3	24.3	24.3	19.6	23.7	24.7
순이익률 (%)	10.2	15.5	23.5	21.2	16.7	19.0	20.5	19.6	17.9	19.0	20.4

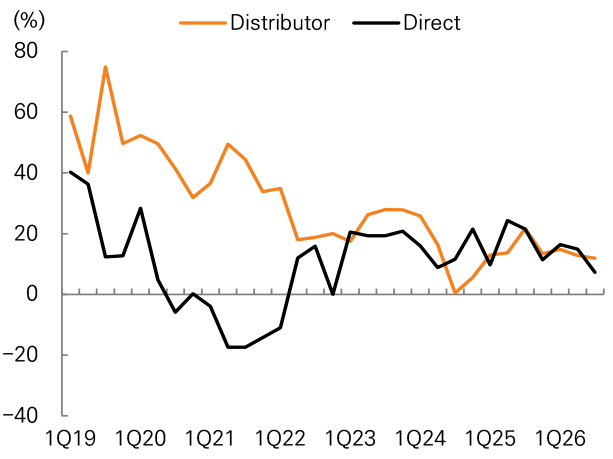
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 유통채널별 매출 비중



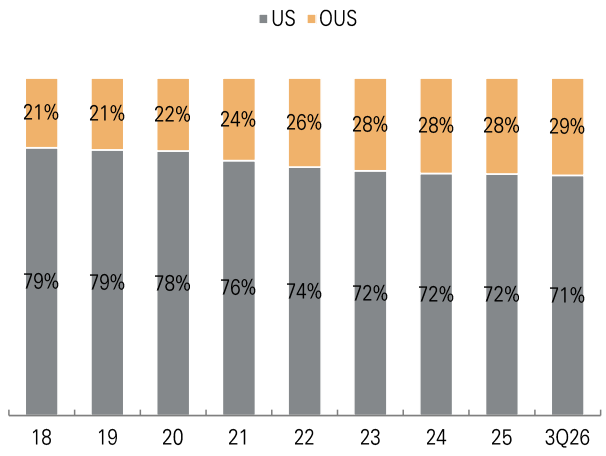
자료: Dexcom, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 유통채널별 매출성장률 추이



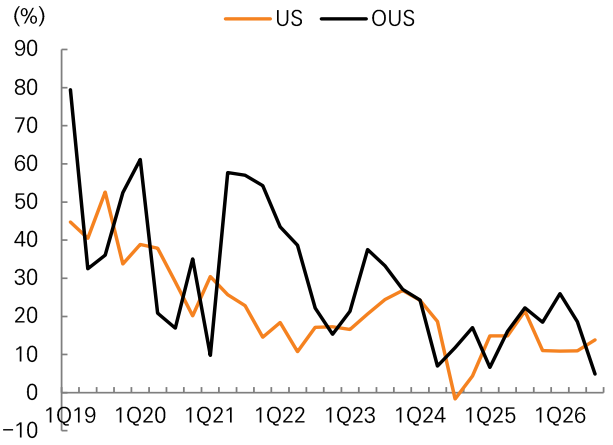
자료: Dexcom, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 지역별 매출 비중



자료: Dexcom, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 지역별 매출성장률 추이



자료: Dexcom, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. Dexcom의 접근가능시장 확대 목표



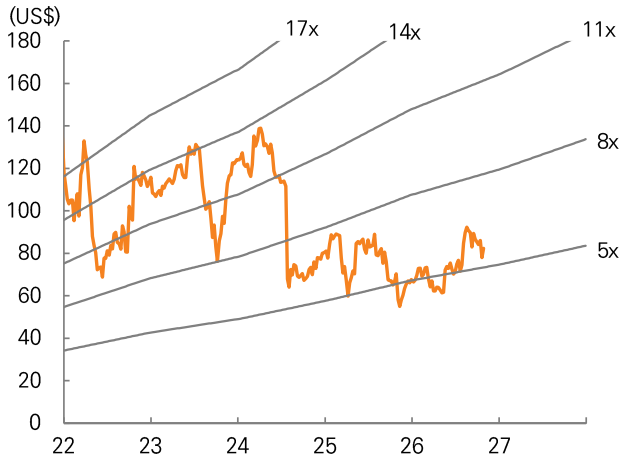
자료: Dexcom, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 당뇨관리 기기 중 가장 강력한 Interoperability



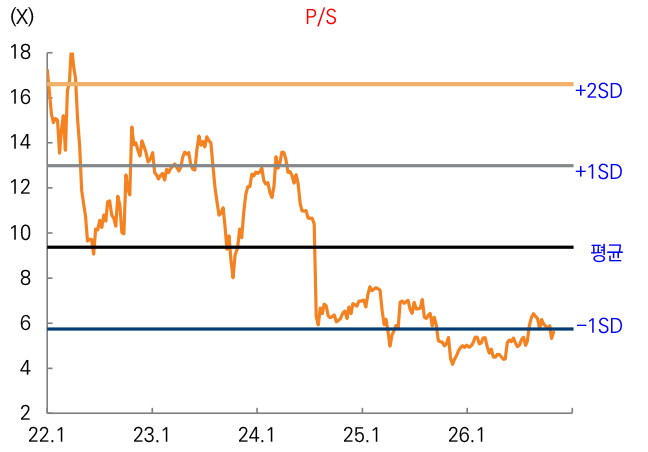
자료: Dexcom, 미래에셋증권 리서치센터

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
일라이 릴리	1,790,963	40.4	43.8	52.4	36.2	40.2	28.6	14.7	14.8	12.7	30.6	32.9	24.1	92,673	121,124	140,301
노보 노디스크	239,862	41.3	41.3	40.4	-	12.0	12.2	-	3.9	3.9	9.0	8.7	8.9	66,521	60,886	61,602
Abbott Laboratories	246,801	18.2	23.3	23.6	27.6	19.2	17.9	3.8	3.7	3.4	17.1	16.6	14.8	63,027	66,268	71,074
덱스컴	41,217	19.6	24.2	24.9	32.1	30.4	26.3	6.2	5.9	5.3	21.0	18.1	15.9	6,629	7,004	7,800
인슐렛	13,942	17.5	18.6	19.3	28.9	23.2	19.6	3.4	3.2	2.8	17.8	13.5	11.6	3,850	4,359	4,947
Minimed	6,907	(6.1)	7.3	7.6	-	25.2	23.6	-	1.5	1.4	-	9.0	7.8	4,429	4,554	4,937
Sinocare Inc	2,112	2.1	10.5	11.4	40.5	24.1	20.4	2.0	2.0	1.9	-	14.9	12.8	922	1,018	1,118
탠덤 다이어비티즈 케어	1,786	(18.5)	(2.9)	1.3	-	-	230.2	1.3	1.2	1.1	-	27.4	12.8	1,443	1,421	1,594
베타 바이오닉스	1,223	(71.5)	(84.5)	(67.8)	-	-	-	5.9	7.2	4.9	-	-	-	143	169	249
센서닉스 홀딩스	675	(193.8)	(195.7)	(119.4)	-	-	-	9.3	7.8	5.0	-	-	-	50	85	133
타이보 과기	568	22.7	-	-	5.4	-	-	3.3	-	-	7.8	-	-	192	-	-
MicroTech Medical	477	1.3	10.6	12.3	28.3	27.3	14.4	2.9	2.6	1.9	-	8.3	6.6	131	185	243
로킷헬스케어	297	1.7	-	-	-	-	-	7.6	-	-	-	-	-	26	-	-
아이센스	498	2.5	3.7	5.6	-	53.3	37.5	1.4	1.5	1.3	21.0	20.7	14.4	315	339	383
전체 평균		-8.8	-8.3	1.0	28.4	28.3	43.1	5.1	4.6	3.8	17.8	17.0	13.0	-	-	-

