

글로벌 의료기기 산업

글로벌 의료기기 투자전략: 10 Baggers를 찾아서

김충현, CFA Choong-hyun Kim, CFA
02-3774-1740
choonghyun.kim@miraeasset.com



CONTENTS

Investment Summary	3
1. 의료기기 산업분석 및 섹터분석	3
2. 투자전략 총 정리	4
의료기기 산업분석	5
1. 산업관점에서 의료기기 섹터의 5가지 특징	5
2. 주식관점에서 의료기기섹터의 4가지 특징	7
투자 전략	8
1. 가장 기본적인 투자법: 대형주인 선도업체 중심 투자	8
2. 알파(초과수익)를 추구한다면 중소형주 투자	11
3. ETF를 활용한 투자도 매력적	14
꼭 알아야하는 미국 건강보험 시장의 이슈	16
2Q19 실적 Review 및 밸류에이션	19
Global Company Analysis	23
iShares US Medical Devices ETF (IHI US)	24
Abbott Laboratories (ABT US)	28
Medtronic (MDT US)	30
Novocure (NVCR US)	32
Exact Sciences (EXAS US)	34
Insulet (PODD US)	36
Guardant Health (GH US)	38
Teladoc (TDOC US)	40

Investment Summary

1. 의료기기 산업분석 및 섹터분석

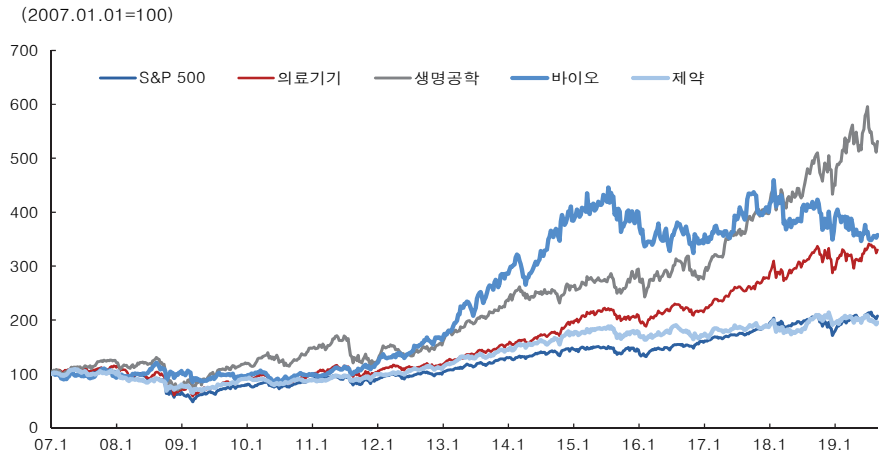
산업관점에서 의료기기 섹터는 5가지 특징을 갖는다.

- ① 대표적인 성장섹터이다.
- ② 의료기기 산업은 접근가능시장(Addressable Market)의 개념이 중요하다.
- ③ 규제산업이다.
- ④ 주기적으로 발생하는 매출(Recurring revenue)이 중요하다.
- ⑤ 의료기기 시장은 과점시장이다.

주식관점에서 의료기기 섹터는 4가지 특징을 갖는다.

- ① 기술적 진입장벽과 복잡한 유통체계 등으로 시가총액의 양극화가 뚜렷하다.
- ② 가치평가에서 자산가치보다 영업가치가 중요하다.
- ③ 헬스케어산업의 모든 밸류체인을 통틀어 밸류에이션이 가장 높다.
- ④ 헬스케어의 다른 섹터보다 베타가 낮다.

그림 1. 미국 헬스케어 지수의 상대주가 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

2. 투자전략 총 정리

1) 대형주 투자전략

헬스케어시장은 **구조적으로 시간이 지나면 과점화**가 될 수밖에 없어 대형주에 투자하는 것이 가장 기본적인 투자전략이다. 대형 업체 중에서도 Recurring Revenue 비중이 높고, 신제품 개발에 적극적이며 다각화를 위해 M&A를 활용하는 기업이 좋다.

유망한 세부섹터로는 사망률 1위로 시장규모가 크고 생명에 직접적인 연관이 있어 기술적 심리적 진입장벽이 높은 심혈관 질환, Recurring revenue 비중이 높은 체외진단(감염성질환 검사)과 임플란트(치아, 관절, 척추 등) 시장이 되겠다.

대형주 Top-picks으로는 MDT와 ABT를 제시한다. 관심종목은 EW와 BAX다.

2) 중소형주 투자전략

좀더 **알파(초과수익)를 추구한다면 중소형주에 투자하는 방법**이 있다. 중소형주 투자는 기존 시장에서는 선도업체들의 영향력으로 시장침투가 어렵다는 점을 고려해, 혁신제품이나 새로운 시장을 창출하기 시작한 업체들을 주목하는 것이 적합하다. 다만, 신규시장에서 성공을 거두기 위해서는 다소 복잡한 과정이 필요한데, 헬스케어 시장이 규제시장이며 다양한 이해관계자가 존재하는 B2B 시장이기 때문이다.

가장 중요한 것은 대규모 임상시험을 통해 유효성을 확보해서 **보험커버리지를 넓히고 이를 통해 폭발적으로 실적 개선을 시현**하는 것이다. 유망한 세부섹터로는 가장 받은 비용이 소요되는 항암 치료, 만성질환으로 시장규모가 크고 일상생활에서 사용되어야 하기때문에 기술혁신에 개방적인 당뇨관리, 보험사와 환자의 효율적인 의료지출을 가능하게 하는 체외진단(동반진단, 조기진단, 예측진단)이 있다.

중소형주 Top-picks으로는 NVCR, EXAS, PODD을 제시한다. 관심종목은 TDOC, GH이다.

3) ETF 투자전략

ETF를 활용한 투자전략도 매력적이다. 의료기기 산업은 하나의 단일시장이 아닌 여러 개의 독립적인 세부시장으로 구성되어 있어 의료기기 산업 자체에 투자하려면 ETF가 적합하다. 상대적으로 안정적인 ETF에 투자하는 것도 좋고, ETF와 중소형주를 포트폴리오로 구성하여ETF를 통해 종목이 아닌 의료기기 산업에 투자하면서 중소형주로 알파(초과수익)를 달성하는 전략도 유효하다.

ETF Top-pick은 IHI다. 관심종목은 PTH다.

표 1. 미래에셋대우 의료기기 Top-picks

분류	Top-picks	관심종목
대형주	MDT, ABT	EW, BAX
중소형주	NVCR, EXAS, PODD	TDOC, GH
ETF	IHI	PTH

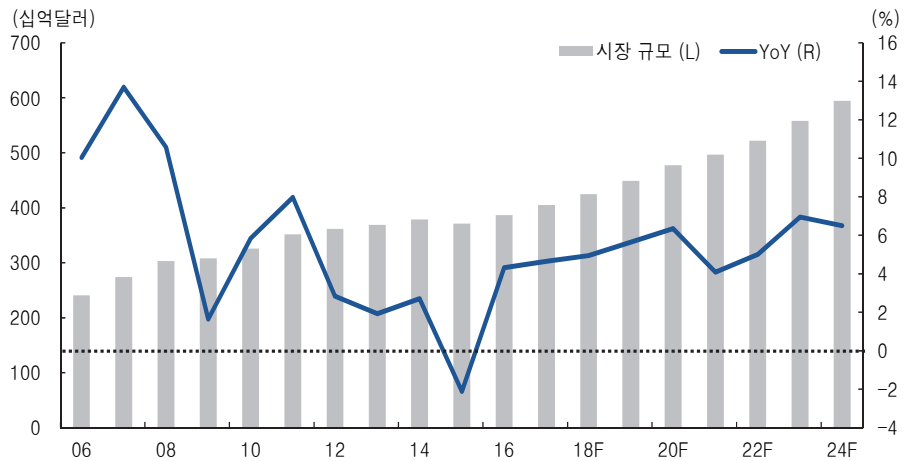
자료: 미래에셋대우 리서치센터

의료기기 산업분석

1. 산업관점에서 의료기기 섹터의 5가지 특징

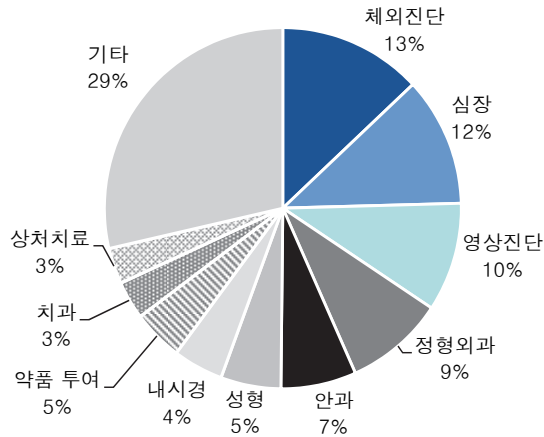
- ① **대표적인 성장섹터**이다. 전체 시장은 약 4,000억달러에 달하며 2024년까지 연평균 5.6% 성장을 지속할 것으로 기대된다. 따라서 많은 투자자들의 지속적인 관심을 받고 있다는 장점이 있다.
- ② **의료기기 산업은 접근가능시장(Addressable Market)의 개념이 중요하다.** 의료기기 시장은 하나의 단일 시장이라기 보다는 무수히 많은 독립적인 세부시장의 합으로 구성되어 있다. 예를 들어 엑스레이 시장과 임플란트 시장은 같은 의료기기 시장이지만, 매우 다른 성격의 독립적인 시장이다. 또한 세부 시장내에서도 적응증이나 기술에 따라 또 다시 시장이 세분화되기도 한다. 따라서 의료기기 시장은 단일시장보다 현실적으로 접근 가능한 시장으로 세분화하는 것이 훨씬 의미가 있다.

그림 2. 의료기기 시장 규모



자료: evaluateMedTech, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 세부시장별 의료기기 시장



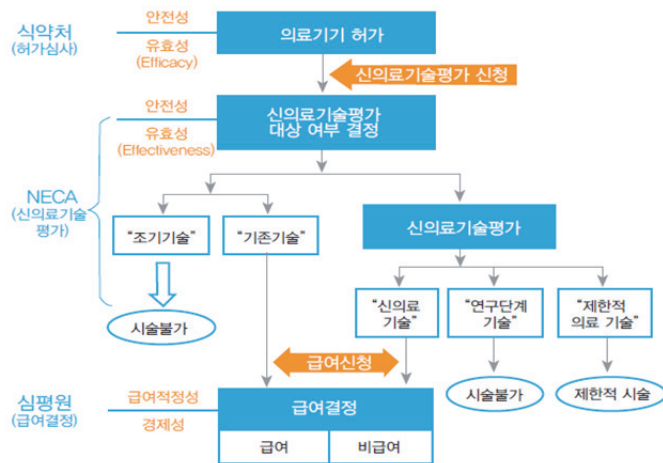
자료: evaluateMedTech, 미래에셋대우 리서치센터

③ **규제산업이다.** 인간의 생명활동이나 건강과 관련된 제품이기 때문에, 혁신제품일수록 더 높은 수준의 검증(안전성과 유효성)을 요구한다. 또한 가격적인 측면에서도 비급여 품목이 제한적이기 때문에 단가를 높게 책정하는 것이 쉽지 않다. 따라서 임상적 유효성을 충분히 증명하여 규제기관을 통한 공보험 급여혜택을 받는 것이 시장 침투에 있어 매우 중요하다.

④ **주기적으로 발생하는 매출(Recurring revenue)이 중요하다.** 의료기기는 한 번 도입하면 보통 7~10년정도 사용하여 교체 주기가 길기 때문이다. 따라서 이미 판매된 장비를 활용하여 유지보수, 소모품, 부가서비스, 렌탈&리스 등 recurring revenue를 발생시키는 것이 중요하다.

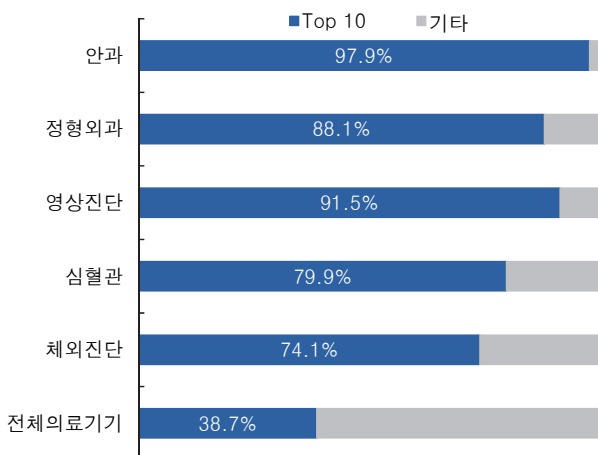
⑤ **의료기기 시장은 과점시장이다.** 제품의 스펙이 경쟁사 수준으로 유사하다고 해도, 생명과 연관이 있기 때문에 임상데이터가 많은 제품과 브랜드 가치가 높은 제품을 선호한다. 또한, B2B 비즈니스인데다가, 시장참여자(의료기관, 보험기관, 규제당국, 유통상 등)가 많아 각각의 이해관계를 충족시키는 것이 쉽지 않다. 따라서 신규업체의 경우 경쟁이 거의 없는 새로운 영역을 찾거나, 글로벌 과점기업들을 고객(기술이전, ODM/OEM, 부품 납품 등)으로 삼는 전략이 유효할 수 있다.

그림 4. 국내 의료기기 허가 프로세스



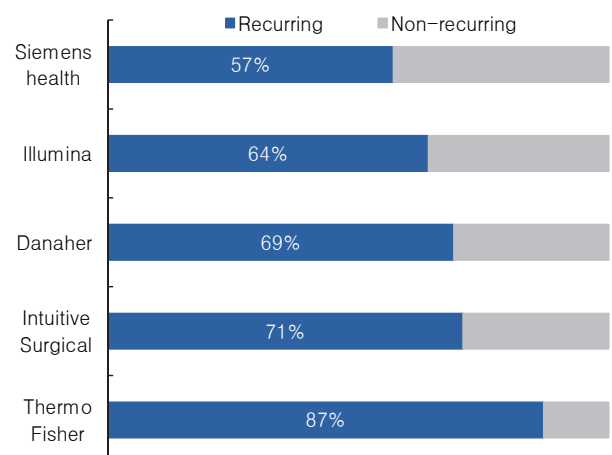
자료: 한국보건사회연구원, 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. 세부시장별 Top 10 기업의 점유율



자료: evaluateMedTech, 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. 주요 의료기기 기업별 Recurring revenue 비중

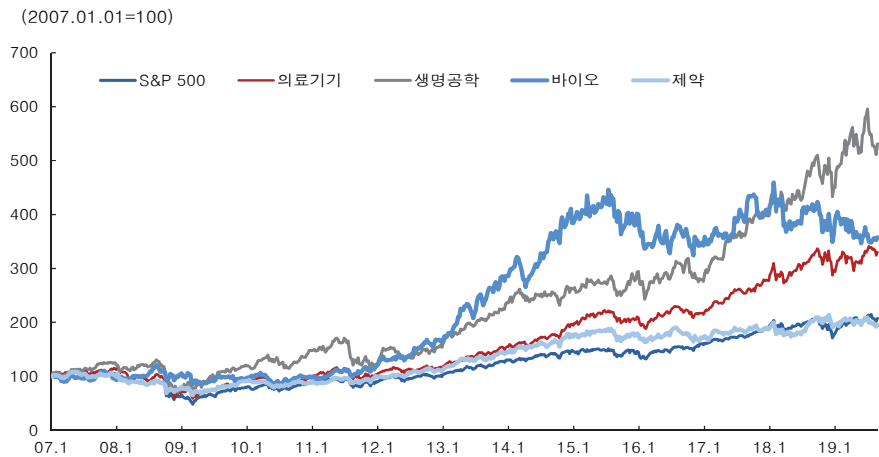


자료: 각사, 미래에셋대우 리서치센터

2. 주식관점에서 의료기기섹터의 4가지 특징

- ① **기술적 진입장벽과 복잡한 유통체계 등으로 시가총액의 양극화가 뚜렷하다.** 중위권 업체가 선두권으로 도약하는 일은 쉽지 않다. 이미 과점화된 업체의 시장점유율 확대를 기대하거나, 새로운 기술과 제품으로 새로운 시장을 개척하는 초기기업에 주목하는 전략이 유효하다.
- ② **가치평가에서 자산가치보다 영업가치가 중요하다.** 빅파마들이 원하는 파이프라인을 개발해서 기술이전하거나 파트너십을 맺는 것이 주요 비즈니스모델인 바이오기업들과는 달리 의료기기 업체들은 실제 영업을 통해 가치를 인정받는 것이 중요하다. 따라서 주가에 가장 중요한 변수는 자산가치나 밸류에이션의 높고 낮음이 아니라, 분기 실적 개선 여부이다.
- ③ **헬스케어산업의 모든 밸류체인을 통틀어 밸류에이션이 가장 높다.** 가장 큰 이유는 혁신이다. 제품 개발에 투여되는 임상기간이 짧고, 실패가능성이 상대적으로 낮아 제약 및 바이오업체보다 새로운 제품이나 영역 발굴이 더 수월한 것이 주된 원인으로 생각된다. 성장주 특성상 밸류에이션의 높고 낮음보다 혁신성과 실적모멘텀을 유지할 수 있느냐가 더 중요하다.
- ④ **헬스케어의 다른 섹터보다 베타가 낮다.** 실적에 기반한 안정적인 외형성장으로 꾸준히 시장을 Outperform하는 성장주임과 동시에 바이오섹터에 비해 변동성이 낮다. 급등이 잘 일어나지 않지만 반대로 급락도 잘 일어나지 않는다.