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

인슐린 집중 치료 시장

미국 시장

미국은 9.7억달러(14% YoY)를 기록했다. 미국에서는 기존 고객 유지율 개선과 신규 환자 유입이 동시에 나타났으며, 특히 인슐린을 사용하지 않는 제2형 당뇨병 환자군에서 시장점유율 확대가 두드러졌다. 올여름 기준으로 4대 주요 상업 PBM을 통해 약 700만명 이상의 당뇨병 환자를 대상으로 보험 적용이 가능해졌다.

15일 G7 센서 보급 확대가 수익성 개선에 기여하고 있다. 동사는 2026년 여름부터 인슐린 펌프 연동 기능을 광범위하게 제공하기 시작했으며, 3분기 동안 고객 전환이 꾸준히 확대되고 있다. 동사는 '26년 말까지 미국 고객의 약 50%를 15일 G7 센서로 전환하는 것이 목표다.

동사는 3Q26부터 아일랜드 공장에서 상업생산을 개시했다. 이로 인해 동사는 미국, 유럽, 아시아태평양 지역에 대규모 생산시설을 확보하게 되었다. 공장 가동에 의한 일회성비용이 발생하고 있으나, 장기적으로 영업레버리지 효과에 기여할 것으로 평가된다.

Q) G7 15 Day 제품의 침투율은?

A) 우리는 G7 15 Day 제품의 미국 시장 침투율이 2026년 말 약 50%에 근접할 것으로 예상한다. 이는 기존 전망과 동일하며, 현재 제품 전환은 계획대로 진행되고 있다. 2027년에는 미국 판매 제품의 과반수가 G7 15 Day로 전환될 것으로 예상한다. 캐나다에서도 15 Day 제품 출시를 추진하고 있으며, 추가적인 해외시장 진출도 예정돼 있다. G7 15 Day 제품 비중 확대는 매출총이익률 개선의 중요한 요인이다. 센서 사용기간이 길어지면 환자당 필요한 센서 수량이 감소하고 제조 및 공급 효율성이 개선될 수 있기 때문이다. 이와 함께 우리는 생산 과정의 불량·폐기(Scrap), 물류비(Freight), 재고관리 효율성 개선을 추진해 왔다. 이러한 노력으로 재고 수준이 안정화됐으며, 기존 생산시설의 수익성도 개선됐다.

Q) 아일랜드 신규 공장 가동이 2026년 4분기와 2027년 매출총이익률에 미치는 영향?

A) 2026년 4분기에는 아일랜드 신규 생산시설 가동으로 매출총이익률이 일시적으로 하락할 전망이다. 신규 공장은 초기 가동 단계에서 생산량이 충분하지 않아 고정비 부담이 높게 나타난다. 정상적인 생산량에 도달하기까지 수개 분기가 필요하며, 초기 생산비용이 재고를 거쳐 매출원가에 반영되는 데에도 시차가 발생한다. 따라서 아일랜드 공장의 비용 부담은 2027년 1분기까지 이어지고, 2~3분기에도 일부 영향이 남을 수 있다. 그러나 공장 가동률이 상승하면서 해당 부담은 점진적으로 감소할 것으로 예상한다. 중요한 점은 현재 기존 생산시설만으로도 매출총이익률 개선이 나타나고 있다는 것이다. 여기에 아일랜드 공장 정상화와 G7 15 Day 비중 확대가 결합되면 2027년 이후 추가적인 수익성 개선이 가능하다고 판단한다.

Q) 차세대 CGM 플랫폼인 G8(GA)의 개발 현황과 출시 일정은 어떻게 되는가?

A) 우리는 차세대 CGM 플랫폼 개발이 계획대로 진행되고 있으며, 현재 임상시험에서 정확도와 성능 측면에서 긍정적인 결과를 확보하고 있다. 이번에 개발 중인 플랫폼은 기존 G7을 단순히 개선하는 제품이 아니라, 센서와 전자장치 등 핵심 구성요소를 새롭게 설계한 차세대 플랫폼이다. 특히 G7 대비 제품 부피를 약 50% 축소하면서도 더 많은 기능을 제공하는 것을 목표로 하고 있다.

현재 개발 및 임상시험은 계획대로 진행되고 있으며, FDA 제출을 위한 추가적인 임상 작업도 예정돼 있다. 출시 일정은 규제기관의 심사 기간에 따라 달라질 수 있지만, 현재 목표는 2027년 말 또는 2028년 초 출시다. 우리는 G8 개발을 위해 2027년에도 R&D와 임상시험에 필요한 투자를 지속할 계획이다.

Q) '27년 성장 전망은 어떠하며, 해외 유통망 직접화와 신규 투자에 따른 영향?

A) 우리는 2027년 공식 가이던스를 아직 발표하지 않았지만, Investor Day에서 제시한 장기 사업계획(LRP)에 대한 확신을 유지하고 있다. 시장은 2027년 매출 성장률을 약 11%로 예상하고 있으며, 이는 우리가 제시한 장기 성장계획의 하단에 가까운 수준이다. 다만 현재 시점에서 구체적인 2027년 매출 성장률을 확정하지는 않았다. 2027년 성장 동력은 신규 환자 유입, G7 15 Day의 미국 및 해외시장 확대, Medicare 보험급여 확대 가능성, 신규 제품 및 서비스 출시, 해외 유통망 직접화 등이다.

해외사업에서는 유럽의 주요 유통업체와 관련한 계약을 체결했으며, 해당 거래는 아직 종결되지 않았다. 이는 유럽에서 남아 있는 가장 큰 규모의 유통업체 운영시장 중 하나를 직접판매 구조로 전환하기 위한 거래다. 거래 종결은 2027년으로 예상하며, 따라서 2026년 3분기와 4분기 실적에는 영향을 미치지 않는다. 직접판매로 전환하면 기존 유통업체보다 적극적으로 영업과 시장개발에 투자할 수 있어 장기 성장에 긍정적일 것으로 판단한다. 구체적인 대상 국가와 매출 규모는 거래 종결 이후 공개할 예정이다.

수익성 측면에서는 2027년에도 영업레버리지가 발생할 것으로 예상한다. 우리는 매년 영업비용(OpEx)을 수억 달러 규모로 증액하면서도 매출 성장과 운영 효율화로 영업이익률을 개선해 왔다. 2027년에도 G8 임상시험, Dexcom Direct, 해외사업 확대 등에 투자할 계획이다. 반면 2026년에 발생한 아일랜드 신규 공장 구축 관련 투자는 2027년에 반복되지 않기 때문에 일부 비용 부담이 감소할 것이다. 다만 신규 공장의 초기 가동비용은 2027년 상반기에도 매출총이익률에 부담을 줄 수 있다. 우리는 신규 성장동력에 필요한 투자를 유지하면서도 매출총이익률과 영업이익률을 점진적으로 개선할 수 있다고 판단한다.

Q) CVS PBM 계약 변경 영향은?

A) 우리는 이번 CVS 관련 PBM 계약 변경이 2027년 실적에 미치는 영향은 제한적일 것으로 판단한다. 미국 CGM 시장에서는 약국을 통한 Pharmacy Benefit과 의료급여를 통한 Medical Benefit이라는 두 가지 주요 보험 접근 경로가 존재한다. PBM 계약도 단일한 구조가 아니라 보험사와 고용주별로 다양한 맞춤형 처방집(Custom Formulary)을 운영한다. 현재 미국 PBM 시장에서 Dexcom은 대부분의 처방집에서 경쟁사와 동등한 우선 지위(Co-preferred)를 확보하고 있다. 일부 계약에서는 Dexcom이 우선 지위를 갖고 있고, 일부에서는 경쟁사가 우선 지위를 갖는다. 우리는 보험계약 협상에서 특정 CGM 제품만을 독점적으로 지정하기보다 환자와 의사가 제품을 선택할 수 있는 동등한 접근권(Equal Access)을 확보하는 것을 기본 원칙으로 삼고 있다.

이번 계약 변경이 적용되는 PBM은 Dexcom 미국 매출의 4% 미만을 차지한다. 또한 특정 제품이 독점적 우선 지위를 확보하더라도 실제 환자의 100%가 해당 제품으로 이동하지는 않는다. 일반적으로 약 2/3 정도가 우선 제품을 사용하고, 나머지 환자들은 Medical Benefit을 통해 제품을 계속 사용할 수 있다. 이 경우 의사는 처방전을 DME 공급업체로 전달하고, DME 업체가 환자의 보험 보장 여부와 사전승인 필요성을 확인한다. DME 이용 시 환자 본인부담금은 보험계약에 따라 다르지만, 일반적으로 월별 급여 금액의 약 10~20% 수준이다.

우선 처방집에서 제외되면 제품의 실질적인 판매단가(5% 이상)가 상승할 수 있다는 것이다. 독점 우선 지위를 제공하는 계약에서는 일반적으로 상당한 가격 할인이나 리베이트가 적용되기 때문이다. 따라서 일부 환자가 경쟁사 제품으로 이동하더라도 잔존 환자에 대한 순매출이 증가하면서 매출 감소를 일부 상쇄할 수 있다. 우리는 이러한 가격 변화와 환자 이동을 종합적으로 고려할 때 2027년 매출에 의미 있는 부정적인 영향은 없을 것으로 예상한다. 다만 환자의 관점에서는 기존에 사용하던 CGM을 교체해야 하는 불편이 발생할 수 있다.

우리는 이러한 복잡한 보험 접근 과정을 간소화하기 위해 Dexcom Direct를 2027년 초 출시할 계획이다. Dexcom Direct는 환자가 자신의 보험정보와 처방전을 기반으로 Pharmacy Benefit, DME, 사전승인 및 자비부담(Cash Pay) 등의 경로를 비교하고 적절한 공급경로를 찾을 수 있도록 지원하는 서비스다. 원래는 Medicare 보험급여 확대에 대비해 개발하던 서비스였지만, 이번 PBM 계약 변경으로 기존 환자들의 보험 접근성을 유지하는 데도 활용할 수 있게 됐다. 사업 경제성 측면에서는 DME 경로가 일반적으로 더 높은 보험상환액을 제공하지만, 환자 지원과 보험확인 등에 추가적인 운영비용이 발생한다. 우리는 이미 Pharmacy와 DME 양쪽에서 대규모 환자를 지원할 수 있는 운영 체계를 확보했기 때문에 Dexcom Direct 출시로 발생하는 추가 비용이 크지 않을 것으로 예상한다. 따라서 DME 전환에 따른 추가적인 운영비용은 기존 장기 사업계획에 포함된 투자 범위에서 흡수할 수 있다고 판단한다.

해외 시장

매출 3.8억달러(5% YoY)를 기록했다. 글로벌 신규 환자 유입은 역대 최고 수준에 근접했으나 외형성장은 상대적으로 부진했다. 주요 원인은 '25년 하반기에 발생했던 여러 국가의 보험급여 확대에 따른 높은 기저효과 때문이다.

동사는 유럽 주요 시장에서 직접판매 체제를 확대하기 위해 기존 파트너사의 사업 일부를 인수하는 계약을 체결했다. 또한, 15일 G7센서는 '26년 11월 캐나다에서부터 출시될 예정이고, 일본에서는 '27년초 출시를 계획하고 있다. 동사는 해외시장의 신규 보험급여 확대, 신제품 출시, Dexcom Flex의 연간 매출 기여, 직접판매 전환 등을 통해 '27년 초부터 해외시장의 유기적 성장률은 다시 회복할 것으로 전망했다.

Q) Abbott는 해외 CGM 시장에서 가격 경쟁이 심화되고 있다고 주장했는데?

A) 우리는 최근 경쟁사가 언급한 CGM 시장의 가격 경쟁 심화가 Dexcom 사업에 실질적인 영향을 미치고 있다고 보지 않는다. 미국과 해외시장에서 판매가격이 의미 있게 하락하는 현상을 확인하지 못했으며, 실제로 이번 분기 매출총이익률은 2022년 4분기 이후 가장 높은 수준을 기록했다.

해외시장의 가격 경쟁은 국가별 시장구조와 기존 사업자의 시장점유율에 따라 다르게 나타날 수 있다. 예를 들어 특정 국가에서 하나의 CGM 업체가 독점적으로 제품을 공급해 왔다면, 신규 경쟁사가 진입하면서 기존 사업자의 가격이 정상적인 경쟁 수준으로 조정될 가능성이 있다. 그러나 이는 CGM 시장 전체의 구조적인 가격 하락과는 구분해야 한다. 우리는 해외시장에 진출할 때 해당 국가의 보험급여 수준과 환자의 질환 중증도에 맞춰 제품 포트폴리오를 구성한다.

보험급여는 일반적으로 환자군과 치료 필요성에 따라 차등적으로 설정되며, 우리는 이에 적합한 제품을 공급해 왔다. 따라서 현재 사업을 운영하는 시장에서 가격 경쟁력을 유지하고 있으며, 경쟁 심화에도 불구하고 시장점유율을 확대하고 있다.