그림 7. 미국 헬스케어 지수의 상대주가 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 미국 S&P500 헬스케어 지수의 세부 섹터별 비중

(십억달러)

기업수	기업수	19F 매출	% of total	시가총액	% of total	19F OPM	19F P/S	19F P/E
보험사 및 PBM	6	925.4	38.7%	566.5	14.5%	6.9	0.6	13.2
Distributor	4	620.1	25.9%	69.8	1.8%	0.9	0.1	10.0
PharmTech	10	301.4	12.6%	1,286.2	32.8%	32.7	4.3	15.3
Medtech	20	207.1	8.7%	963.9	24.6%	24.8	4.7	23.8
BioTech	9	143.1	6.0%	645.1	16.5%	48.6	4.5	11.5
기타 서비스	3	100.3	4.2%	75.5	1.9%	9.6	0.8	13.1
Life science	7	60.3	2.5%	273.9	7.0%	20.7	4.5	24.9
검진센터	3	34.7	1.4%	39.0	1.0%	14.8	1.1	12.7
합계	62	2,392.3	100.0%	3,919.9	100.0%	13.2	1.6	15.7

자료: 미래에셋대우 리서치센터

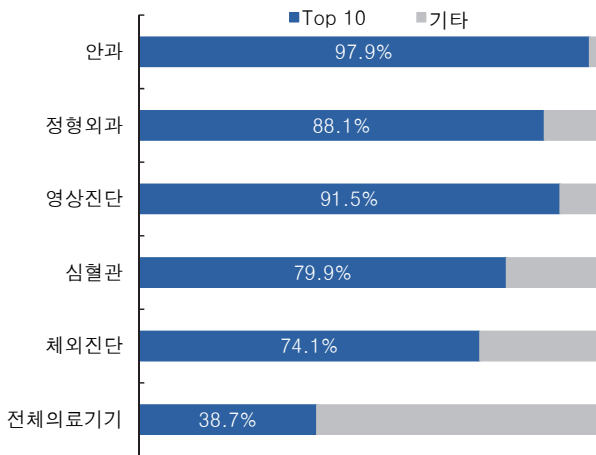
투자 전략

1. 가장 기본적인 투자법: 대형주인 선도업체 중심 투자

헬스케어시장은 구조적으로 시간이 지나면 과점화가 될 수밖에 없다. 생명과 연관이 있기 때문에 임상데이터가 많은 제품과 브랜드 가치가 높은 제품을 선호한다. 또한, B2B 비즈니스인데다가, 시장참여자(의료기관, 보험기관, 규제당국, 유통상 등)가 많아 각각의 이해관계를 충족시키는 것이 쉽지 않다. 따라서 선도업체에 집중하는 것이 가장 기본적인 투자법이다.

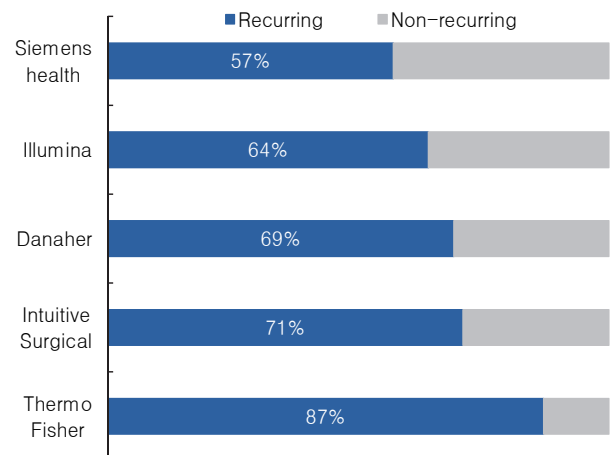
선도업체는 이미 과점화를 이루었기 때문에, 전체 매출에서 주기적인 매출(Recurring Revenue) 비중이 중요하다. 기기판매에 이어 유지보수, 소모품, 부가서비스, 렌탈&리스 등의 비즈니스모델을 구축해야 한다. 기존의 방대한 고객베이스를 바탕으로 교체수요를 유발하는 신제품 개발도 중요하다. 또한, 기존 시장에서 성장성을 높이는 것보다는 사업구조를 다각화하는 것이 중요하다. 통상적으로 외형확대를 위해 M&A가 빈번하게 활용된다.

그림 8. 전형적인 과점시장인 헬스케어 시장



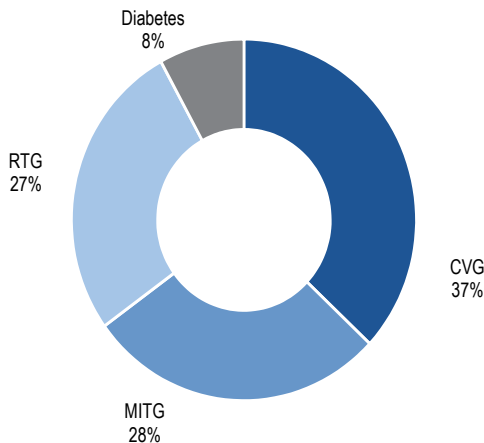
자료: EvaluateMedtech, 미래에셋대우 리서치센터

그림 9. 주요 의료기기기업의 Recurring Revenue 비중



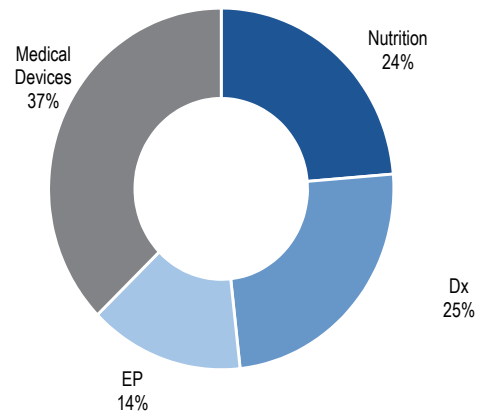
자료: 각사, 미래에셋대우 리서치센터

그림 10. Medtronic의 매출 비중



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 11. Abbott Laboratories의 매출비중



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

표 3. 체외진단 기업의 주요 M&A 현황

(백만달러)

인수기업	피인수기업	사업부문	날짜	인수가격
Perkin Elmer	Euroimmun	In Autoimmune and allergy diagnostics	Jun-17	13,000
	CisBio	In Vitro Diagnostics	Apr-19	Undisclosed
Abbott	Alere	In Vitro Diagnostics	Oct-17	5,800
Thermo Fisher	Patheon	In CDMO	Aug-17	7,200
	advanced Bioprocessing business from BD	In Bioprocessing	Sep-18	477
	Brammer Bio	In CDMO	Mar-19	1,700
	Affymetrix(AFFX)	In DNA microarray	Mar-16	1,300
	Advanced Scientifics	In Bioprocessing – single use	Feb-15	300
	Life Technologies	In Genetic testing	Feb-14	13,600
Luminex	EMD Millipore Corp	In xMAP multiplexing technology	Dec-18	75
Siemens	Fast track Diagnostics	In Infectious disease detection kits(Multiplex PCR)	Dec-17	Undisclosed
bioMerieux	BioFire Diagnostics	In Vitro Diagnostics	Jan-14	450
Danaher	Phenomenex	In Chromatography columns manufacturing	Oct-16	700
	Labcyte Corporation	In Acoustic droplet ejection	Jan-19	308
	GE Biopharma	In Bioprocessing	Feb-19	21,400
	HemoCue	In Vitro Diagnostics	Apr-13	300
Roche	Foundation Medicine	In Cancer genetic	Jun-18	2,400
	Flatiron Health	In Molecular oncology decision	Apr-18	1,900
Qiagen	N-of-One	In Molecular oncology decision	Jan-19	Undisclosed
	Formulatrix	In dPCR	Jan-19	260
Agilent	SEahorse Bioscience	In Cell analysis	Nov-15	235
	Luxcel Biosciences	In Cell analysis	Jan-18	Undisclosed
	ACEA Biosciences	In Cell analysis	Sep-18	250
	Dako	In Cancer diagnosis	Jun-12	2,200
	BioTek Instrument	In Cell analysis	Jul-19	1,170
Myriad genetics	Counsyl	In Cancer genetic	Jul-18	375
Exact Sciences	Biomatrix	In Sample preservation	Oct-18	Undisclosed
	Genomic Health	In genetic testing	Aug-19	2,800
Illumina	Pacbio	In Gene sequencing	Nov-18	1,200
	Verinata Health	In Non-invasive tests	Feb-13	450
Grifols	Hologic(Blood screening)	In Blood screening	Jan-17	1,850
	Novartis(Blood Transfusion Diagnostics)	In Blood transfusion diagnostics	Jan-14	1,675
Diasorin	Focus Diagnostics	In immunodiagnosics and MDx	May-16	300
Alere	Epocal	In Vitro Diagnostics	Feb-13	242
Panasonic	Bayer(Diabetes Care)	Diabetic care	Jan-16	1,110

자료: 미래에셋대우 리서치센터

장기 수익률이 좋은 Mega Cap 기업들의 공통적인 특징을 살펴보면 규모가 큰 기업일수록 M&A를 통해 사업다각화가 상당히 잘 되어 있다는 것이다.

유망한 세부섹터로는 사망률 1위로 시장규모가 크고 생명에 직접적인 연관이 있어 기술적 심리적 진입장벽이 높은 심혈관 질환, Recurring revenue 비중이 높은 체외진단(감염성질환 검사)과 임플란트(치아, 관절, 척추 등) 시장이 되겠다.

대형주 Top-picks으로는 MDT와 ABT를 제시한다. 관심종목은 EW와 BAX다.

표 4. 시가총액 400억달러 기업의 장기 수익률 추이

(십억달러)

티커	기업명	주요 제품	현재 시총	10년 수익률	5년 수익률	3년수익률	1년 수익률
abt us equity	애보트 레버러토리	체외진단, 심혈관	149.1	210.1%	135.5%	131.1%	28.2%
mdt us equity	메드트로닉	심혈관, 당뇨관리, 외과수술, 신경외과	144.6	343.4%	128.3%	18.2%	12.8%
tmo un equity	써모 피셔 사이언티픽	체외진단, 생명공학, CRO	111.4	596.2%	130.1%	82.8%	18.8%
dhr us equity	다나허	생명공학, 체외진단, 치과, 환경	100.1	498.5%	85.5%	78.9%	39.9%
syk us equity	스트라이커	관절 임플란트 (척추, 고관절)	81.7	499.8%	162.6%	92.0%	28.8%
bdx un equity	백톤 디킨슨	약물주입시스템, 외과수술	68.9	417.5%	207.0%	85.0%	0.5%
bsx us equity	보스턴 사이언티픽	심혈관	59.5	340.9%	259.1%	81.3%	24.3%
ew us equity	에드워즈 라이프사이언스	심혈관	45.1	1254.2%	331.8%	80.7%	53.6%
bax us equity	박스터 인터내셔널	신장투석	44.5	129.9%	9.5%	70.6%	21.2%
phg us equity	코닝클레이커 필립스	영상진단기기, 건강관련 생활소비재	42.2	184.9%	48.5%	54.5%	6.7%

주: 2019년 8월 23일 기준

자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

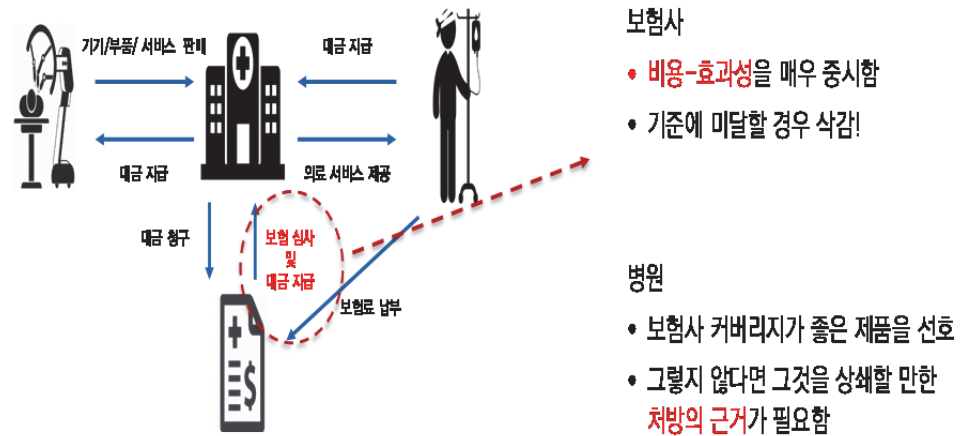
2. 알파(초과수익)를 추구한다면 중소형주 투자

중소형주 투자는 기존 시장에서는 선도업체들의 영향력으로 시장침투가 어렵다는 점을 고려해, 혁신제품이나 새로운 시장을 창출하기 시작한 업체들을 주목하는 것이 적합하다. 모든 투자자들의 로망인 텐베거(10배이상의 수익률)가 가능한 것도 이러한 중소형주 투자이다.

다만, 신규시장에서 성공을 거두기 위해서는 다소 복잡한 과정이 필요한데, 헬스케어 시장이 규제 시장이며 다양한 이해관계자가 존재하는 B2B시장이기 때문이다.

크게 5가지 전략이 존재한다. ① **먼저 기술개발 후 대규모 임상시험을 통해서 유효성을 확보**해야 한다. 임상데이터를 확보하는 것이 5가지 전략에서 가장 중요하다. 가장 큰 이유는 헬스케어 비용 지불의 가장 큰 주체인 **보험사가 비용-효과성을 기반으로 보험급여 커버의 적정성을 평가**하기 때문이다. 가격이 높다면 효과가 매우 높아야 하며, 효과가 아무리 높더라도 가격이 너무 높으면 시장성을 확보하기 힘들다. 또한, 병원에서도 환자의 처방이나 진단에 특정 제품을 활용하려면 근거를 요구한다.

그림 12. 의료기기 산업의 생태계와 데이터의 중요성



자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 5. 10 bagger 종목 리스트

(십억달러)

Ticker	종목명	소요시간	수익률	현재 시총	주요 품목
tndm us equity	탠덤 다이아비티즈 케어	2년	11233.3%	4.0	인슐린 펌프
stxs us equity	스테레오택시스		1189.1%	0.2	카테터 삽입 수술로봇
nvcr us equity	노보큐어	3년	1297.8%	9.5	웨어러블 전기장 항암 치료기기
exas us equity	이그젝트 사이언스	6년	1697.5%	15.3	대장암 조기진단기기
abmd us equity	아비오메드		906.1%	8.9	심혈관 순환보조 장치
dxcn uw equity	덱스컴	7년	1839.8%	15.9	연속혈당측정기
podd us equity	인슐렛		920.2%	9.4	인슐린 패치
beat us equity	바이오텔레미트리		2663.9%	1.4	심혈관 모니터링
axdx us equity	엑셀러레이트 다이아그노스틱		3143.7%	1.0	항생제 감수성검사
algn us equity	얼라인 테크놀로지	8년	935.5%	14.3	투명교정
ew us equity	에드워드 라이프사이언스	10년	1254.2%	45.1	심혈관 순환보조 장치
ilmn uw equity	일루미나		972.5%	42.4	NGS 장비 및 서비스
trxc us equity	트랜스인टे릭스		1441.2%	0.2	복강경 수술로봇

주: 2019년 8월 23일 기준

자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

따라서 충분히 유의미한 데이터를 확보하고, 그 데이터를 바탕으로 ② 보험수가를 받고(환자 자기 부담금 축소), ③ 치료권고안에 편입(처방 확대)되는 것이 중요하다. 이 과정을 거치면 ④ 실제로 매출이 폭발적으로 증가하면서 기업가치도 크게 상승한다. 이후 성장이 어느정도 궤도에 오르면 ⑤ 추가 파이프라인을 개발하면서 상술한 과정을 반복하며 접근가능 시장(TAM)을 넓혀간다.

그림 13. 건강보험에 등재되어 보험 커버 개시 및 확대

Dexcom G6 will be available to medicare beneficiaries with diabetes in early 2019

Oct. 18, 2018 9:22 AM ET | By: Mamta Mayani, SA News Editor

- DexCom (NASDAQ:DXCM) announces the new Dexcom G6 CGM System will be covered for Medicare beneficiaries, having met the category requirements for therapeutic CGM systems by the U.S. Centers for Medicare & Medicaid Services (CMS).
- Coverage for therapeutic CGM includes certain beneficiaries who have either Type 1 or Type 2 diabetes and intensively manage their insulin.
- The company expects to begin shipping product to Medicare customers in the first part of 2019.
- Visit the ETF Screener and select the right ETFs for your portfolio

자료: Medscape, Seekingalpha, 미래에셋대우 리서치센터

그림 14. 치료 권고안에 편입

Cologuard becoming the standard of care

Additional coverage driven by data, guidelines and quality measures

Strong data



Positive review of Cologuard

Guidelines



Quality measures



자료: Exact Sciences, 미래에셋대우 리서치센터

글로벌 의료기기 산업

글로벌 의료기기 투자전략: 10 Baggers를 찾아서

지난 5년간 수익률이 높은 종목들도 대부분 여전히 시가총액이 100억달러가 안되는 중소형주이며, 보험커버리지 확대에 의한 실적개선이 주된 원인이었다.

의료기기는 바이오기업처럼 파이프라인(후보물질, 플랫폼 기술 등)을 기술이전하거나 M&A하는 비즈니스 모델이 아니라 실제 영업을 통해 가치를 만들어 내는 경우가 많다. 따라서 영업가치에 가장 중요한 요소인 실적이 주가와 연동되는 경우가 많은 것이다. 단순히 단기 실적이 좋고 나쁘냐를 떠나서 중장기적인 실적 개선 모멘텀이 살아 있는지가 대세 상승과 대세하락을 결정짓는 핵심 변수라고 할 수 있다.

유망한 세부섹터로는 가장 받은 비용이 소요되는 항암치료, 만성질환으로 시장규모가 크고 일상생활에서 사용되어야 하기 때문에 기술혁신에 개방적인 당뇨관리, 보험사와 환자의 효율적인 의료지출을 가능하게 하는 체외진단(동반진단, 조기진단, 예측진단)이 있다.

중소형주 Top-picks으로는 NVCR, EXAS, PODD을 제시한다. 관심종목은 TDOC, GH이다.