다만 Abbott와 Dexcom이 진출한 국가가 완전히 일치하지 않기 때문에 양사의 가격 경쟁 경험이 다를 수 있다는 점은 인정한다. CGM 시장의 성장성에 대해서도 기존 입장을 유지한다. 우리는 올해 보험급여가 추가로 확대되지 않는다는 가정하에 연간 사업계획을 수립했지만, 신규 환자 유입이 예상보다 강하게 나타나면서 연간 가이던스를 지속적으로 상향했다. 현재는 연초 가이던스 상단에 근접한 수준이며, 2026년 신규 환자 유입은 역대 최대 수준을 기록할 전망이다.

현재 활성 사용자 기반(Active Patient Base)은 10%대 후반 성장하고 있다. 미국 주요 CGM 업체들의 매출 성장률을 합산해 보면 시장은 여전히 두 자릿수 초반의 성장률을 유지하고 있다. 우리는 이러한 시장 성장에 더해 시장점유율도 확대하고 있다고 판단한다. 따라서 현재의 경쟁 환경이 장기 성장계획(LRP)을 수정해야 할 정도의 구조적 변화라고 보지 않는다.

인슐린 요법을 사용하지 않는 당뇨 시장

동사는 비인슐린 제2형 당뇨병 환자 시장을 새로운 성장동력으로 삼고 있다. 비인슐린 제2형 당뇨병 환자까지 보험급여가 확대되면 잠재 고객군이 크게 증가할 수 있다. 특히 기존에는 환자가 직접 비용을 부담하거나 제한적인 보장 조건에서 CGM을 사용해야 했지만, 보험급여가 확대되면 의료진의 처방과 환자의 사용을 촉진할 수 있다. 동사의 가장 강력한 무기는 ADA에서 발표된 CONNECT 임상시험이다. CONNECT 임상시험은 인슐린을 사용하지 않는 제2형 당뇨병 환자를 대상으로 CGM의 임상적 효과를 평가한 무작위 대조시험(RCT)이다. CONNECT 임상시험에서 CGM 사용군의 HbA1c는 6개월 동안 1.6%p 감소했으며, 대조군 대비 개선 폭은 0.9%p였다. 이는 동사가 지금까지 진행한 CGM 관련 RCT 가운데 가장 강력한 HbA1c 개선 결과다.

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.

3Q26 실적발표에서 동사는 미국 비인슐린 2형당뇨환자 시장에서 빠르게 성장하고 있다고 밝혔다. 미국 제2형 당뇨병 비인슐린 환자의 약 절반이 메디케어 수혜 연령대라는 점에서 향후 비인슐린 2형 당뇨환자에 대한 보험급여 확대는 동사의 가장 중요한 투자 포인트다. 동사는 3Q26 동사는 Stelo 앱을 전면 개편했다. 새로운 앱은 개인화된 혈당 분석, 간소화된 식사 기록, 보다 상세한 영양정보 제공 기능을 포함한다. 현재 FDA는 동사를 TEMPO 디지털 기기 시범 사업에 참여할 첫 번째 기업으로 선정했다.

Q) 비인슐린 사용 제2형 당뇨병 시장 확대를 위해 영업인력을 추가로 늘려야 하는가?

A) 이미 수년 전부터 기저인슐린 사용자와 비인슐린 사용 제2형 당뇨병 환자군으로 사업을 확대하기 위해 영업조직을 확충해 왔다. 따라서 현재는 대규모 영업인력 증원보다는 기존 조직의 생산성을 높이는 데 집중하고 있다. 신규 처방 의료진이 증가하는 지역에서는 담당구역을 일부 조정하지만, 전체 영업조직의 구조를 크게 변경할 필요는 없다고 판단한다. 특히 비인슐린 사용 환자군에서는 1차 의료기관에 대한 영업이 중요하다. 우리는 의료기관별 환자 구성과 보험 보장 범위를 분석해 영업활동을 차별화하고 있다. 예를 들어 비인슐린 사용 환자의 대부분이 Medicare 가입자인 의료기관에서는 보험급여가 확대되기 전까지 해당 환자군을 대상으로 적극적인 처방 확대를 추진하기 어렵다.

반면 민간보험에서 이미 CGM이 보장되는 환자 비중이 높은 의료기관에서는 보험 보장 정보를 제공하고 처방을 유도할 수 있다. 이를 위해 의료진이 환자별 보험 보장 여부를 확인할 수 있는 Coverage Calculator 등의 도구를 활용하고 있다. PCP는 진료시간이 제한적이기 때문에 영업사원이 의료진과 접촉하는 짧은 시간 동안 실제 처방으로 연결할 수 있는 정보를 제공하는 것이 중요하다.

Q) CONNECT 임상시험 결과의 임상현장에 미치는 영향은?

A) 우리는 CONNECT 임상시험 결과가 비인슐린 사용 제2형 당뇨병 환자군에서 CGM의 임상적 가치를 입증하는 중요한 근거라고 판단한다. 특히 연구 결과가 NEJM에 발표되면서 보다 많은 의료진이 해당 데이터를 접할 수 있게 됐다. 이는 CGM이 비인슐린 사용 환자에게도 임상적으로 유의미한 개선 효과를 제공할 수 있다는 메시지를 전달하는 데 도움이 된다. 우리는 기존에도 해당 환자군에서 CGM의 유용성을 뒷받침하는 임상적 근거를 확보하고 있었지만, CONNECT는 이를 더욱 강력하게 뒷받침하는 핵심 연구로 평가한다.

실제 신규 환자 유입에서도 변화가 나타나고 있다. 아직은 인슐린 사용 환자가 신규 환자의 가장 큰 비중을 차지하지만, 비인슐린 사용 환자의 신규 유입 규모도 인슐린 사용 환자와 큰 차이가 나지 않는 수준까지 확대됐다.

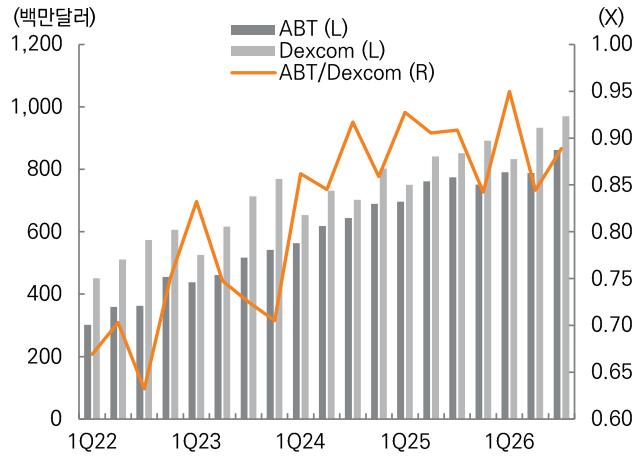
현재 일부 민간보험은 이미 비인슐린 사용 환자에 대한 CGM 급여를 제공하고 있다. 우리는 의료진에게 이러한 보험 보장 범위를 알리고 실제 처방으로 연결하는 데 집중하고 있다. 이는 향후 Medicare 급여가 확대될 때 시장이 더 빠르게 성장할 수 있도록 사전에 처방 경험과 의료진 인식을 구축하는 전략이다. 미국 CGM 시장 전체는 여전히 안정적인 두 자릿수 초반 성장률을 유지하고 있으며, 우리는 신규 환자 유입과 시장점유율 확대가 동시에 나타나고 있다고 판단한다.

Q) 비인슐린 사용 제2형 당뇨병 환자에 대한 Medicare 보험급여 확대는 언제 결정될까?

A) 우리는 Medicare 보험급여 확대 일정에 대한 기존 전망을 유지하고 있다. 현재 예상하는 일정은 2026년 중 CMS의 보험급여 결정 발표, 2027년 중반 실제 보험급여 적용이다. 최근 워싱턴에서 정책 관계자, 환자단체, 이해관계자들과 활발하게 논의하고 있으며, 보험급여 확대를 결정하는 Medicare 관계자들도 CONNECT 연구 결과를 충분히 인지하고 있는 것으로 파악하고 있다. 우리는 CONNECT 논문이 공식적으로 발표된 이후 관련 자료를 Medicare 의사결정자들에게 추가로 전달했다. 또한 CONNECT 연구는 Level A 수준의 임상적 근거를 제공한다고 판단한다. 따라서 향후 미국당뇨병학회(ADA)의 Standards of Care 개정에서 비인슐린 사용 제2형 당뇨병 환자에 대한 CGM 권고 수준이 강화될 것으로 기대한다. 우리가 궁극적으로 추구하는 방향은 제1형 당뇨병부터 인슐린 사용 여부와 관계없는 제2형 당뇨병까지, CGM이 당뇨병 관리의 표준적인 도구로 자리 잡는 것이다.

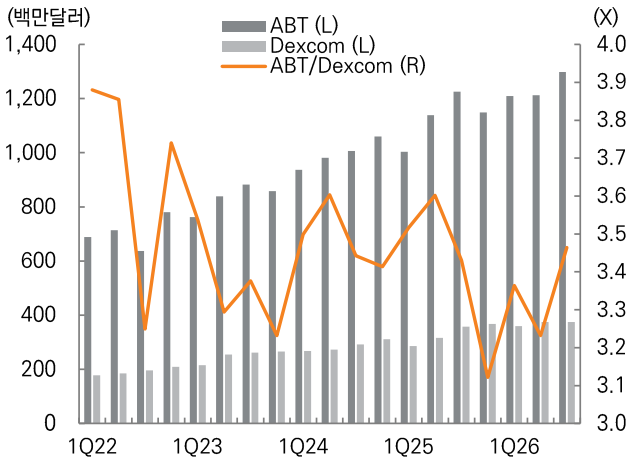
임상진료지침이 변경되면 보험사와 정부의 보험급여 정책에도 영향을 미칠 수 있다. 다만 각 보험제도가 새로운 임상적 근거를 반영하는 속도는 서로 다를 수 있다. 장기적으로는 당뇨병 전단계(Prediabetes) 환자군으로도 임상연구를 확대할 기회가 있다. CGM을 통해 생활습관을 개선하고 당뇨병 진행을 지연시키거나 예방할 수 있다면 새로운 시장이 형성될 가능성이 있다.

그림 9. 미국 시장에서의 Dexcom vs. ABT 매출 추이



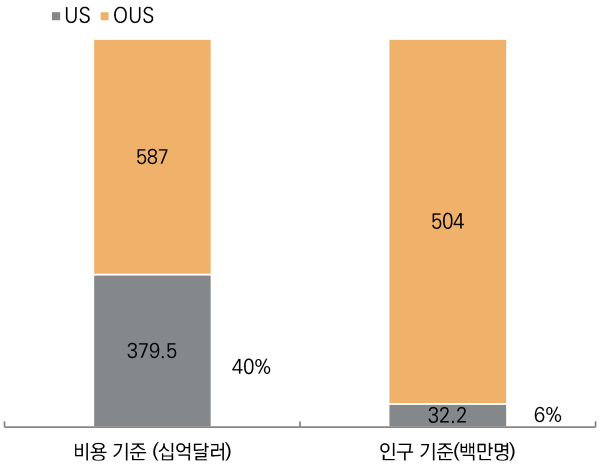
자료: 각사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 해외 시장에서의 Dexcom vs. ABT 매출 추이



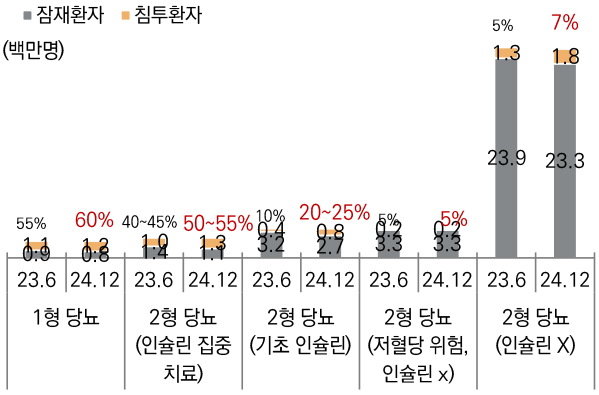
자료: 각사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. 전세계 당뇨 환우 중 비용 기준 40%인 미국



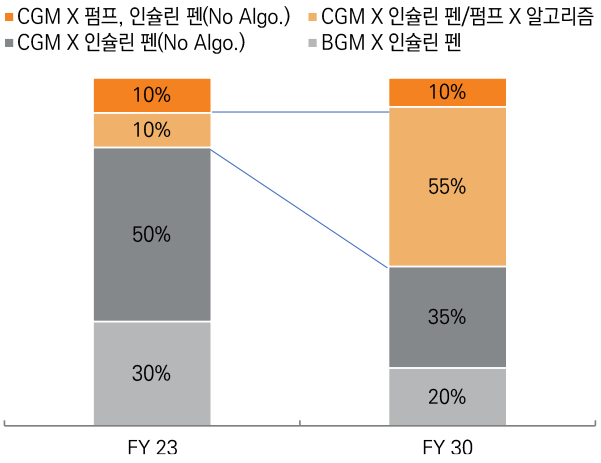
료: IDF, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. 미국 당뇨 환자별 CGM 침투율 추이



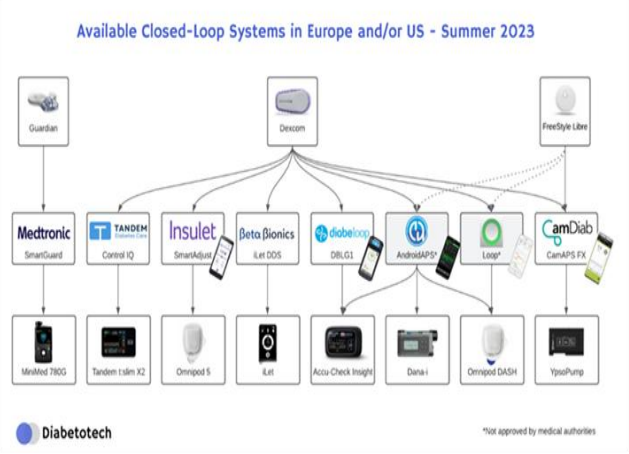
자료: DXCM, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. 스마트 인슐린 주입 시스템의 확대