표 6. 5년간 수익률 상위 10대 및 하위 10대 종목

(십억달러)

	주요 제품	이유	현재 시총	5년 수익률	3년수익률	1년 수익률	
nvcr us equity	노보큐어	웨어러블 전기장 항암 치료기기		9.5	1297.8%	1297.8%	145.2%
tndm us equity	탠덤 다이아버티즈	인슐린 펌프		4.0	1086.5%	1744.6%	75.1%
exas us equity	이그젝트 사이언시스	대장암 조기진단 키트		15.3	810.1%	599.7%	73.4%
abmd us equity	아비오메드	심혈관 순환보조 장치		8.9	780.7%	70.2%	-48.1%
beat us equity	바이오텔러미트리	심혈관 모니터링		1.4	660.6%	142.8%	-30.2%
gh us equity	가던트 헬스	액체생검 기반 동반진단 키트		9.5	438.2%	438.2%	93.3%
tdoc us equity	텔라닥 헬스	원격의료		4.3	423.5%	423.5%	-21.1%
dxcm us equity	덱스컴	연속혈당측정기		15.9	377.9%	105.8%	22.6%
podd us equity	인슐렛	인슐린 패치		9.4	377.4%	276.8%	65.1%
vcyt us equity	베라사이트	바이오마커기반 치료의사결정 지원		1.2	358.2%	737.8%	108.1%
shl gr equity	지멘스 헬스니어	영상진단 기기 및 체외진단 기기		35.7	-5.8%	-5.8%	-5.8%
vrex us equity	바렉스 이미징	엑스레이 디텍터 및 튜브		1.0	-7.1%	-7.1%	-11.6%
trxc us equity	트랜스인테릭스	복강경 수술로봇		0.2	-16.1%	16.9%	-80.2%
7751 jp equity	캐논	영상진단 기기		3,663.2	-19.4%	-4.0%	-21.5%
mygn us equity	미리아드 제네틱스	유전성암 예측진단 키트		1.7	-35.9%	16.2%	-53.3%
4902 jp equity	코니카 미놀타	영상진단기기		378.5	-39.5%	-13.8%	-31.2%
hair us equity	Restoration Robotics	자동 모발이식 로봇		0.0	-59.2%	-59.2%	-59.2%
aray us equity	애규레이	방사선 항암치료기		0.2	-62.0%	-44.2%	-31.5%
ge us equity	GE	영상진단기기		71.5	-72.8%	-74.5%	-32.1%
fit us equity	핏빗	웨어러블 활동량 측정기		0.8	-75.5%	-75.5%	-48.3%

주: 2019년 8월 23일 기준

자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

3. ETF를 활용한 투자도 매력적

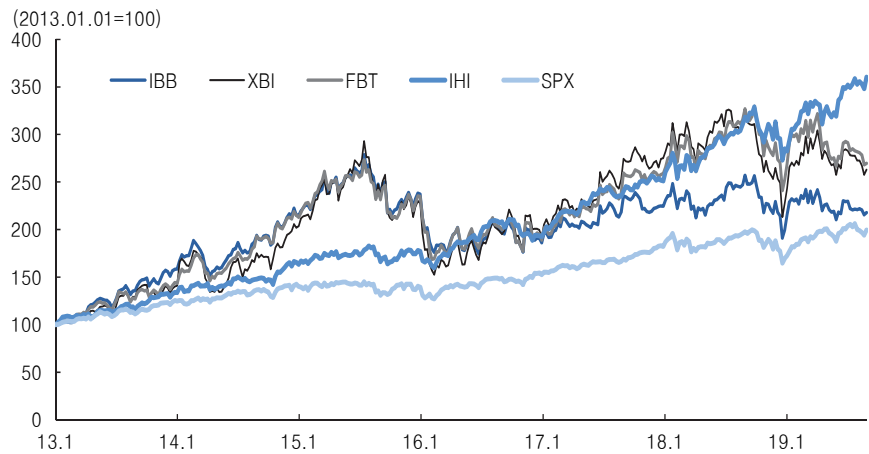
의료기기 산업은 하나의 단일시장이 아닌 여러 개의 독립적인 세부시장으로 구성되어 있다. 시장 선도 기업은 각각의 세부영역에서 자신들의 영역을 구축하고 있는 것이다. 종목에 투자하는 것이 산업자체에 투자한다고 보기에는 무리가 있다. 따라서 산업에 투자하고 싶다면 ETF도 매력적인 방법이다.

특히 각 세부영역의 선도기업 중심으로 구성된 의료기기 특화 ETF는 베타가 낮다. 자산가치보다는 영업가치로 밸류에이션이 이루어지고, 시장의 과점화가 이루어진 만큼 안정적인 실적이 가능하기 때문이다.

상대적으로 안정적인 ETF에 투자하는 것도 좋고, ETF와 중소형주를 포트폴리오로 구성하여ETF를 통해 종목이 아닌 의료기기 산업에 투자하면서 중소형주로 알파(초과수익)를 달성하는 전략도 유효하다.

ETF Top-pick은 IHI다. 관심종목은 PTH다.

그림 15. 헬스케어 관련 ETF 수익률



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

글로벌 의료기기 산업

글로벌 의료기기 투자전략: 10 Baggers를 찾아서

표 7. 헬스케어 관련 ETF 리스트

Ticker	한국 이름	의료기기	의료서비스	바이오	제약	기타	수익률(1개월)	수익률(3개월)	수익률(6개월)	수익률(YTD)
ihl us equity	아이셰어즈 U.S. 메디컬 디바	96%	0%	1%	2%	1.9%	1.8	10.4	11.0	23.0
xhe us equity	SPDR S&P Health Care Equipme	93%	0%	0%	5%	2.5%	-2.1	2.6	1.6	14.0
pth us equity	인베스코 DWA 헬스케어 모멘텀	52%	9%	19%	15%	4.8%	-1.1	10.6	8.1	23.1
iehs us equity	iShares Evolved US Healthcar	47%	27%	3%	13%	9.5%	-1.1	7.0	3.1	12.4
htec us equity	ROBO Global R Healthcare Tec	47%	11%	19%	5%	18.2%	0.3	-	-	-
slim us equity	The Obesity ETF	41%	12%	6%	36%	4.2%	-2.0	-0.4	-2.9	3.7
Ingr us equity	Global X Longevity Thematic	37%	8%	26%	19%	9.8%	0.5	3.8	1.4	12.9
ryh us equity	Invesco S&P 500 Equal Weight	33%	18%	16%	25%	7.6%	-2.4	2.3	0.9	11.8
fxh us equity	퍼스트 트러스트 헬스케어 알	29%	22%	21%	20%	7.9%	-1.2	3.7	1.6	11.2
psch us equity	인베스코 S&P 스몰캡 헬스 케	28%	17%	19%	21%	14.8%	1.3	1.3	-2.9	9.1
fhlc us equity	피델리티 MSCI 헬스 케어 인덱	29%	14%	16%	37%	3.9%	-0.9	3.1	1.0	7.6
jhmh us equity	John Hancock Multi-Factor He	29%	19%	15%	32%	4.5%	-1.4	1.8	-0.7	7.1
iyh us equity	아이셰어즈 U.S. 헬스케어 ETF	30%	15%	16%	38%	2.0%	-0.7	3.3	0.8	6.9
xlv us equity	헬스케어 섹터 섹터 SPDR 펀드	29%	15%	14%	40%	2.8%	-1.1	2.8	0.4	5.7
vht us equity	뱅가드 헬스 케어 ETF	28%	14%	16%	38%	4.1%	-1.0	2.8	0.3	6.9
ixj us equity	아이셰어즈 글로벌 헬스케어 ET	24%	12%	11%	51%	2.8%	0.1	3.3	2.2	8.1
pbe us equity	인베스코 다이내믹 바이오 테크	15%	3%	68%	12%	1.8%	0.9	5.0	1.9	11.8
btcc us equity	Principal Healthcare Innovat	13%	8%	52%	26%	0.6%	-0.5	2.5	1.4	21.4
kmed us equity	KraneShares Emerging Markets	10%	29%	6%	46%	9.3%	-5.7	-8.2	-10.0	-4.5
kure us equity	Kraneshares MSCI All China H	7%	13%	7%	64%	8.8%	-3.4	-5.5	-1.5	13.5
chih us equity	Global X MSCI China Health C	7%	18%	7%	57%	9.9%	-2.9	-7.6	-5.7	10.8
xhs us equity	SPDR S&P 헬스 케어 서비스 ET	7%	65%	2%	15%	10.7%	-1.6	3.0	-4.1	7.5
fbt us equity	퍼스트 트러스트 NYSE 아르카	6%	7%	70%	17%	0.0%	-0.8	0.9	-5.7	8.8
pjp us equity	인베스코 다이내믹 파마슈티컬	6%	0%	32%	62%	0.1%	-2.0	-8.5	-13.3	-8.1
ieih us equity	iShares Evolved US Innovativ	6%	1%	40%	52%	1.9%	0.1	0.8	-2.1	5.7
chna us equity	Loncar China Biopharma ETF	5%	17%	28%	47%	3.2%	-4.6	-4.7	-2.1	11.5
xbi us equity	SPDR S&P 바이오 테크 ETF	5%	2%	68%	23%	2.3%	-2.1	0.1	-0.5	17.1
ftxh us equity	First Trust Nasdaq Pharmaceu	4%	5%	12%	79%	0.1%	-0.8	-2.0	-1.4	6.9
bbh us equity	반에크 벡터스 바이오 테크 ETF	4%	8%	73%	15%	0.0%	0.4	4.0	-0.6	13.3
ibb us equity	아이셰어즈 나스닥 바이오 테크놀	3%	1%	77%	18%	0.2%	-0.0	0.5	-3.6	9.4
idna us equity	iShares Genomics Immunology	1%	3%	63%	32%	0.1%	0.6	-	-	-
pph us equity	반에크 벡터스 파마슈티컬 ETF	1%	3%	0%	96%	0.0%	-0.7	-2.2	-4.4	4.4
xph us equity	SPDR S&P 파마슈티컬스 ETF	1%	4%	9%	86%	0.2%	-3.8	-8.6	-9.5	1.2
ihe us equity	아이셰어즈 US 파마슈티컬스 ETF	0%	4%	3%	93%	0.3%	-2.6	-4.1	-3.5	1.7
sbio us equity	ALPS 메디칼 브레이크스루스 ETF	0%	0%	67%	33%	0.1%	-2.2	4.2	6.6	25.6
old us equity	The Long-Term Care ETF	0%	30%	0%	0%	70.4%	2.9	10.6	8.9	21.1
mj us equity	ETFMG Alternative Harvest ET	0%	0%	5%	56%	44.4%	-3.1	-16.8	-17.0	14.5
ihf us equity	아이셰어즈 U.S. 헬스케어 프로바	0%	80%	2%	14%	3.8%	-3.1	5.4	-2.2	6.5
cncr us equity	론카 캔서 이뮤노세러피 ETF	0%	0%	83%	17%	0.1%	-4.1	-1.9	-6.6	7.0
bbp us equity	Virtus LifeSci Biotech Produ	0%	0%	70%	21%	79.0%	-3.2	-5.5	-5.9	10.3
bbc us equity	버투스 라이프 사이언스 바이오	0%	0%	64%	35%	1.1%	-5.3	-4.3	3.9	16.1

주: 2019년 8월 23일 기준

자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

꼭 알아야하는 미국 건강보험 시장의 이슈

건강보험사는 미국 헬스케어 시장에 영향력이 가장 큰 주요 이해관계자 중 하나이다. **헬스케어 시장은 건강보험을 중심으로 한 거대한 계약시스템**이라고 할 수 있다. 보험 커버리지는 헬스케어 제품이나 서비스의 시장 침투에 상당한 영향을 끼친다. 환자 입장에서는 본인부담금(Co-pay)가 낮아지는 효과가 있기 때문에 선호할 수 밖에 없고, 병원은 보험사의 계약 내용에 따라 처방이 가능하기 때문이다.

헬스케어산업에 투자하기 위해서 건강보험시장의 트렌드를 이해하는 것은 상당히 중요하다. 최근 미국 건강보험 시장을 살펴 보면 **M&A가 굉장히 빈번하게 일어나는 것을** 확인할 수 있다. 가장 큰 이유는 저성장과 저마진 기조에 빠지고 있기 때문이다.

표. 8번을 살펴보면 미국 S&P 헬스케어 지수에서 보험사의 매출비중은 38.7%로 제약/바이오/의료기기 기업들을 모두 합친것보다 높다. 그런데 시가총액 비중은 14.5%로 툭 떨어진다. 가장 큰 이유는 혁신의 부재로 성장성에 대한 평가가 박하고(PSR 0.6x vs. 제약/바이오/의료기기 4.3~4.7x), 마진도 6.9%로 상당히 낮기 때문이다.

그림 16. 미국 건강보험사와 PBM의 M&A 추이



자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 8. 미국 S&P500 헬스케어 지수의 세부 섹터별 비중

(십억달러)

기업수	기업수	19F 매출	% of total	시가총액	% of total	19F OPM	19F P/S	19F P/E
보험사 및 PBM	6	925.4	38.7%	566.5	14.5%	6.9	0.6	13.2
Distributor	4	620.1	25.9%	69.8	1.8%	0.9	0.1	10.0
PharmTech	10	301.4	12.6%	1,286.2	32.8%	32.7	4.3	15.3
Medtech	20	207.1	8.7%	963.9	24.6%	24.8	4.7	23.8
BioTech	9	143.1	6.0%	645.1	16.5%	48.6	4.5	11.5
기타 서비스	3	100.3	4.2%	75.5	1.9%	9.6	0.8	13.1
Life science	7	60.3	2.5%	273.9	7.0%	20.7	4.5	24.9
검진센터	3	34.7	1.4%	39.0	1.0%	14.8	1.1	12.7
합계	62	2,392.3	100.0%	3,919.9	100.0%	13.2	1.6	15.7

주: 2019년 8월 23일 기준

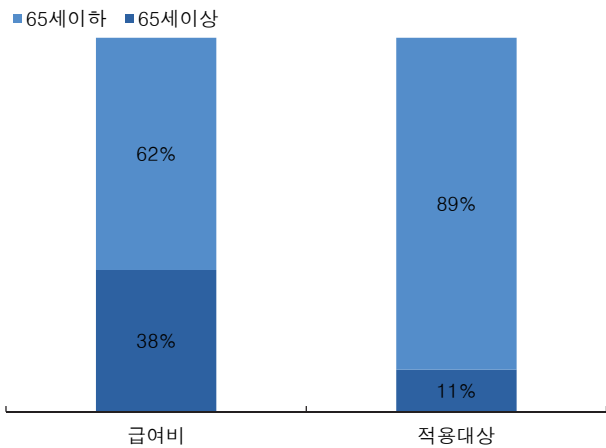
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

가장 큰 이유는 **고령화와 첨단 의약품 개발에 인한 손해를 증가**이다. 보험사의 가장 중요한 비즈니스 모델은 손해를 관리다. 그런데 고령화가 진행될수록 손해율이 악화될 수 밖에 없다. 또한, 각종 첨단 의약품이나 의료기기들이 등장하는데 이들의 가격이 상당히 높아지고 있다. 노바티스의 유전 자치료제인 Zolgensam는 1회처방에 25억원 정도가 소요된다고 한다.

이로 인해 미국 건강보험사들은 손해를 개선시키기 위해 총력을 다하고 있다. 이과정에서 자연스럽게 보험수가 조정이 이루어지고 있고, **보험수가가 삭감되거나 새로 도입되는지의 여부에 따라 업체들의 희비가 엇갈리고 있다.**

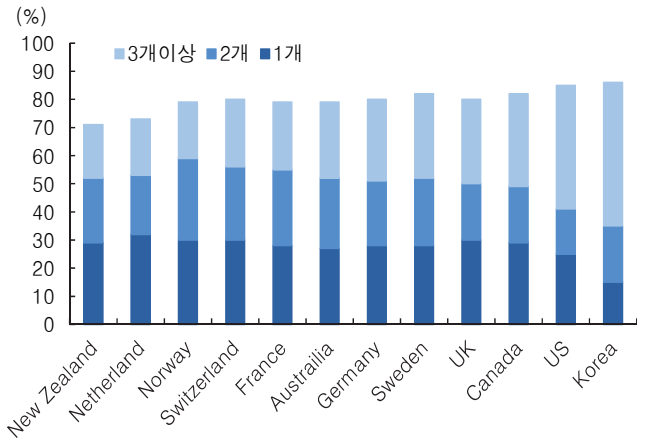
진단실험실의 보험수가를 삭감하는 PAMA라는 정책이 시행되면서 주요검진센터의 주가가 큰 폭으로 하락하였고, 혈당측정기 시장의 보험수가를 70% 삭감하면서 2018년 최대 혈당측정기 제조업체인 J&J은 사업부를 사모펀드에 매각하였다.

그림 17. 전체의 11%의 고령층이 전체 급여비용의 38% 차지



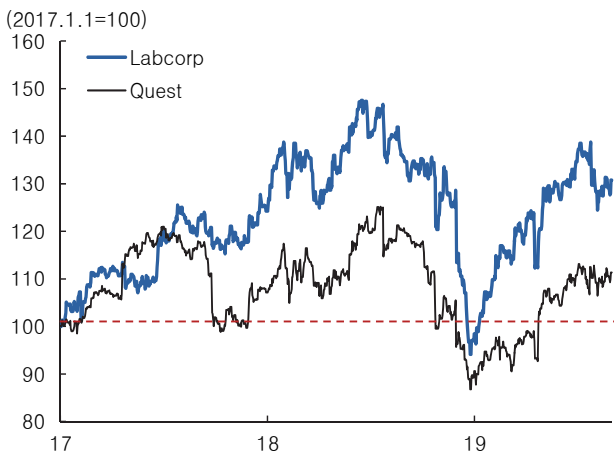
자료: 국민건강보험공단, 미래에셋대우 리서치센터

그림 18. 65세 이상의 만성질환 보유 비중, 평균 80%, 3개 이상 29%



자료: OECD, 미래에셋대우 리서치센터

그림 19. 진단 실험실의 주가 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 20. 결국 사모펀드에 혈당관리 사업부를 매각한 J&J

Business

J&J Reaches \$2.1 Billion Deal to Sell Diabetes Device Business

By Cynthia Koons
2018년 3월 16일 오후 8:56 GMT+9

SHARE THIS ARTICLE
[Share](#)
[Tweet](#)
[in Post](#)
[Email](#)

In this article
[JU](#)

Johnson & Johnson got a \$2.1 billion offer from a private-equity firm for its glucose monitor business LifeScan, the drugmaker said Friday.