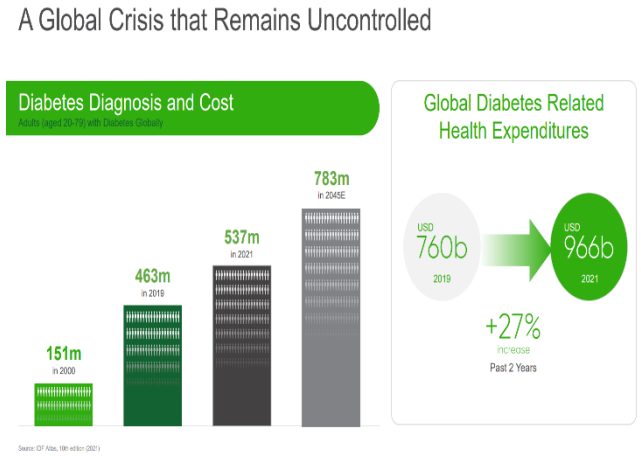
자료: MDT, 미래에셋증권 리서치센터

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



자료: Diabetotech, 미래에셋증권 리서치센터

그림 15. 당뇨병 시장의 비용 증가 추이



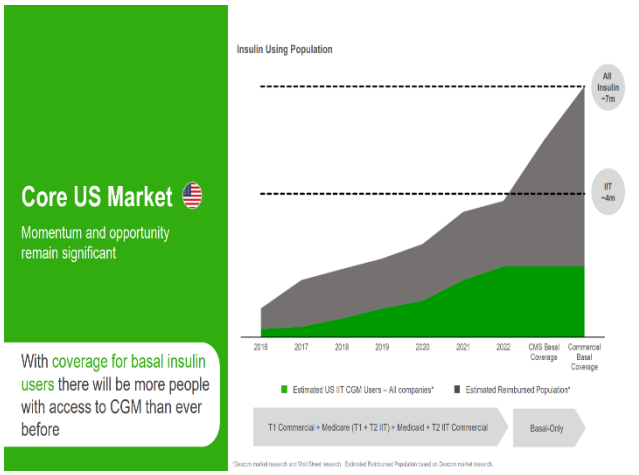
자료: Dexcom, 미래에셋증권 리서치센터

그림 16. 차세대 CGM인 G7



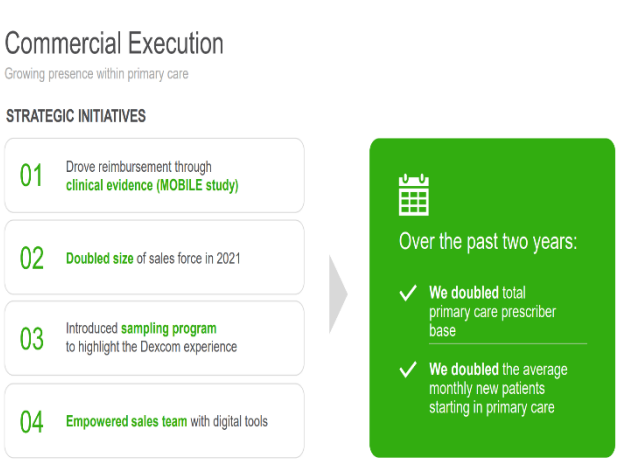
자료: Dexcom, 미래에셋증권 리서치센터

그림 17. 미국 인슐린 집중치료환자 규모



자료: Dexcom, 미래에셋증권 리서치센터

그림 18. 미국 시장에서의 상업화 기능 강화



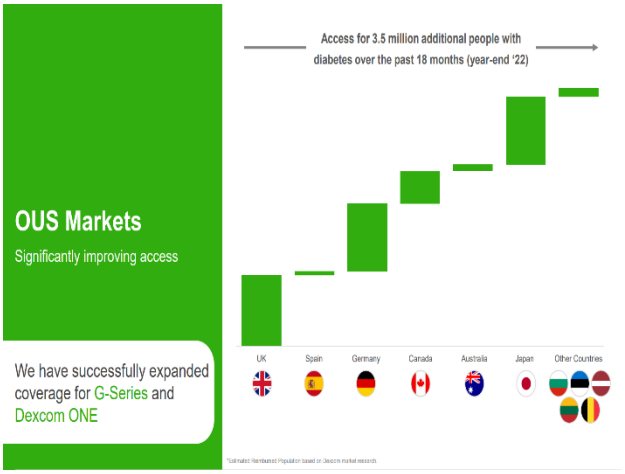
자료: Dexcom, 미래에셋증권 리서치센터

그림 19. 해외 시장의 포트폴리오 전략



자료: Dexcom, 미래에셋증권 리서치센터

그림 20. 주요 해외시장 규모



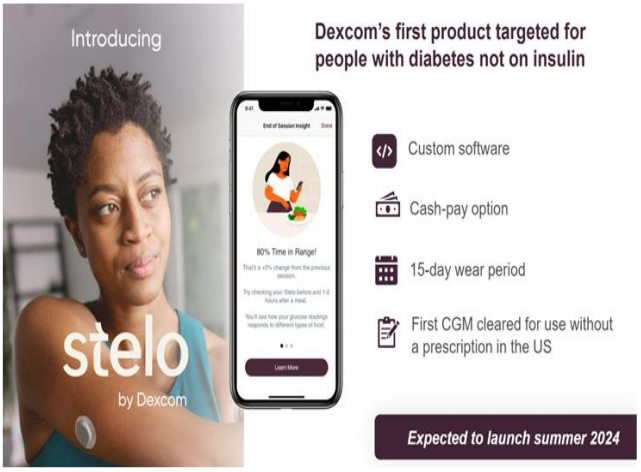
자료: Dexcom, 미래에셋증권 리서치센터

그림 21. 2형 당뇨시장 확대 전략



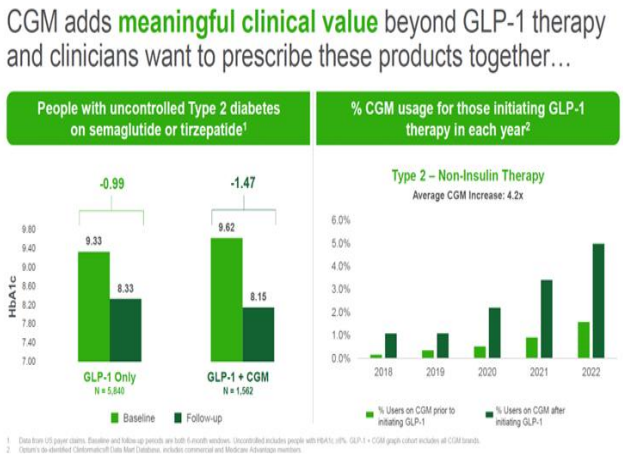
자료: Dexcom, 미래에셋증권 리서치센터

그림 22. 2형 당뇨 환자를 위한 제품인 Stelo



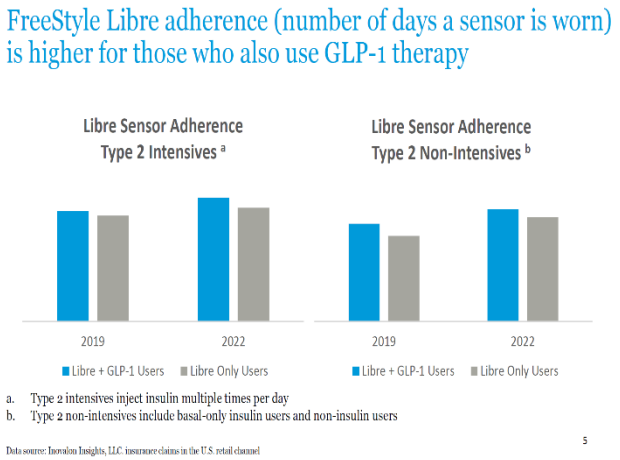
자료: Dexcom, 미래에셋증권 리서치센터

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