The company said in January of last year that it was considering options for the diabetes device business as part of a broader effort to focus on its core health-care offerings. The deal, with Platinum Equity, is expected to close by the end of the year.

LIVE ON BLOOMBERG
[Watch Live TV >](#)
[Listen to Live Radio >](#)

Shaping the future of healthcare

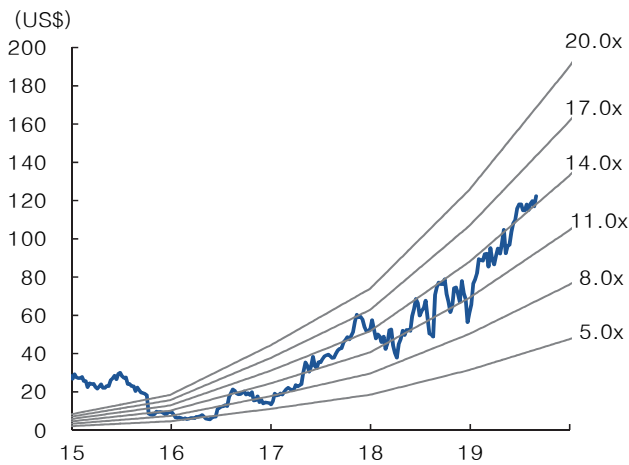
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

반대로 **총비용절감효과가 큰 기업들은 수혜**를 받고 있다. 대표적인 업체들이 조기진단과 동반진단 등 진단업체다. 조기진단은 총비용절감효과가 가장크며, 동반진단은 효율적인 보험비의 집행이 가능하기 때문이다.

지불제도에 대한 혁신도 진행되고 있는데, 행위별 수가제가 아닌 **가치기반 지불제를 도입**하여 비용절감에 대한 인센티브를 부여하는 새로운 보험정책을 펼치기도 있다.

파이프라인을 빅파마에 매각하는 것이 주요 비즈니스모델인 바이오 기업에 대한 투자와는 다르게 실제 영업가치가 중요한 의료기기 기업에 투자에서는 건강보험사의 트렌드를 반드시 파악하고 있어야 한다.

그림 21. Exact Sciences의 주가 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 22. 가치기반 지불제의 적극적인 도입 추진 중

CMS Finalizes "Pathways to Success," an Overhaul of Medicare's National ACO Program

Dec 21, 2018 | Innovation models, Medicare Parts A & B

Share

CMS Finalizes "Pathways to Success," an Overhaul of Medicare's National ACO Program

Transformation drives ACOs towards greater savings while providing new flexibilities

Today, the Centers for Medicare & Medicaid Services (CMS) issued a final rule that dramatically redesigns and sets a new direction for the Medicare Accountable Care Organizations or "ACOs." ACOs are groups of healthcare providers that take responsibility for the total cost and quality of care for their patients, and in exchange they can receive a portion of the savings they achieve. To ensure the ACO program delivers the most value, Pathways to Success is designed to advance five goals: Accountability, Competition, Engagement, Integrity, and Quality.

자료: CMS, 미래에셋대우 리서치센터

2Q19 실적 Review 및 밸류에이션

표 9. 2Q19 실적 Review (1)

분류	종목명	시가 총액 (조원)	매출		영업이익		목표주가대비 상승여력		수익률			2019 밸류에이션	
			YoY	컨센서스 대비	YoY	컨센서스 대비	Bloomberg 평균	Bloomberg 최고치	1개월	6개월	1년	P/S	P/E
Advanced Therapy	배리언 메디컬 시스템	9.7	16.5%	8.3%	-40.1%	-57.9%	34.2%	56.6%	-10.3	-20.6	-5.0	3.0	23.0
	노보큐어	9.0	41.0%	8.1%	흑전	흑전	-0.9%	30.9%	10.0	70.7	111.7	26.3	-
	엘렉타	4.8	6.3%	3.3%	28.8%	25.6%	11.0%	47.4%	-11.6	14.9	5.3	3.1	29.5
	애규레이	0.2	3.2%	0.8%	5.3%	-29.4%	145.2%	280.2%	-36.0	-45.4	-33.8	0.6	-
Circulatory System	존슨앤드존슨	338.4	-1.3%	1.3%	-2.0%	-14.4%	15.8%	31.8%	-2.9	-6.1	-5.0	4.2	14.9
	메드트로닉	144.6	1.5%	1.3%	20.1%	-26.8%	7.4%	23.4%	3.9	19.1	11.4	4.6	19.5
	벡톤 디킨슨	68.8	1.7%	-0.3%	22.3%	-45.7%	4.2%	16.1%	-1.2	2.5	-2.0	4.0	21.8
	보스턴 사이언티픽	59.7	5.7%	-0.3%	-2.0%	-44.0%	10.5%	23.7%	-0.0	6.8	21.0	5.6	27.4
	에드워즈 라이프사이언스	45.8	15.2%	4.0%	6.1%	-16.7%	-2.9%	13.6%	1.5	30.0	53.0	10.8	41.2
	박스터 인터내셔널	44.7	-0.1%	1.7%	-7.6%	-29.1%	4.6%	20.0%	1.6	17.1	18.4	4.0	25.9
	아비오메드	8.7	15.4%	-1.5%	29.9%	2.6%	22.4%	32.8%	-31.2	-42.6	-53.0	9.7	40.0
Dental	얼라인 테크놀로지	14.4	22.5%	0.4%	43.8%	18.8%	48.0%	95.6%	-11.5	-30.5	-53.5	6.0	35.1
	슈트라우만 홀딩	12.3	12.1%	-2.3%	-	-	16.6%	33.8%	-6.2	-2.2	-3.4	7.6	35.4
	덴츠플라이 시로나	11.7	-3.1%	-2.7%	흑전	-64.6%	11.9%	26.9%	-8.2	24.6	31.2	2.9	21.8
Diabetes	덱스컴	15.7	38.7%	10.5%	적지	적지	-0.7%	16.2%	10.0	23.5	19.2	11.5	195.7
	인슐렛	9.2	42.6%	8.2%	75.8%	18.5%	-8.8%	4.9%	21.2	62.4	48.7	12.9	546.6
	탠덤 다이아비티즈	4.3	173.3%	33.4%	적지	적지	12.4%	36.4%	13.9	11.8	66.4	12.0	-
DX & Life sciences	로슈 홀딩	236.2	5.8%	0.3%	-	-	8.0%	31.5%	1.6	-2.4	12.0	3.8	13.9
	애보트 래버러토리	149.9	2.7%	-0.2%	36.7%	-32.6%	9.5%	29.7%	-4.0	9.3	26.6	4.7	26.1
	써모 피셔 사이언티픽	114.4	3.9%	0.2%	59.7%	1.1%	9.1%	17.9%	0.7	10.1	19.5	4.5	23.3
	다나허	101.6	3.5%	1.4%	1.9%	-16.9%	8.1%	22.8%	-0.7	11.5	37.5	4.9	29.8
	애질런트	21.9	5.9%	2.8%	0.0%	-18.8%	15.0%	30.1%	0.8	-11.0	5.1	4.3	22.9
	시스맥스	13.3	3.1%	-3.3%	-19.1%	-18.0%	6.8%	27.2%	-14.7	0.9	-28.1	4.5	34.0
	비오메리외	9.5	-	-	-	-	1.4%	13.0%	-5.5	0.1	-3.9	3.3	30.4
	퍼킨엘머	9.2	2.7%	-1.0%	4.2%	-37.9%	16.6%	32.4%	-5.1	-11.8	-10.3	3.2	20.6
	퀴아젠	7.8	1.2%	-0.3%	12.8%	-38.8%	15.6%	34.0%	-8.7	-7.1	-6.7	5.0	24.5
	퀴렐	2.7	4.9%	-0.2%	1340.1%	-60.8%	11.2%	17.3%	12.3	0.1	-13.7	5.2	22.9
Esthetic	AXDX	1.1	6.7%	-30.1%	적지	적지	-4.5%	-1.9%	2.7	-9.4	-20.0	88.9	-
	루미넥스	0.9	4.4%	2.0%	적전	적지	32.4%	79.8%	-5.9	-19.2	-26.5	2.7	-
Imaging solution	엘러간	52.4	-0.8%	4.0%	적지	적전	15.1%	59.7%	-0.8	15.9	-16.4	3.4	9.6
	큐테라	0.4	12.3%	14.9%	흑전	흑전	4.6%	15.6%	20.4	76.8	-5.4	2.5	129.9
Imaging solution	GE	70.8	-1.1%	0.5%	적전	적전	34.4%	97.3%	-22.9	-21.9	-33.9	0.6	13.6
	코닝클레이커 필립스	42.5	2.7%	1.1%	10.7%	-37.4%	5.9%	9.5%	-0.3	18.2	3.7	2.0	22.9
	Siemens Healthineers	39.2	1.9%	0.6%	0.0%	-12.4%	9.4%	26.8%	-6.2	-0.4	-9.9	2.5	21.5
	캐논	34.5	-10.7%	-5.4%	-56.3%	-39.8%	16.3%	45.5%	-8.7	-14.1	-23.0	1.0	16.9
	히타치	32.6	-6.9%	-3.6%	-6.8%	19.9%	45.7%	64.3%	-8.9	7.9	-1.5	0.4	7.8
	테루모	22.1	5.8%	0.0%	11.9%	5.0%	19.2%	32.5%	-3.2	-9.2	2.3	3.7	27.2
	후지필름 홀딩스	21.9	-6.0%	-6.6%	-0.1%	-7.9%	28.6%	37.1%	-15.1	-9.4	-4.1	1.0	12.2
	홀로직	13.1	3.4%	2.1%	9.2%	-41.0%	7.2%	26.1%	-4.6	4.2	23.8	3.9	20.2
	텔레다인 테크놀로지스	11.3	6.8%	0.8%	18.3%	10.2%	-0.8%	5.5%	5.3	31.7	31.6	3.6	31.5
	코니카 미놀타	3.6	-6.0%	-7.1%	-96.4%	-93.4%	45.8%	101.3%	-26.5	-30.1	-33.5	0.4	10.1
바렉스 이미징	1.0	2.9%	4.6%	-37.0%	-75.9%	45.2%	65.9%	-17.8	-15.6	-15.9	1.3	25.0	

자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

표 10. 2Q19 실적 Review (2)

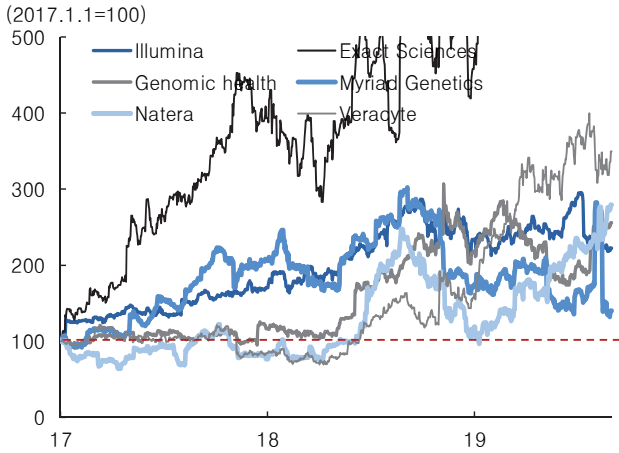
분류	종목명	시가총액	매출		영업이익		목표주가대비 상승여력		수익률			2019 밸류에이션	
			YoY	컨센서스 대비	YoY	컨센서스 대비	Bloomberg 평균	Bloomberg 최고치	1개월	6개월	1년	P/S	P/E
Sports	스트라이커	83.0	9.9%	1.3%	-8.8%	-34.1%	2.6%	12.7%	3.8	17.7	31.2	5.6	27.0
	짐머 바이오메트 홀딩스	28.4	-0.9%	0.4%	-30.8%	-61.9%	8.3%	23.0%	1.1	11.3	11.6	3.6	17.7
	스미스 & 네뷰	21.0	3.1%	0.3%	-	-	-0.6%	8.4%	6.9	24.1	33.7	4.1	23.8
NGS	일루미나	41.9	1.0%	0.4%	-9.7%	-3.4%	14.3%	26.3%	-5.0	-8.9	-19.2	11.9	47.0
	이그젝트 사이언시스	15.8	94.2%	9.8%	적지	적지	9.1%	16.9%	3.8	34.4	62.2	19.5	-
	Guardant Health	8.7	178.5%	50.0%	적지	적지	26.0%	38.2%	-3.0	41.1	-	46.8	-
	지노믹 헬스	2.8	19.4%	3.0%	118.3%	18.3%	-6.3%	-4.3%	1.7	-1.0	24.0	6.2	50.0
	나테라	2.3	17.9%	11.4%	적지	적지	-10.2%	16.1%	16.4	106.7	19.2	7.9	-
	미리아드 제네틱스	1.7	11.1%	-2.8%	적전	적전	45.7%	101.4%	-20.9	-24.8	-52.9	2.0	12.8
Surgical robot	베라사이트	1.3	32.5%	4.5%	적지	적지	25.7%	29.4%	-8.6	33.8	120.3	10.9	-
	인튜이티브 서지컬	58.6	20.9%	6.5%	29.4%	-9.5%	12.6%	25.0%	-4.4	-7.2	-8.5	13.5	42.0
	트랜스인테릭스	0.2	-43.0%	-27.6%	적지	적지	48.4%	61.3%	-31.1	-62.7	-83.7	11.2	-
	스테레오택시스	0.2	-10.0%	-	적지	적전	-	-	18.7	33.3	202.3	-	-
	타이탄 메디컬	0.1	-	-	적지	적지	146.1%	204.6%	-1.5	-50.1	-1.0	-	-
Digital Healthcare	Restoration Robotic	0.0	-46.5%	-53.2%	적지	적지	-	-	-6.9	-30.6	-72.6	1.6	-
	서너	22.0	4.6%	-0.4%	-37.0%	-48.1%	10.1%	23.2%	-6.2	23.3	5.9	3.8	25.8
	레스메드	19.9	13.0%	0.6%	-17.6%	-26.9%	-6.3%	52.1%	6.3	35.1	23.1	6.9	35.3
	가민	15.4	6.8%	2.7%	17.8%	17.5%	-5.3%	0.1%	5.6	-3.6	19.5	4.3	20.5
	텔라닥 헬스	4.1	37.8%	0.6%	적지	적지	42.8%	65.2%	-18.0	-10.7	-24.3	7.6	-
	바이오텔라미트리	1.4	10.3%	0.9%	41.3%	1.1%	101.1%	124.1%	-10.3	-46.3	-31.2	3.1	21.7
	Tabula Rasa	1.3	56.9%	8.6%	적지	적지	41.9%	71.8%	-2.8	4.6	-33.6	4.4	75.6
Ophthalmology	핏빗	0.8	4.7%	0.5%	적지	적지	62.1%	159.7%	-28.9	-48.0	-49.2	0.5	-
	노바티스	225.0	3.2%	3.9%	9.5%	-17.6%	7.2%	18.0%	-2.9	10.9	21.2	4.8	17.4
	니덱	38.9	-3.8%	-4.6%	-39.3%	-25.2%	21.0%	34.5%	-5.7	3.2	-13.9	2.5	30.2
	호야	30.8	0.6%	-3.8%	8.2%	-19.6%	-1.6%	10.4%	1.7	26.5	32.7	5.6	25.2
	쿠퍼	16.3	2.9%	-1.2%	-	-	1.2%	13.5%	-3.7	14.9	24.6	6.1	26.8
	올림푸스	15.7	0.0%	-0.8%	흑전	-4.7%	13.2%	39.2%	1.1	-0.8	9.3	2.1	24.8
	칼 자이스 메디텍	10.4	8.6%	-	-	-	-12.7%	8.8%	6.6	40.9	38.3	6.6	55.3
	니콘	5.0	-15.0%	-4.1%	-51.4%	2.9%	22.2%	51.7%	-13.0	-21.8	-38.5	0.8	12.5
검진센터	툽콘	1.3	-2.7%	-4.1%	-47.4%	-51.8%	28.2%	45.6%	-5.2	-18.0	-36.0	0.9	16.5
	프레제니우스	27.5	-1.5%	1.3%	-45.8%	1.5%	28.8%	67.5%	-0.6	-9.6	-32.7	0.7	13.3
	랩콤	16.4	0.5%	-0.3%	-9.1%	-24.3%	12.4%	25.1%	-1.6	13.2	-2.9	1.4	14.9
	퀘스트	13.8	1.8%	0.8%	0.7%	-5.8%	5.2%	18.2%	-1.3	18.3	-7.1	1.8	15.8
	다비타	7.7	-1.5%	-0.6%	5.4%	8.7%	19.0%	40.5%	-7.6	-2.4	-16.5	0.7	11.9
보험사 및 PBM	소닉 헬스케어	9.3	-	-	-	-	-4.2%	6.0%	4.5	21.3	12.5	2.0	23.7
	유나이티드헬스 그룹	218.6	8.0%	0.0%	12.8%	4.3%	29.0%	43.1%	-9.5	-4.8	-14.1	0.9	15.6
	CVS 헬스	78.2	35.2%	1.2%	흑전	-11.6%	15.9%	53.0%	6.4	4.0	-19.3	0.3	8.6
	시그나	57.6	238.1%	16.5%	84.2%	3.8%	41.3%	70.5%	-11.5	-12.6	-19.7	0.4	9.1
	앤섬	66.5	11.0%	2.1%	-3.4%	6.7%	30.8%	49.0%	-13.3	-13.6	-2.0	0.7	13.4
	WBA	45.5	-	-	-	-	15.7%	34.9%	-9.0	-29.2	-25.7	0.3	8.5
	휴마나	37.8	13.9%	1.9%	29.4%	9.5%	19.8%	34.2%	-1.8	-1.9	-15.9	0.6	15.9
센틴	19.2	29.4%	1.9%	31.5%	-10.4%	57.7%	94.3%	-13.9	-23.9	-36.8	0.3	10.5	

자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

글로벌 의료기기 산업

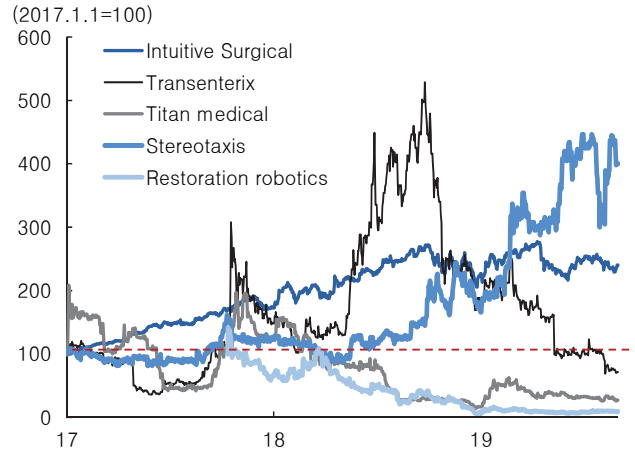
글로벌 의료기기 투자전략: 10 Baggers를 찾아서

그림 23. NGS 관련 주요 기업 주가추이



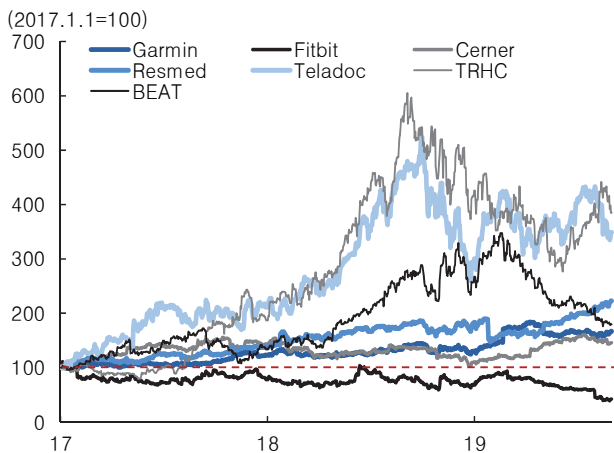
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 24. 수술로봇 관련 주요 기업 주가추이



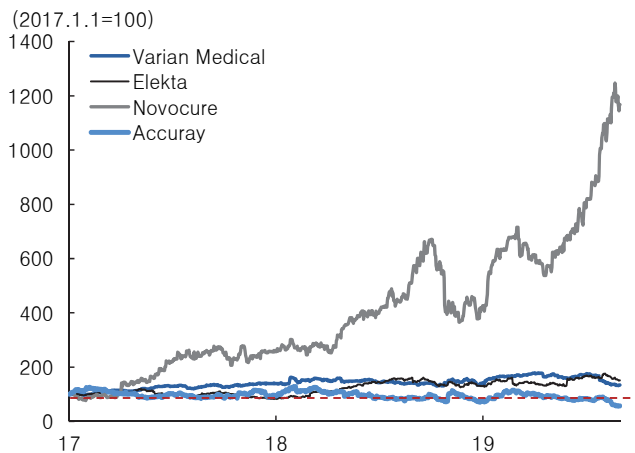
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 25. Digital Healthcare 관련 주요 기업 주가추이



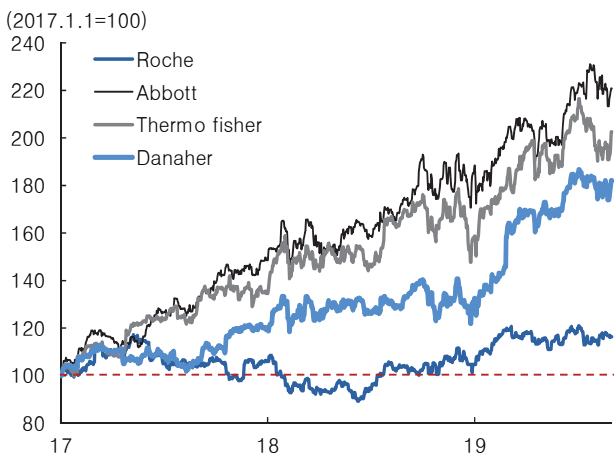
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 26. 첨단 치료 관련 주요 기업 주가추이



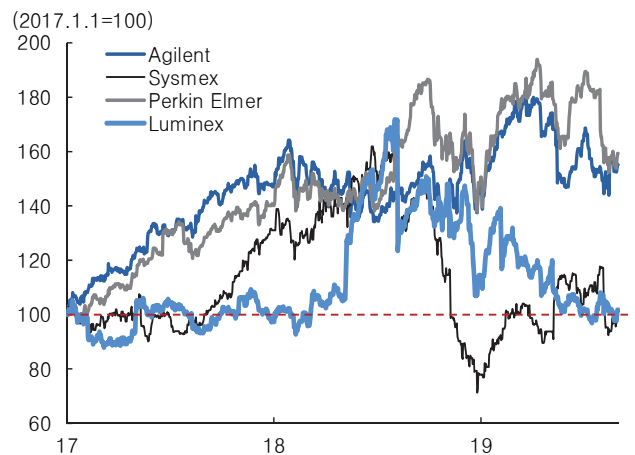
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 27. 대형 체외진단 기업 주가추이



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 28. 중소형 체외진단 기업 주가추이

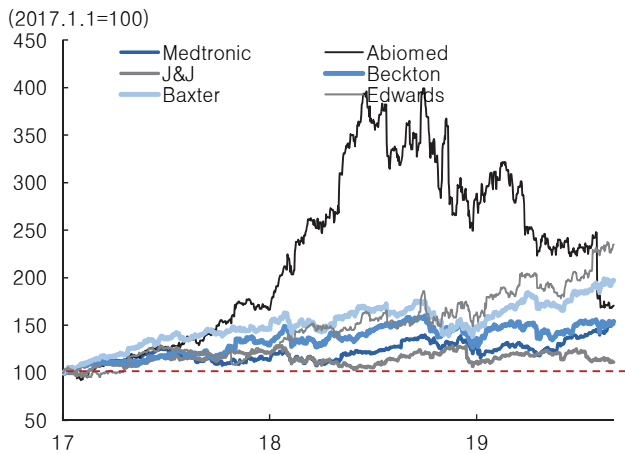


자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

글로벌 의료기기 산업

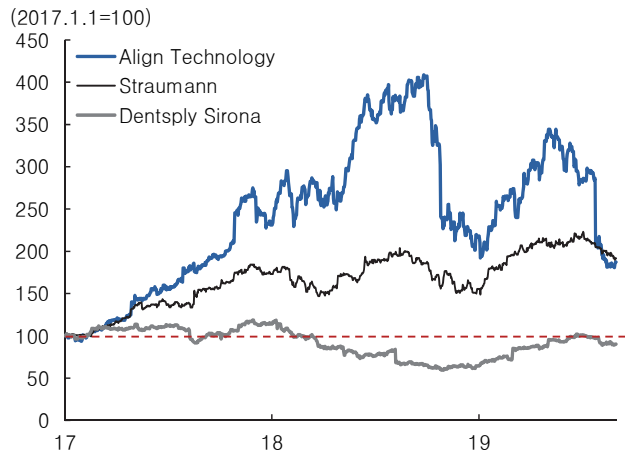
글로벌 의료기기 투자전략: 10 Baggers를 찾아서

그림 29. 심혈관 관련 주요 기업 주가추이



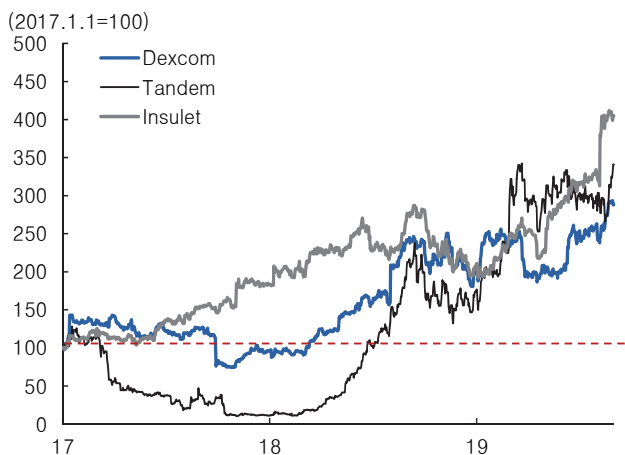
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 30. 치과 관련 주요 기업 주가추이



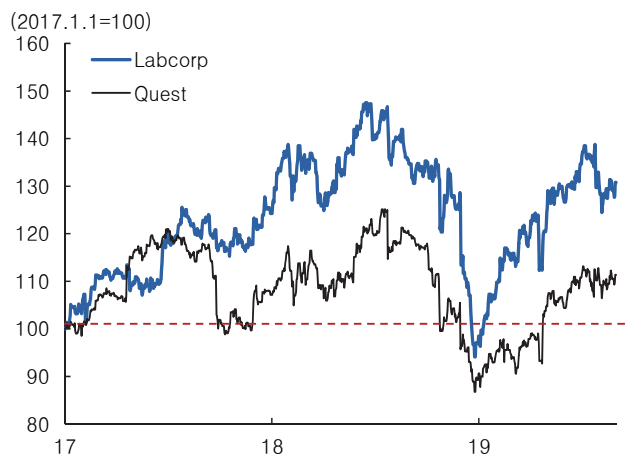
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 31. 당뇨관리 관련 주요 기업 주가추이



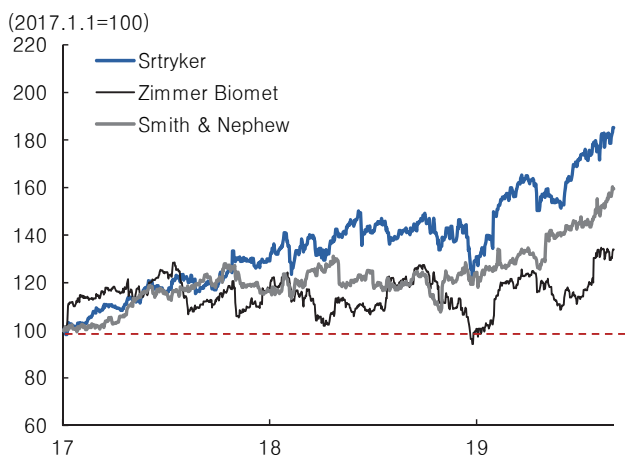
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 32. 검진센터 관련 주요 기업 주가추이



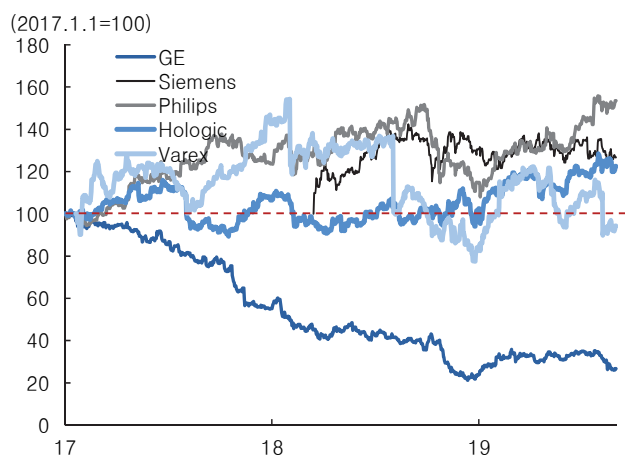
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 33. 관절 관련 주요 기업 주가추이



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 34. 영상진단 관련 주요 기업 주가추이



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

Global Company Analysis

iShares US Medical Devices ETF (IHI US) 미국 의료기기 산업에 베팅하는 ETF

- 시총 500억달러 이상의 대형주 위주의 포트폴리오 구성
- 체외진단/심혈관/관절/수술로봇 등 Recurring revenue 비중이 높거나 기술적 진입장벽이 높은 세부시장의 상위업체

Abbott Laboratories (ABT US) 3대 신제품 효과의 가속화

- 세계 2위의 체외진단 사업부의 Alinity 시리즈
- 세계 1위 연속혈당측정기인 Freestyle Libre 2.0
- 심혈관 의료기기 사업부의 MitraClip

Medtronic (MDT US) 진화를 멈추지 않는 세계 1위 의료기기 기업

- 유일하게 FDA 승인을 받은 인공체장 시스템
- TAVR(대동맥치환술) 기기의 적응증 확대
- 척추 수술로봇 및 복강경 수술로봇 런칭 예정

Novocure (NVCR US) 암치료는 항암제만 있는 것이 아니다

- 전기장을 활용한 웨어러블 암치료기기
- 해외 매출 확대
- 치료 가능 적응증 확대

Exact Sciences (EXAS US) 암 조기진단 시장을 만든 바이오마커의 힘

- 바이오마커를 활용한 암 조기진단
- Cologuard 침투율 확대
- Genomic Health와 합병

Insulet (PODD US) 인슐린 주입기의 웨어러블화 선도 기업

- Tubless 방식의 인슐린 주입기
- 보험사 커버리지 확대 및 판매채널 확대
- 인공체장 생태계 확대

Guardant Health (GH US) 액체생검 업체들의 Role Model

- 동반진단으로 유일하게 공보험 커버를 받는 액체생검업체
- 제약사향 매출 확대
- 조기진단 및 예후진단으로 파이프라인 확대

Teladoc (TDOC US) 세계 1위 원격의료 업체

- Subscription에 기반한 안정적인 수익모델(PEPM)
- 보험사 커버리지 확대
- 해외진출 확대

iShares US Medical Devices ETF (IHI US)

미국 의료기기산업에 베팅하는 ETF

ETF 개요

- TAM: 40억달러
- 벤치마크: 다우존스 US selected Medical Equipment Index
- 설정일: 2006년 5월
- 운용사: BlackRock
- 운용보수: 0.43%

포트폴리오 구성 및 수익률

- 의료기기 산업은 하나의 단일시장이 아닌 여러 개의 독립적인 세부시장으로 구성되어 있음. 시장 선도 기업은 각각의 세부영역에서 자신들의 영역을 구축하고 있어 종목에 투자하는 것이 산업자체에 투자한다고 보기에는 무리가 있음. IHI ETF는 대형주를 중심으로 미국 의료기기산업 전체에 투자하는 효과를 기대할 수 있음.

- 포트폴리오 상위 종목은 시총 500억달러 이상의 대형주로 구성되어 있으며, 체외진단/심혈관/관절/수술로봇 등 Recurring Revenue 비중이 높거나 기술적 진입장벽이 높은 세부시장의 상위 업체로 구성되어 있음.

- 포트폴리오: 미국 대형주(84%) 중심
- 의료기기 86%, 생명공학 기기 13%, 기타 1%
- 상위 10대 종목 비중 71.4%
- 가중치: 시가총액 기준
- 단기 수익률: 3개월 13.5%, 6개월 10.0%, YTD 24.6%
- 장기 수익률: 3년 73.7%, 5년 143.2%, 7년 280.2%

[첨단의료기기/헬스케어솔루션]

김충현, CFA Choong-hyun Kim, CFA
02-3774-1740
choonghyun.kim@miraeasset.com

주요 종목 투자 포인트

Abbott Laboratories(ABT US)

- 최근 성장을 주도하는 것은 당뇨관리 사업부. 연속혈당측정기 사용자 130만명 확보. 유럽에서 혈당수치 알람기능이 보강된 신제품 출시. 가격 인상 없이 2019년 하반기 미국 출시 기대. Dexcom 방식대비 높은 가격경쟁력을 앞세워 시장침투를 가속화하고 있음. 인공췌장 전략도 스마트펜(Novo Nordisk)과 Bigfoot(인슐린 주입기)을 이용한 가성비 전략.
- 이외에 유럽에서 매출 성장세가 높은 Alinity(자동화 진단 기기)와 MitraClip(최소침습 심혈관 제품)의 미국 FDA 승인으로 고성장세 이어갈 것으로 전망.

Medtronic(MDT US)

- CVG 사업부: 차세대 TVAR이 성장동력(모든 리스크 범위의 환자에 사용가능하도록 허가받음)
- MITG: 복강경수술 도구. 최소 침습 수술의 활성화로 수혜.
- 당뇨관리: 세계에서 유일한 Hybrid Closed Loop System(Minimed 670G, TIR 70%, A1c 6.9%, Sugar IQ 알고리즘)을 보유한 인슐린 펌프 최강자로 Active user 15.7만명. 2H19 780G(2H19, TIR 80%, Bolus 자동 조정), PCL(2H20, TIR 85%, 개인화 치료요법, No Calibration) 출시 예정. 2H19 Guardian Sensor 3 출시로 2형당뇨시장까지 침투 확대.
- Restorative Therapies Group: 로봇시스템이 주요 성장동력. Mazor X(척추용 수술로봇)라는 기업을 인수하면서 기존 네비게이션 시스템(Stealth Station)과 통합하려고 함. Intuitive Surgical이 독점하고 있는 복강경수술로봇 제품 개발 진행 중. 2020년 출시 예정

Baxter Intl'(BAX US)

- 신장 투석관련 제품의 절대강자. 지속적인 혁신제품을 출시하고 있으며, 원격환자관리 플랫폼과 가정용 제품을 통해 시장을 확대하려고 하고 있음.
- Advancing American Kidney Health Initiative: 2025년까지 투석 및 장기이식을 받는 신부전 증 환자수를 80%까지 증가시키는 것이 목표. 가정투석을 위한 지원하는 과정에서 수혜 가능

Stryker(SYK US)

- 무릎 및 고관절관련 임플란트 전문 기업
- Mako라는 수술로봇을 통한 침투율이 견조함. 누적판매대수 700대(미국 600대, 해외 100대).