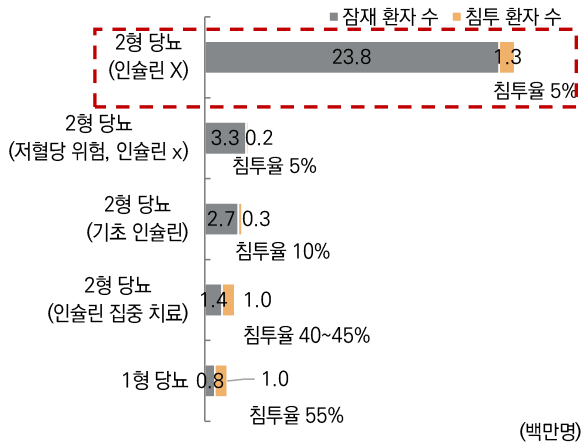
자료: DXCM, 미래에셋증권 리서치센터

그림 24. GLP-1과 병용치료를 하는 환자의 순응도가 더 높음



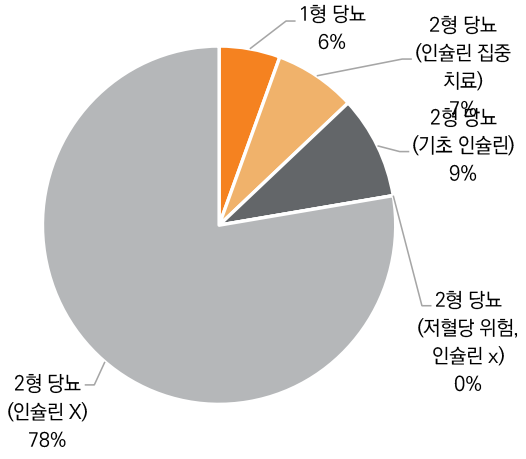
자료: ABT, 미래에셋증권 리서치센터

그림 25. 미국의 당뇨 환자별 연속혈당측정기 침투율



자료: DXCM, 미래에셋증권 리서치센터

그림 26. 미국의 당뇨 환자 구분



자료: DXCM, 미래에셋증권 리서치센터

주요 리스크

재무 리스크

동사는 부채비율이 3Q26 기준 146%로 높은 편이고 직판 전환으로 인해 운전자본도 지속적으로 증가하고 있다. 그러나 영업현금흐름이 증가하면서 잉여현금흐름이 빠르게 증가하고 있고, 현금성 자산도 3Q26 기준 18.2억달러를 보유하고 있어 재무 리스크가 크다고 보기는 어렵다. 현재 보유한 가장 큰 부채는 3Q26 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.

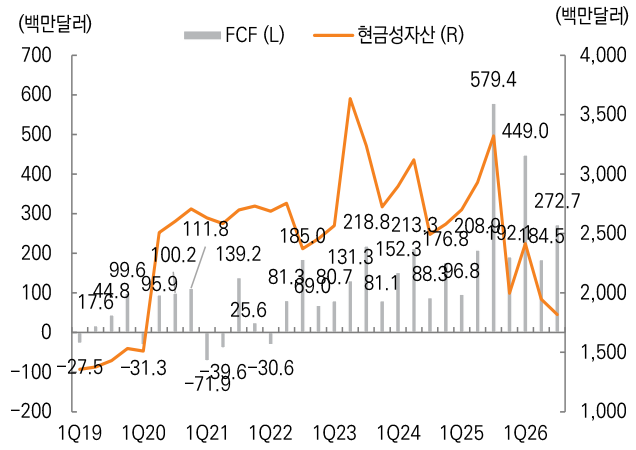
또한, 최대 경쟁사인 Abbott가 최근 인슐린 주입기 기업들과 파트너십을 강화하고 있다는 점에서 주력인 1형 당뇨 시장 방어를 위한 전략이 필요해 보인다.

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

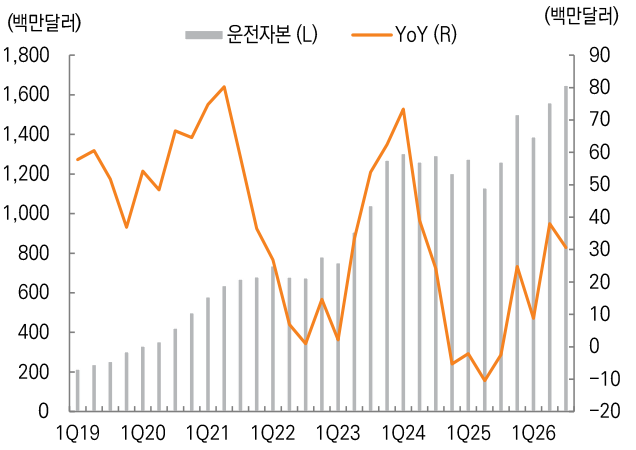
현 주가는 12개월 선행 P/S 기준 5.6배로 글로벌 Peer(3.9배)대비 프리미엄으로 평가되고 있으나, 동사의 지난 5년 평균(10배) 대비 저평가 상태다. 현재 밸류에이션은 2018년 미국에서 CGM의 공보험 보장이 본격화되기 전 수준의 밸류에이션이다.