Insulet(PODD US)

- 직접 찔러 넣는 펜 방식과 부피가 크고 유선방식으로 사용이 불편한 펌프방식의 인슐린 주입기 시장에서 간편한 무선방식(인슐린 펜 14개 대체가능)이라는 장점을 앞세워 빠르게 성장하고 있음.
- 보험전략: Medicare Part D 50% 및 Medicaid 60% 보장 → 미국 Covered Live 1.3억명
- Omnipod DASH로 편의성 향상: 터치스크린, 클라우드 시스템, 블루투스, 스마트폰 앱
- 연속혈당측정기인 Dexcom과 협업하여 인공췌장 시스템인 Horizon 4Q19 런칭 예정

그림 35. ETF 수익률 추이

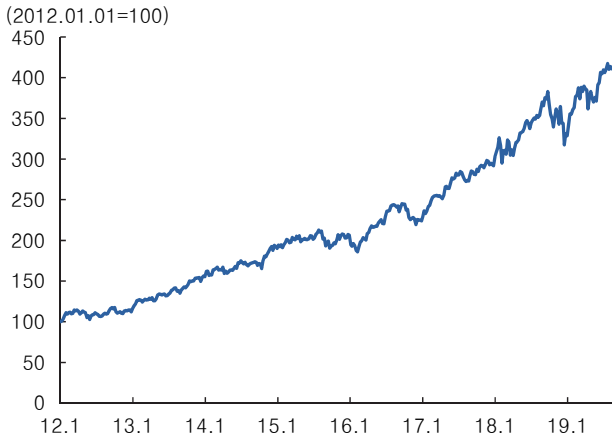
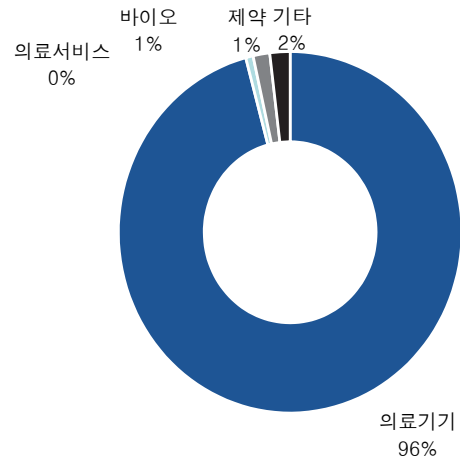


그림 36. ETF 구성 비중



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

표 11. 상위 30대 구성 종목 비중 및 수익률

(십억달러, %)

분류	비중	Ticker	영문명	시가총액	1개월 수익률	3개월수익률	1년 수익률	1년 수익률
건강관리 장비	13.6%	abt us equity	ABBOTT LABORATORIES	149.9	-4.2	12.1	9.3	26.4
건강관리 장비	13.2%	mdt us equity	MEDTRONIC PLC	144.6	4.4	17.8	19.1	11.6
생명 과학 도구	10.1%	tmo us equity	THERMO FISHER SCIENTIFIC INC	114.4	-1.1	7.9	10.1	19.2
건강관리 장비	7.0%	dhr us equity	DANAHER CORP	101.6	-0.7	8.8	11.5	36.7
건강관리 장비	5.0%	ew us equity	EDWARDS LIFESCIENCES CORP	45.8	1.8	31.6	30.0	53.0
건강관리 장비	4.7%	syk us equity	STRYKER CORP	83.0	3.0	22.3	17.7	29.5
건강관리 장비	4.5%	bax us equity	BAXTER INTERNATIONAL INC	44.7	1.8	18.5	17.1	18.3
건강관리 장비	4.5%	bdx us equity	BECTON DICKINSON AND CO	68.8	0.1	9.0	2.5	-1.7
건강관리 장비	4.4%	bsx us equity	BOSTON SCIENTIFIC CORP	59.7	1.3	12.5	6.8	20.5
건강관리 장비	4.2%	isrg us equity	INTUITIVE SURGICAL INC	58.6	-4.1	7.7	-7.2	-8.3
건강관리 장비	3.1%	zbh equity	ZIMMER BIOMET HOLDINGS INC	28.4	2.7	23.1	11.3	9.2
건강관리 장비	2.7%	idxx us equity	IDEXX LABORATORIES INC	24.9	1.5	16.9	37.1	13.7
건강관리 장비	2.2%	rmd us equity	RESMED INC	19.9	6.9	23.4	35.1	23.1
건강관리 장비	1.8%	tfx us equity	TELEFLEX INC	16.8	3.6	25.9	25.4	46.2
건강관리 장비	1.8%	dxcm us equity	DEXCOM INC	15.7	12.1	45.1	23.5	21.0
생명 과학 도구	1.6%	wat us equity	WATERS CORP	14.1	-3.8	4.8	-12.9	10.9
건강관리 장비	1.4%	holx us equity	HOLOGIC INC	13.1	-2.4	12.8	4.2	24.6
건강관리 장비	1.4%	ste us equity	STERIS PLC	13.1	3.2	16.3	28.3	34.9
건강관리 장비	1.1%	var us equity	VARIAN MEDICAL SYSTEMS INC	9.7	-10.9	-15.4	-20.6	-5.4
건강관리 장비	1.0%	podd us equity	INSULET CORP	9.2	21.9	42.3	62.4	51.8
건강관리 장비	1.0%	abmd us equity	ABIOMED INC	8.7	-30.4	-26.3	-42.6	-52.2
건강관리 장비	0.8%	masi us equity	MASIMO CORP	8.2	-2.0	12.4	17.5	30.4
건강관리 장비	0.8%	hrc us equity	HILL-ROM HOLDINGS INC	7.2	0.4	12.5	1.3	10.2
생명 과학 도구	0.7%	bio us equity	BIO-RAD LABORATORIES-A	10.1	5.1	17.1	24.5	3.9
건강관리 장비	0.5%	pen us equity	PENUMBRA INC	5.0	-19.8	5.9	8.6	7.7
생명 과학 도구	0.5%	brkr us equity	BRUKER CORP	6.7	-11.4	4.7	12.7	21.2
건강관리 장비	0.5%	iart us equity	INTEGRA LIFESCIENCES HOLDING	5.1	-5.9	26.8	8.5	0.8
건강관리 장비	0.5%	tndm us equity	TANDEM DIABETES CARE INC	4.3	17.7	12.1	11.8	79.1
건강관리 장비	0.4%	gmed us equity	GLOBUS MEDICAL INC - A	5.1	16.4	29.9	5.8	-2.5
건강관리 장비	0.4%	livn us equity	LIVANOVA PLC	3.7	3.8	7.1	-17.4	-39.0

자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

글로벌 투자 파트너 -
MIRAE ASSET
미래에셋대우

Bloomberg 최고목표주가 **USD 97.00**

현재주가 (19/08/29) **USD 84.82**

국가 **미국**

거래소 **NYSE**

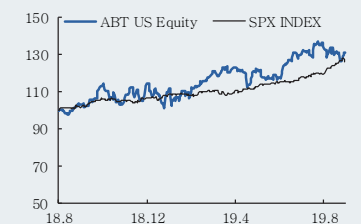
상승여력 **14.4%**

Bloomberg Rating

매수	보유	매도
83%	8%	8%

EPS 성장률 (19F,%)	53.7
P/E (19F,x)	26.1
MKT P/E (19F,x)	17.7
배당수익률 (%)	1.51
시가총액 (십억USD)	149.9
시가총액 (조원)	181.45
유동주식수 (백만주)	1,754
52주 최저가 (USD)	65.22
52주 최고가 (USD)	88.76

주가상승률 (%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-4.0	9.3	26.6
상대주가	-1.0	4.0	25.5



[첨단의료기기/헬스케어솔루션]

김충현, CFA Choong-hyun Kim, CFA
02-3774-1740
choonghyun.kim@miraesasset.com

Abbott Laboratories

(ABT US)

3대 신제품 효과의 가속화

2Q19 Review: 매출액 기준 시장 기대치 부합하는 실적 달성

- 매출액 2.7% YoY(미국 5.5% YoY, OUS 1.3% YoY), 영업이익 36.7% YoY(OPM 15.1%)

- 의료기기 사업부 6.4% YoY: Diabetes Care 28.1% YoY(Freestyle Libre 효과), Rhythm management 0.9% YoY, Electrophysiology 0.5% YoY, Heart Failure 23.3% YoY(HeartMate 3 효과), Vascular -2.7% YoY, Structural Heart 11.7% YoY(MitraClip 26.7% YoY), Neuromodulation -4.5% YoY

- 진단사업부 1.7% YoY: Core Lab 3.6% YoY(Alinity 판매 호조), MDx -12.3% YoY, POC 4.3% YoY, Rapid Kit 0.0% YoY

투자 포인트

1) 진단사업부: 동사는 Roche에 이어 체외진단업계 세계 2위 기업. 가장 강력한 모멘텀은 혈액검사 솔루션인 Alinity의 신제품 효과. 현재 유럽에서 교체 수요 중심으로 성장세가 견조하며, 미국 시장 침투가 본격화될 것으로 기대됨. 세계 1위 POC업체인 Alere 인수 이후 강화된 POC 사업도 긍정적.

2) 연속혈당측정기: 혈당보정이 필요 없고, 가장 오랜 지속시간(14일)과 FGM방식으로 가격을 낮춘 Freestyle Libre를 바탕으로 매출액 기준 CGM 글로벌 1위. 혈당수치 알람 기능을 보강하였으나 가격이 크게 오르지 않은 Libre 2.0이 4Q19 미국 런칭 예정.

3) 심혈관 의료기기: St. Jude Medical 인수하여 심혈관 관련 의료기기 포트폴리오가 강화됨. 심혈관 스텐트인 MitraClip은 COAPT 임상시험 결과 발표 이후 채택률이 증가하고 있음. MitraClip은 2차 승모판 폐쇄부전용도로 적응증이 확대되었고, G4제품의 미국 FDA 허가가 승인되었음. 실질적으로 미국지역이 매출에 기여하는 시기는 2020년경으로 예상. 좌심실 보조장치인 HeartMate3도 4Q18 미국 FDA 승인을 받고 견조한 성장세 기록 중.

Valuation

현재 밸류에이션은 12개월 FWD P/E 기준 24.2배로 Peer 대비 유사(23.9배)한 수준. 동사는 2013년 전문의약품 사업부를 Abbvie로 분사한 이후 M&A(Alere, St. Jude Medical)를 연달아 성사시키며 강력한 의료기기 사업 포트폴리오를 구축하였다. M&A 통합작업이 완료되면서, 강력한 신제품 효과에 힘입어 영업이익률 개선이 지속되고 있는 점이 매력적.

결산기 (12월)	12/16	12/17	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
매출액 (십억USD)	20.9	27.4	30.6	31.9	34.0	36.3
영업이익 (십억USD)	3.2	1.7	3.7	7.2	8.0	8.5
영업이익률 (%)	15.3	6.3	11.9	22.5	23.4	23.4
순이익 (십억USD)	1.40	0.48	2.37	3.66	4.21	5.31
EPS (USD)	0.94	0.27	1.34	2.06	2.54	2.89
ROE (%)	6.7	1.9	7.7	-	-	-
P/E (배)	54.1	36.2	40.4	26.1	23.5	21.2
P/B (배)	2.8	3.2	4.2	-	-	-

주: GAAP / Non-GAAP

자료: Abbott Laboratories, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

표 12. 분기별 실적 전망표

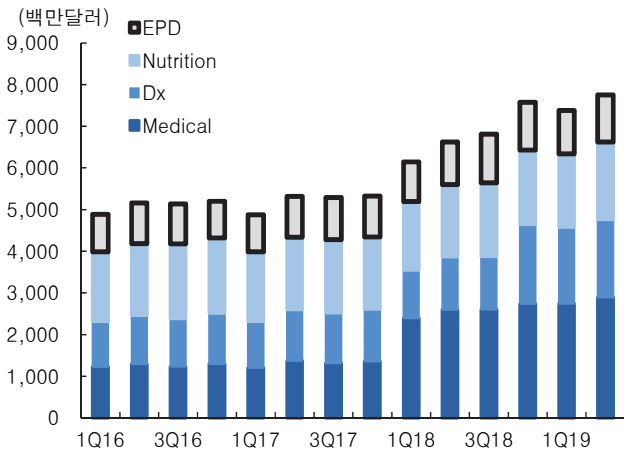
(백만달러, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F	2018	2019F	2020F
매출	7,390	7,767	7,656	7,765	7,535	7,979	8,108	8,328	30,578	31,950	34,101
Medical	2,744	2,891	2,815	2,920	2,895	3,075	3,067	3,173	11,370	12,211	13,021
Dx	1,837	1,873	1,824	1,961	1,841	1,905	1,974	2,039	7,495	7,759	8,282
EPD	1,756	1,858	1,838	1,777	1,792	1,875	1,909	1,951	7,229	7,527	8,028
Nutrition	1,044	1,129	1,159	1,090	992	1,108	1,158	1,166	4,422	4,423	4,770
영업이익	608	882	995	1,165	739	1,206	1,863	2,086	3,650	5,894	7,986
순이익	418	733	563	654	672	1,006	938	1,130	2,368	3,746	4,107
매출 성장률 (%)	16.7	17.0	12.1	2.3	2.0	2.7	5.9	7.3	11.6	4.5	6.7
영업이익률 (%)	8.2	11.4	13.0	15.0	9.8	15.1	23.0	25.0	11.9	18.4	23.4
순이익률 (%)	5.7	9.4	7.4	8.4	8.9	12.6	11.6	13.6	7.7	11.7	12.0

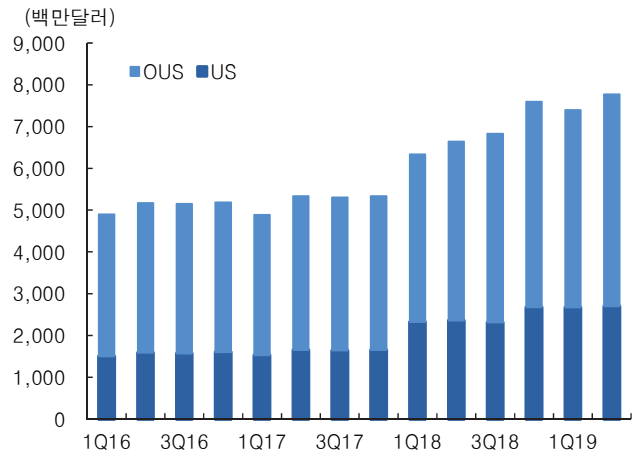
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 37. 분기별 매출 성장률 추이(품목별)

그림 38. 분기별 매출 성장률 추이(지역별)



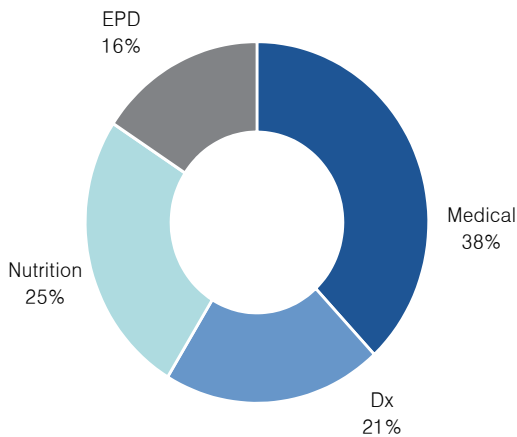
자료: ABT, 미래에셋대우 리서치센터



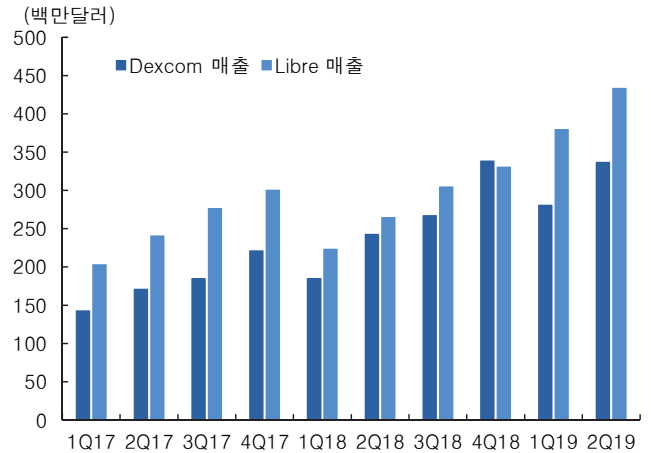
자료: ABT, 미래에셋대우 리서치센터

그림 19. 매출 비중(2018년 기준)

그림 20. 연속혈당측정기 매출 추이: Dexcom vs. Abbott Laboratories



자료: ABT, 미래에셋대우 리서치센터



자료: ABT, 미래에셋대우 리서치센터

Bloomberg 최고목표주가 **USD 133.00**

현재주가 (19/08/29) **USD 107.80**

국가 **미국**

거래소 **NYSE**

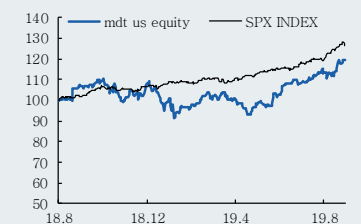
상승여력 **23.4%**

Bloomberg Rating

매수	보유	매도
67%	33%	0%

EPS 성장률 (20F,x)	15.0
P/E (20F,x)	19.5
MKT P/E (20F,x)	17.7
배당수익률 (%)	2.00
시가총액 (십억USD)	144.6
시가총액 (조원)	174.81
유동주식수 (백만주)	1,338.9
52주 최저가 (USD)	81.66
52주 최고가 (USD)	109.70

주가상승률 (%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	3.9	19.1	11.4
상대주가	7.1	13.4	10.5



[첨단의료기기/헬스케어솔루션]

김충현, CFA Choong-hyun Kim, CFA
 02-3774-1740
 choonghyun.kim@miraesasset.com

Medtronic

(MDT US)

진화를 멈추지 않는 세계 1위 의료기기 기업

2Q19 Review: 매출액 기준 시장 기대치 부합하는 실적 달성

- 매출액 1.5% YoY(US 1.4% YoY, OUS 1.6% YoY), OP 69.1% YoY(OPM 27.9%)
- CVG -0.7% YoY: CRHF -3.1% YoY, CSH 2.6% YoY, APV -0.2% YoY
- MITG 2.3% YoY: SI 1.4% YoY, RGR 4.3% YoY
- Diabetes 3.5% YoY
- RTG 3.2% YoY: BT 13.5 % YoY, Spine 9.8% YoY, ST -16.1% YoY, PT -7% YoY

투자 포인트

1) 유일한 인공췌장 시스템: 세계에서 유일한 인공췌장 시스템(Minimed 670G, TIR 70%, A1c 6.9%, Sugar IQ 알고리즘)을 보유한 시장 점유율 78%의 인슐린 주입기 최강자. 기능이 업그레이드 된 인슐린 펌프 신제품이 하반기부터 차례로 출시 예정. 780G(2H19, TIR 80%, Bolus 자동 조정), PCL(2H20, TIR 85%, 개인화 치료요법, No Calibration). 저가형 CGM 출시로 2형 당뇨시장까지 시장 확대 진행 중

2) TAVR의 적응증 확대: 2019년 8월 대동맥치환술(TAVR) 저위험 환자에게도 사용가능할 수 있도록 FDA 허가 획득. 보험 커버리지도 확대 예정으로 미국 내 200개의 TAVR 센터에 영향을 미칠 것으로 전망됨. 경쟁자가 많지 않아 경쟁강도가 크지 않다는 것도 장점.

3) 척추 수술로봇 및 복강경 수술로봇 런칭: 척추수술 및 네비게이션 로봇인 Mazor X 및 Stealth station의 성장세가 견조함. 또한 2019년 9월 공개할 예정인 복강경 수술로봇에 대한 기대감도 높은 상황.

Valuation

현재 밸류에이션은 12개월 FWD P/E 기준 18.5배로 Peer 대비(25.4배) 저평가되고 있음. 동사는 2014년 Covidien을 인수한 이후 세계 의료기기 1위 기업으로 성장함. 복강경 및 척추 및 신경외과 관련 수술 분야와 심혈관 분야, 당뇨관리분야로 사업다각화가 잘 되어 있음. 각 사업부문별로 신제품이 지속적으로 출시될 예정이며 신제품 효과로 인해 영업이익률도 지속적으로 상승할 것으로 기대됨.

결산기 (4월)	4/17	4/18	4/19	4/20F	4/21F	4/22F
매출액 (십억USD)	29.7	30.0	30.6	31.5	33.0	34.7
영업이익 (십억USD)	5.4	6.6	6.3	9.3	9.9	10.5
영업이익률 (%)	18.1	22.2	20.5	29.5	29.9	30.3
순이익 (십억USD)	4.03	3.10	4.63	5.45	6.12	7.18
EPS (USD)	2.92	2.29	3.44	3.96	4.78	5.35
ROE (%)	7.9	6.2	9.2	14.7	14.3	12.9
P/E (배)	23.6	22.1	21.1	19.5	18.1	16.5
P/B (배)	2.3	2.2	2.3	2.8	2.6	2.5

주: GAAP / Non-GAAP

자료: Medtronic, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

표 13. 분기별 실적 전망표

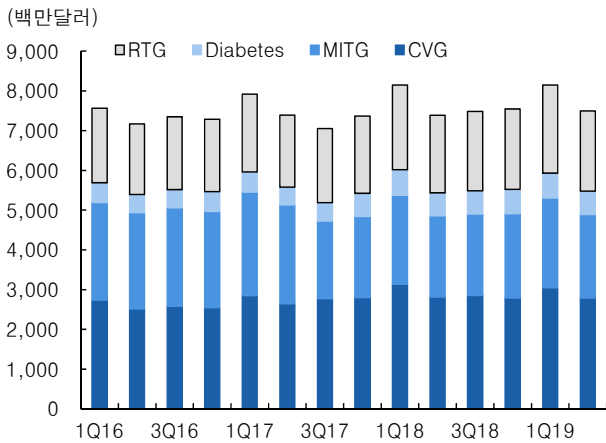
(백만달러, %)

	FY 1Q19	FY 2Q19	FY 3Q19	FY 4Q19	FY 1Q20	FY 2Q20	FY 3Q20	FY 4Q20	FY 2019	FY 2020F	FY 2021F
매출	7,384	7,481	7,546	8,146	7,493	7,665	7,820	8,519	30,557	31,497	32,790
CVG	2,811	2,858	2,786	3,050	2,790	2,891	2,966	3,219	11,505	11,866	12,346
MITG	2,052	2,047	2,124	2,255	2,100	2,176	2,174	2,370	8,478	8,820	9,143
Diabetes	572	583	610	626	592	576	600	665	2,391	2,434	2,551
RTG	1,949	1,993	2,026	2,215	2,012	2,021	2,078	2,266	8,183	8,378	8,749
영업이익	1,236	1,544	1,542	1,946	2,090	2,152	2,302	2,702	6,268	9,246	9,803
순이익	1,075	1,115	1,269	1,172	864	1,195	1,340	1,643	4,631	5,043	6,303
매출 성장률 (%)	-0.1	6.1	2.4	0.0	1.5	2.5	3.6	4.6	2.0	3.1	4.1
영업이익률 (%)	16.7	20.6	20.4	23.9	27.9	28.1	29.4	31.7	20.5	29.4	29.9
순이익률 (%)	14.6	14.9	16.8	14.4	11.5	15.6	17.1	19.3	15.2	16.0	19.2

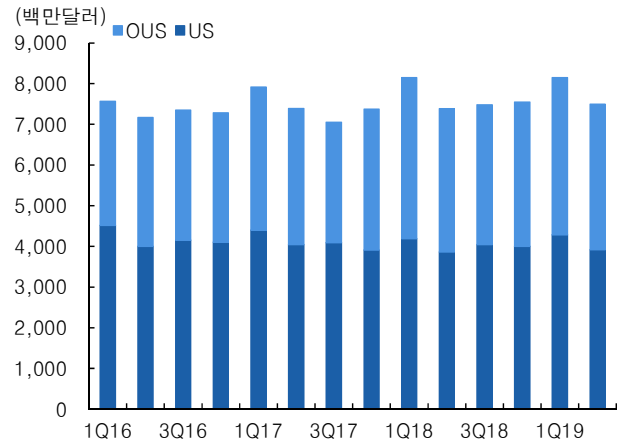
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 41. 분기별 매출 추이(품목별)

그림 42. 분기별 매출추이(지역별)



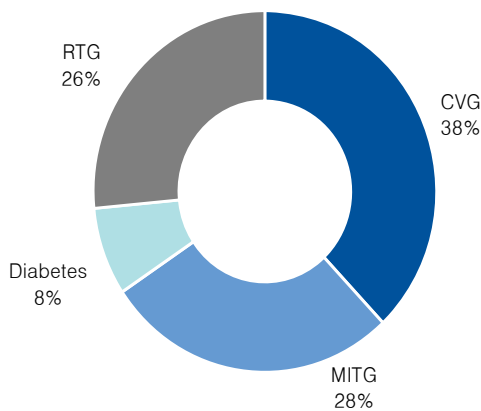
자료: MDT, 미래에셋대우 리서치센터



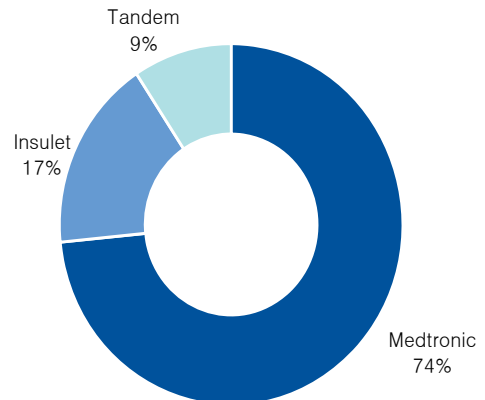
자료: MDT, 미래에셋대우 리서치센터

그림 43. 매출 비중(FY 2019)

그림 44. 인슐린 주입기 미국시장 점유율(2018년 기준)



자료: MDT, 미래에셋대우 리서치센터



자료: MDT, 미래에셋대우 리서치센터

Bloomberg 최고목표주가 **USD 120.00**

현재주가 (00/00/00) **USD 91.66**

국가 **미국**

거래소 **NASDAQ**

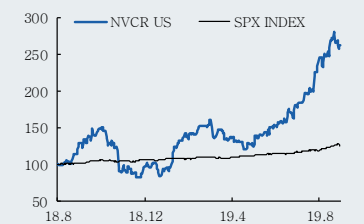
상승여력 **30.9%**

Bloomberg Rating

매수	보유	매도
63%	38%	0%

EPS 성장률 (19F,%)	-66.7
P/E (19F,x)	-
MKT P/E (19F,x)	17.7
배당수익률 (%)	-
시가총액 (십억USD)	9.0
시가총액 (조원)	10.9
유동주식수 (백만주)	78.4
52주 최저가 (USD)	26.02
52주 최고가 (USD)	98.70

주가상승률 (%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	10.0	70.7	111.7
상대주가	13.4	62.5	110.0



[첨단의료기기/헬스케어솔루션]

김충현, CFA Choong-hyun Kim, CFA
 02-3774-1740
 choonghyun.kim@miraeasset.com

Novocure

(NVCR US)

암치료는 항암제만 있는 것이 아니다

2Q19 Review: 매출액 기준 시장 기대치 상회하는 실적 달성

- 매출액 41.0% YoY, GPM 76%, 분기 최초 영업이익 달성.
- 사용 환자수 2,726명(26% YoY): US 1,846명, EMEA 737명, 일본 143명.
- 신규처방 1,362명(9% YoY): US 989명, EMEA 299명, 일본 74명

투자 포인트

1) 전기장을 활용한 암 치료: 전기장을 이용해 암세포의 체세포분열을 방해하여 사멸시키는 원리를 지닌 웨어러블 항암기기(제품명 Optune). 특별한 부작용이 없는 것이 장점. 주력 적응증은 GBM(교모세포종)으로 연간 신규 환자(12,500명)의 30%에 처방(Temozolomide와 병용요법) 중. 2019년 9월부터 공보험 적용 개시(미국 환자의 20~25% 커버)로 침투율 증가 기대.

2) 해외 매출 확대: 전세계 6개국(독일과 일본이 주력)에서 채택되었음. 해외매출 비중 16년 14%에서 1H19 34%까지 증가함. 독일에서 IOWiG의 신속보고서 발표로 기존보다 빨리 공보험 커버 여부 결정예정(2020년 10월, 승인율 60%). Zai Lab과 중국, 홍콩, 마카오, 대만 지역의 독점판매 계약 체결. 연말 내 런칭이 목표

3) 적응증 확대: 2019년 5월 MPM(악성홍피종)에 대하여 지난 15년간 최초로 FDA허가 획득. 현재 진행중인 임상 3상 파이프라인 4개. 5개 파이프라인 모두 GBM보다 규모가 훨씬 큰 적응증들임. 예상 연간 환자 규모 현재 15,000명 → 2022년 95,000명 → 2025년 352,000명. 향후 스케줄: 비소세포폐암(2020년 중간데이터 공개, 2022년 최종데이터 공개 예정), 뇌전이(2021년 데이터 공개예정), 횡장암(2021년 중간데이터 공개, 2022년 최종데이터 공개 예정), 난소암(2024년 최종 데이터 공개 예정)

Valuation

현재 밸류에이션은 12개월 FWD P/S 기준 20.9배로 성장주 중에서도 상당히 높은 편. 그러나 9월부터 미국 내 공보험 급여 혜택 개시와 해외 시장 침투 확대로 GBM 환자에 대한 침투율이 가속화 되고 있음. 또한, 신규로 허가 받은 MPM을 비롯해 임상 3상 진행중인 파이프라인이 4개가 존재함. 보험 커버를 통한 안정적인 매출이 가능하고, 규모의 경제효과로 영업이익의 흑자전환도 기대됨. 꾸준한 성장세를 기대해볼 만 함.

결산기 (12월)	12/16	12/17	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
매출액 (백만USD)	82.9	177.0	248.1	342.3	456.9	531.8
영업이익 (백만USD)	-115.3	-39.3	-33.7	10.7	82.8	118.0
영업이익률 (%)	-139.1	-22.2	-13.6	3.1	18.1	22.2
순이익 (백만USD)	-131.85	-61.66	-63.56	-24.00	27.00	-
EPS (USD)	-1.54	-0.70	-0.69	-0.23	0.38	-
ROE (%)	-67.1	-48.2	-56.3	-	-	-
P/E (배)	-	-	-	-	-	-
P/B (배)	4.8	15.9	27.8	-	-	-

주: GAAP / Non-GAAP

자료: Novocure, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

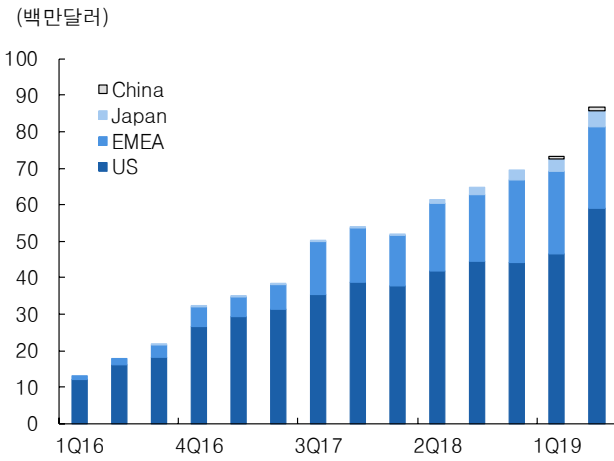
표 14. 분기별 실적 전망표

(백만달러, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F	2018	2019F	2020F
매출	52.1	61.5	64.8	69.7	73.3	86.7	87.1	95.0	248.1	342.1	466.8
US	37.8	41.9	44.5	44.2	46.6	58.9	57.4	62.0	168.4	224.9	307.3
EMEA	13.9	18.5	18.3	22.6	22.5	22.5	25.6	28.1	73.3	98.7	134.8
Others	0.4	1.1	2.0	2.9	4.2	5.3	4.1	4.9	6.4	18.5	24.7
매출총이익	33.9	41.7	45.8	46.6	53.5	65.6	65.3	72.4	168.0	256.8	357.1
영업이익	-12.7	-7.1	-5.2	-8.7	-6.1	1.2	2.5	6.8	-33.7	4.3	93.0
매출 성장률 (%)	49.4	60.3	29.2	29.8	40.6	41.0	34.6	36.3	40.1	37.9	36.4
매출총이익률 (%)	65.0	67.8	70.7	66.9	73.0	75.7	74.9	76.2	67.7	75.1	76.5
영업이익률 (%)	-24.3	-11.5	-8.1	-12.4	-8.3	1.4	2.8	7.1	-13.6	1.3	19.9

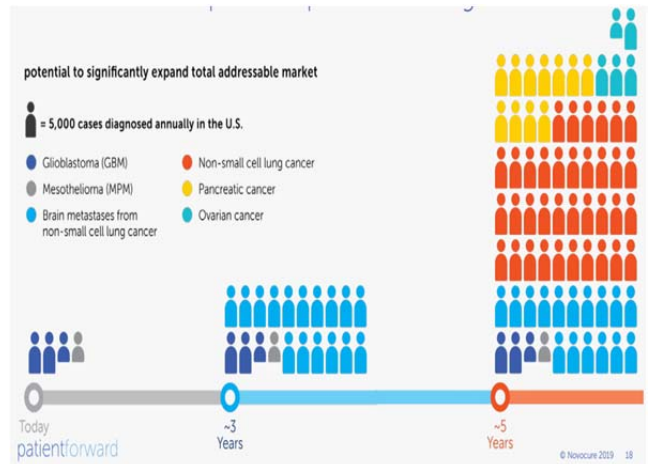
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 45. 매출 추이



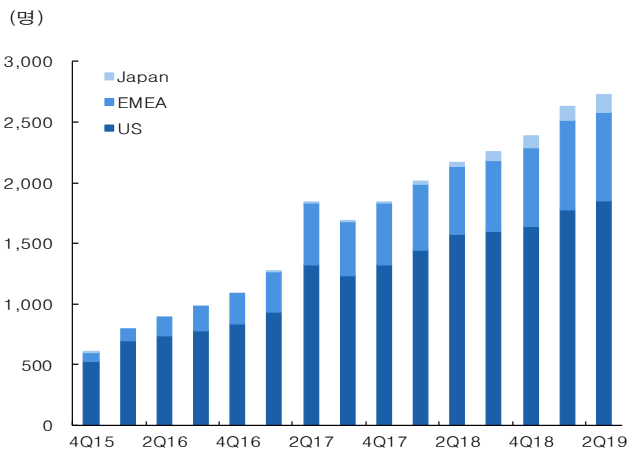
자료: NVCR, 미래에셋대우 리서치센터

그림 46. 적응증 확대 예상 Milestone



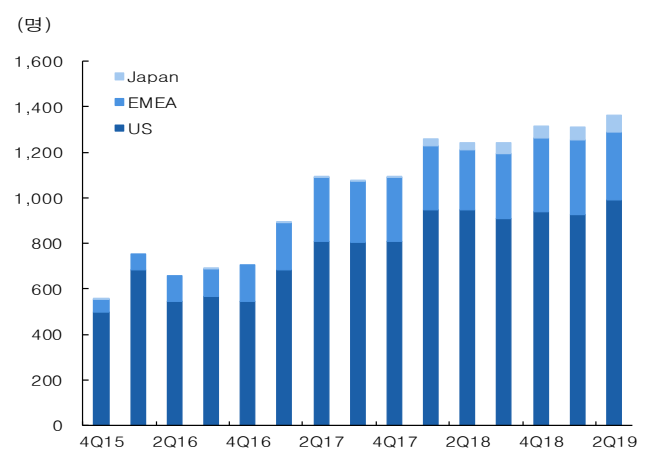
자료: NVCR, 미래에셋대우 리서치센터

그림 47. Active patients 추이



자료: NVCR, 미래에셋대우 리서치센터

그림 48. 신규 처방 추이



자료: NVCR, 미래에셋대우 리서치센터

Bloomberg 최고목표주가 **USD 143.00**

현재주가 (00/00/00) **USD 123.33**

국가 **미국**

거래소 **NASDAQ CM**

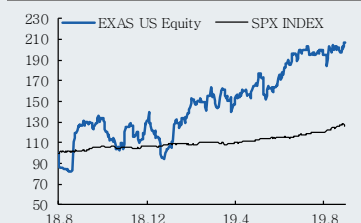
상승여력 **16.9%**

Bloomberg Rating

매수	보유	매도
91%	9%	0%

EPS 성장률 (19F,%)	23.2
P/E (19F,x)	-
MKT P/E (19F,x)	17.7
배당수익률 (%)	-
시가총액 (십억USD)	15.8
시가총액 (조원)	19.15
유동주식수 (백만주)	127.0
52주 최저가 (USD)	53.06
52주 최고가 (USD)	123.99

주가상승률 (%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	3.8	34.4	62.2
상대주가	6.9	28.0	60.9



[첨단의료기기/헬스케어솔루션]

김충현, CFA Choong-hyun Kim, CFA
 02-3774-1740
 choonghyun.kim@miraeeasset.com

Exact Sciences

(EXAS US)

암 조기진단 시장을 만든 바이오마커의 힘

2Q19 Review: 매출액 기준 시장 기대치 상회하는 실적 달성

매출액 94.2% YoY, GPM 74%

-판매량 415,000 키트(93% YoY): 연환산 시장 침투율 6%, 장기 침투율 40%

-판매기관 174,000: 1차의원 142,000, 산부인과 6,000, 소화기과 8,000, 기타 17,000개

투자 포인트

1) 바이오마커를 활용한 암 조기진단: 대변 속의 바이오마커 10개를 활용해 대장암 조기진단에 사용되는 진단 키트(누적 1.2만명의 조기 암환자 및 8.4만명의 용종환자 검출) 제작. 만명을 대상으로 한 임상시험 결과(민감도 92%, 특이도 87%)를 바탕으로 보험 커버를 확대하여 현재 고객의 93%가 자기부담금 없이 제품을 활용하고 있음.