그림 27. FCF 추이



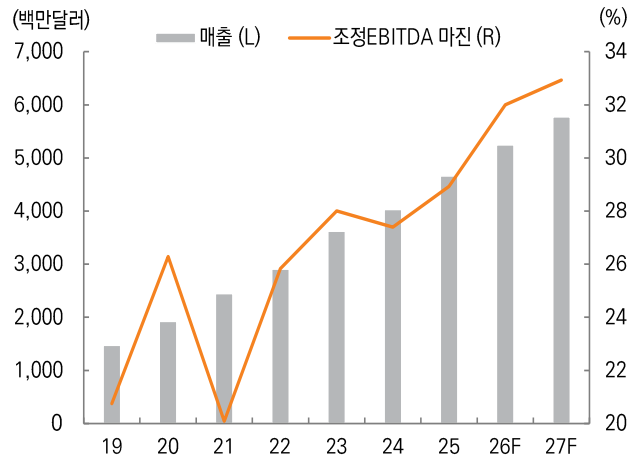
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 28. 운전자본 추이



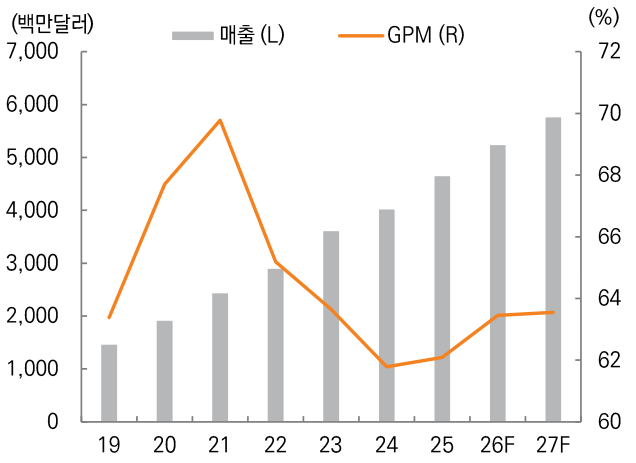
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 29. 매출 및 조정 EBITDA 마진 추이



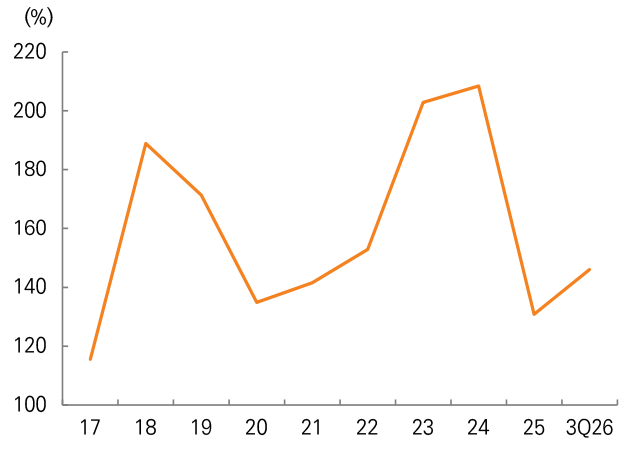
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 30. 매출 및 매출총이익률 추이



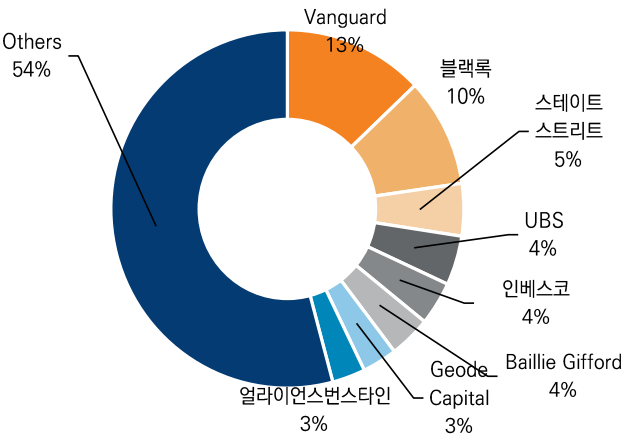
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

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**	**58**	**65**
매출원가	**18**	**19**	**21**	**24**
매출총이익	**29**	**33**	**37**	**41**
판매비와관리비	**20**	**21**	**22**	**25**
영업이익	**9**	**12**	**14**	**17**
비영업손익	**2**	**1**	**1**	**0**
금융손익	1	1	1	1
관계기업관련손익	0	0	0	0
기타이익추가	1	0	0	-1
법인세차감전순이익	11	13	15	17
법인세	3	3	3	4
당기순이익	**8**	**10**	**12**	**13**
지배주주	8	10	12	13
비지배주주	0	0	0	0

Growth & margins	2025	2026F	2027F	2028F
매출액증가율	17.5	10.6	11.5	12.1
매출총이익증가율	16.0	13.8	12.1	10.8
영업이익증가율	50.0	33.3	16.7	21.4
순이익증가율	33.3	25.0	20.0	8.3
EPS증가율	46.4	23.6	17.9	7.6
매출총이익률	61.7	63.5	63.8	63.1
영업이익률	19.1	23.1	24.1	26.2
당기순이익률	17.0	19.2	20.7	20.0

예상 재무상태표 (요약)

(USD 100mn)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	**40**	**51**	**65**	**79**
현금성자산	9	20	31	41
매출채권	13	13	14	16
재고자산	6	8	9	10
기타유동자산	12	10	11	12
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**	**74**	**88**	**104**
유동부채	**21**	**25**	**28**	**31**
매입채무	3	5	5	6
단기차입금	0	0	0	0
기타유동부채	18	20	23	25
비유동부채	**15**	**16**	**16**	**15**
장기금융부채	13	13	13	13
기타비유동부채	2	3	3	2
부채총계	**36**	**41**	**44**	**47**
지배주주지분(연결)	**27**	**33**	**44**	**57**
자본금	0	0	0	0
자본잉여금	23	24	24	24
이익잉여금	24	34	46	59
기타	-20	-25	-26	-26
비지배주주지분(연결)	**0**	**0**	**0**	**0**
자본총계	**27**	**33**	**44**	**57**

예상 현금흐름표 (요약)

(USD 100mn)	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	**14**	**16**	**14**	**15**
당기순이익	8	10	12	13
감가상각비	3	3	3	3
기타	3	3	-1	-1
투자활동 현금흐름	**5**	**0**	**-4**	**-4**
- 자본적 지출(CAPEX)	-4	-4	-4	-4
기타	9	4	0	0
재무활동 현금흐름	**-17**	**-6**	**0**	**0**
배당금	0	0	0	0
자본 증가	2	1	0	0
장단기금융부채의 증가(감소)	-12	0	0	0
기타	-7	-7	0	0
현금의 증감	3	11	10	10
기초현금	6	9	20	31
기말현금	9	20	31	41

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (배)	31.0	31.1	26.3	24.5
P/S (배)	5.5	5.9	5.4	4.8
P/B (배)	5.3	5.2	4.3	3.7
EV/EBITDA (배)	23.3	17.2	14.6	12.1
EPS	2.14	2.65	3.12	3.36
BPS	12.55	15.87	19.00	22.36
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	4.1	4.3	4.4
재고자산회전율 (회)	8.0	7.5	7.1	7.1
매입채무 회전율 (회)	5.1	4.8	4.4	4.4
ROA (%)	13.0	14.6	14.6	13.2
ROE (%)	34.5	33.3	30.6	25.0
ROIC (%)	38.9	54.9	67.8	73.7
부채비율 (배)	130.9	125.5	98.4	81.5
유동비율 (배)	188.3	202.9	232.7	253.2
순차입금/자기자본 (배)	-23.7	-48.6	-61.0	-67.1

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.