2) Cologuard 침투율 확대: Pfizer와의 공동마케팅 채널 확대(1차의료기관 → 소화기과 → 산부인과). 대장암 권고연령 50세에서 45세로 확대 예정(2020년 상반기 결과발표, TAM 150억달러 → 180억달러). Cologuard의 바이오마커를 강화하고 비용을 낮추는 이니셔티브 진행 중.

3) Genomic Health와 합병: 유방암 예측진단 키트인 Oncotype으로 유명한 Genomic Health 인수. 연간 1억달러의 FCF 사업부 확보. TAM 20억달러 확대. R&D규모 2억달러로 상승. 해외 판매 네트워크 확보. 영업이익 BEP달성 시점이 빠르게 앞당겨질 것으로 예상.

Valuation

현재 밸류에이션은 12개월 FWD P/S 기준 14.5배로 성장주 중에서도 높은 편. 향후 1~2년 내에 시장에 침투할 경쟁사가 없으며, 규모의 경제 및 R&D 투자로 수익성도 개선되고 있음. 2H20년 목표로 간암 파이프라인이 개발 중이며, Mayo Clinic과의 강력한 파트너십 아래 15개 암종에 대한 바이오마커 연구가 진행되고 있어 신규 파이프라인 추가가 가능함. 더불어 파트너사인 Pfizer와의 인수합병 시나리오도 배제할 수 없다는 것도 긍정적.

결산기 (12월)	12/16	12/17	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
매출액 (백만USD)	99.4	266.0	454.5	811.7	1224.0	1674.4
영업이익 (백만USD)	-169.0	-118.3	-159.5	-193.3	-82.6	122.7
영업이익률 (%)	-170.1	-44.5	-35.1	-23.8	-6.7	7.3
순이익 (백만USD)	-167.21	-114.40	-175.15	-231.33	-99.17	59.85
EPS (USD)	-1.63	-0.99	-1.43	-1.76	-0.84	0.16
ROE (%)	-50.5	-26.7	-29.2	-	-	-
P/E (배)	0.0	0.0	0.0	-	-	-
P/B (배)	4.4	12.2	11.4	-	-	-

주: GAAP / Non-GAAP

자료: Exact Sciences, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

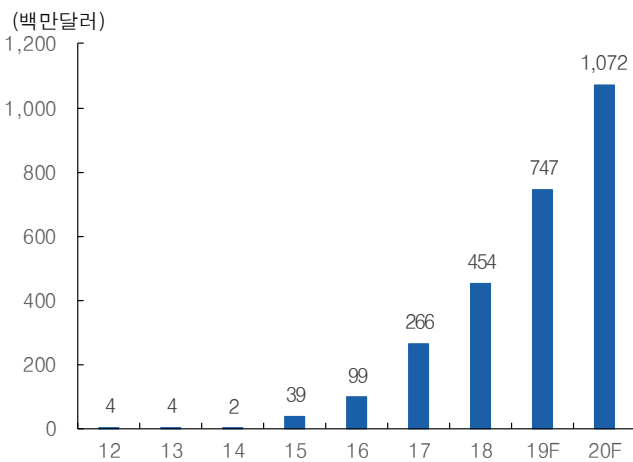
표 15. 분기별 실적 전망표

(백만달러, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F	2018	2019F	2020F
매출	90.3	102.9	118.3	143.0	162.0	199.9	216.3	233.6	454.5	811.8	1213.5
Cologuard Test	186,000	215,000	241,000	292,000	334,000	415,000	446,901	482,811	934,000	1,678,712	2,510,134
매출총이익	67.4	76.0	88.3	104.8	118.8	148.3	158.7	172.3	336.5	598.1	914.7
영업이익	-36.5	-32.7	-40.9	-49.3	-68.2	-33.8	-46.1	-43.9	-159.5	-191.9	-82.0
매출 성장률 (%)	86.7	78.5	63.0	63.6	79.5	94.2	82.9	63.4	70.9	78.6	49.5
매출총이익률 (%)	74.6	73.9	74.6	73.3	73.3	74.2	73.4	73.8	74.0	73.7	75.4
영업이익률 (%)	-40.5	-31.8	-34.6	-34.5	-42.1	-16.9	-21.3	-18.8	-35.1	-23.6	-6.8

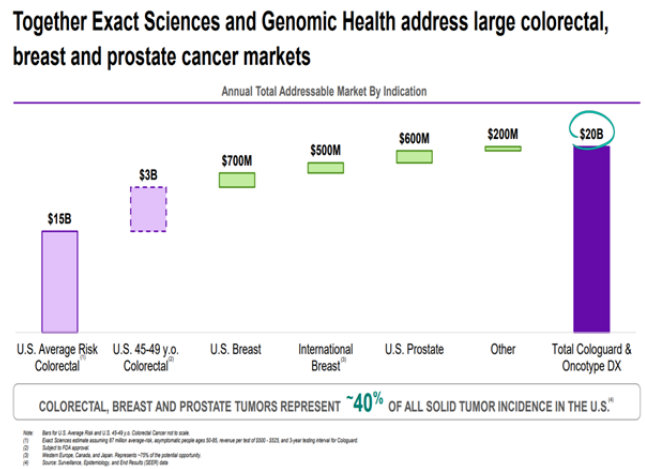
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 49. 매출 추이



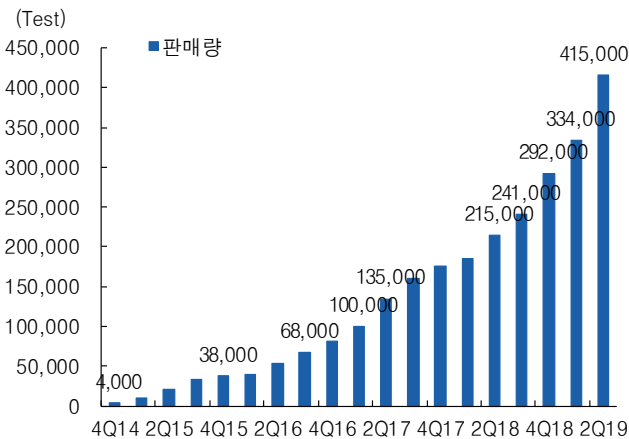
자료: EXAS, 미래에셋대우 리서치센터

그림 50. 목표가능 시장 확대 지속 중(150억달러 → 200억달러)



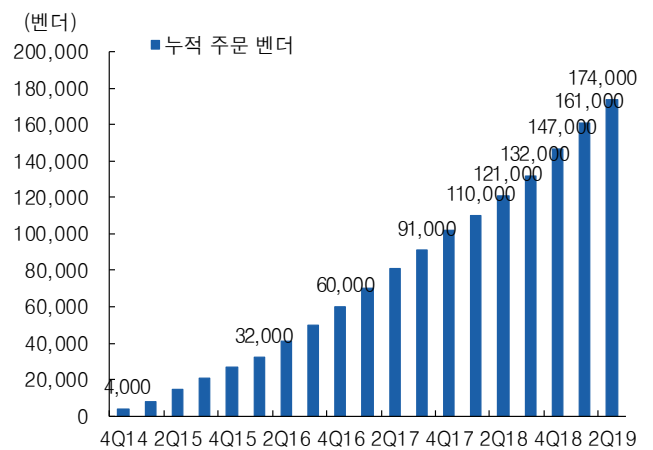
자료: EXAS, 미래에셋대우 리서치센터

그림 51. 분기별 판매량 추이



자료: EXAS, 미래에셋대우 리서치센터

그림 52. 누적 주문 밴더 추이



자료: EXAS, 미래에셋대우 리서치센터

Bloomberg 최고목표주가 USD 160.00

현재주가 (19/08/29) USD 152.51

국가 미국

거래소 NASDAQ

상승여력 4.9%

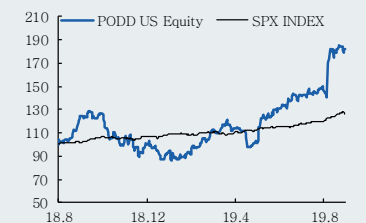
Bloomberg Rating

매수	보유	매도
74%	21%	5%

EPS 성장률 (19F,%)	368.3
P/E (19F,x)	546.6
MKT P/E (19F,x)	17.7
배당수익률 (%)	-

시가총액 (십억USD)	9.2
시가총액 (조원)	11.12
유동주식수 (백만주)	59.5
52주 최저가 (USD)	70.80
52주 최고가 (USD)	158.18

주가상승률 (%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	21.2	62.4	48.7
상대주가	24.9	54.6	47.6



[첨단의료기기/헬스케어솔루션]

김충현, CFA Choong-hyun Kim, CFA
 02-3774-1740
 choonghyun.kim@miraesasset.com

Insulet

(PODD US)

인슐린 주입기의 웨어러블화 선도 기업

2Q19 Review: 매출액 기준 시장 기대치 상회하는 실적 달성

- 매출액 42.6% YoY, GPM 65.7%
- Omnipod 50.9% YoY: US 25.7% YoY, OUS 120.1% YoY
- Drug Delivery -7.8% YoY

투자 포인트

1) Tubless 방식의 인슐린 주입기: 인슐린 펜 14개를 대체할 수 있는 패치방식의 인슐린 주입기. 유선방식의 불편한 펌프방식의 주입기보다 사용성이 좋고, Dash 시스템을 출시하여 편의성이 증가됨(방수, 터치스크린, 클라우드 시스템, 블루투스, 스마트폰 어플 연동 등). 미국 시장 점유율 17%로 소비자들의 로열티가 높은 편.

2) 보험사 커버리지 확대 및 판매채널 확대: 현재 Medicare Part D 50%와 Medicaid 60%가 보장받아 미국 내 1.3억명의 환자를 커버가능함. 동사의 제품은 펜타입의 주입기보다 연간 유지비용(연간 약 4,500달러)이 훨씬 비싸기 때문에, 보험 커버리지 확대는 매우 중요함. 또한 Upfront Fee와 4년간의 락인 조항이 없는 유일한 인슐린 주입기라는 장점을 앞세워 구매 프로세스가 더 짧은 Mail-Order 시장(PBM)으로 확대하고 있음.

3) 인공지능 생태계: 연속혈당측정기 제조사인 Dexcom과 협업하여 인공지능 시스템인 Horizon 시스템을 4Q19 출시 예정. 또한 삼성전자의 갤럭시와 Tidepool(알고리즘)과의 협업도 진행 중.

Valuation

현재 밸류에이션은 12개월 FWD P/S 기준 11.3배로 성장주 중에서도 높은 편. 동사는 인슐린 주입기 중에서 가장 작은 웨어러블 방식의 제품. 이로 인해 편의성이 뛰어나 소비자의 충성도가 높음. 해외시장 침투가 본격화되고 있음. Lilly와 협업하여 대용량 인슐린(U-500, U-200)을 개발하여 2형 당뇨병환자까지 확대하려는 것도 긍정적.

결산기 (12월)	12/16	12/17	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
매출액 (백만USD)	367.0	463.8	564	711.5	847.7	1,023.8
영업이익 (백만USD)	-10.7	-7.4	27.4	39.5	86.4	155.8
영업이익률 (%)	-2.9	-1.6	4.9	5.5	10.2	15.2
순이익 (백만USD)	-28.88	-26.83	3.29	17.8	59.9	100.5
EPS (USD)	-0.50	-0.46	0.06	0.3	0.8	1.6
ROE (%)	-59.4	-24.2	1.8	7.4	24.5	33.8
P/E (배)	-	-	1586.4	546.6	174.7	87.8
P/B (배)	34.3	25.4	22	36.1	24.9	20.4

주: GAAP / Non-GAAP

자료: Insulet, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

표 16. 분기별 실적 전망표

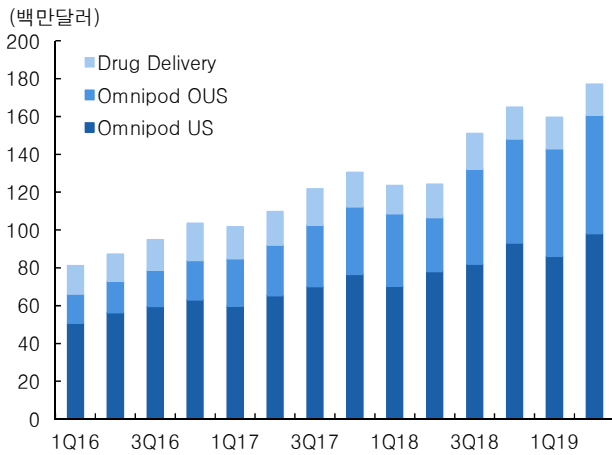
(백만달러, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F	2018	2019F	2020F
매출	123.6	124.3	151.1	164.9	159.6	177.1	179.4	194.6	563.8	710.7	835.6
Omnipod US	70.3	78.1	82.0	93.2	86.1	98.1	101.6	110.1	323.5	395.9	465.7
Omnipod OUS	38.4	28.5	50.2	55.0	56.9	62.7	57.3	62.4	172.1	239.4	280.8
Drug Delivery	14.9	17.7	18.9	16.7	16.6	16.3	20.5	22.0	68.2	75.4	89.1
매출총이익	75.8	82.1	102.0	110.3	106.7	116.4	116.9	127.3	370.2	467.3	561.6
영업이익	0.0	4.3	6.9	16.2	7.3	7.6	8.6	13.4	27.4	36.9	77.2
매출 성장률 (%)	21.5	13.2	24.1	26.3	29.1	42.6	18.8	18.0	21.6	26.0	17.6
매출총이익률 (%)	61.3	66.0	67.5	66.9	66.9	65.7	65.1	65.4	65.7	65.7	67.2
영업이익률 (%)	0.0	3.5	4.5	9.8	4.6	4.3	4.8	6.9	4.9	5.2	9.2

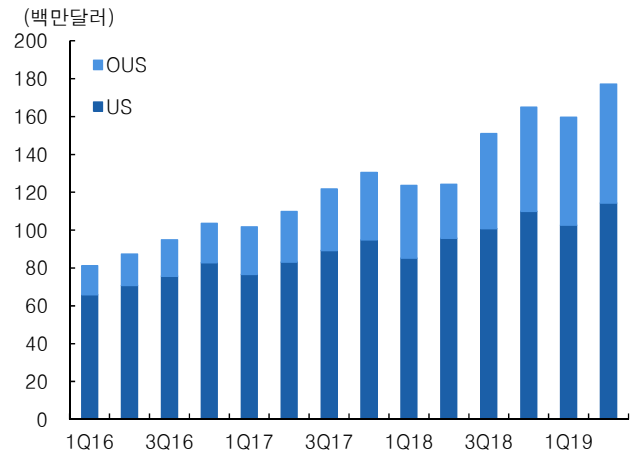
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 53. 품목별 매출 추이

그림 54. 지역별 매출 추이



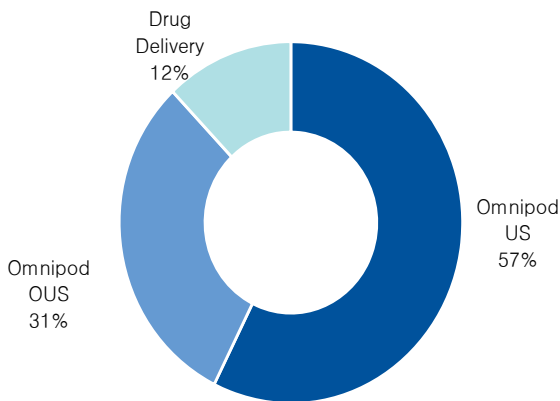
자료: PODD, 미래에셋대우 리서치센터



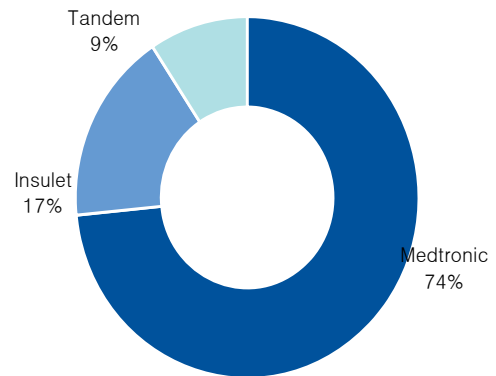
자료: PODD, 미래에셋대우 리서치센터

그림 55. 매출 비중 (2018년 기준)

그림 56. 미국 인슐린 주입기 시장점유율 (2018년 기준)



자료: PODD, 미래에셋대우 리서치센터



자료: PODD, 미래에셋대우 리서치센터

Bloomberg 최고목표주가 **USD 130.00**

현재주가 (19/08/29) **USD 94.04**

국가 **미국**

거래소 **NASDAQ**

상승여력 **38.2%**

Bloomberg Rating

매수	보유	매도
100%	0%	0%

EPS 성장률 (19F,%) -53.9

P/E (19F,x)

MKT P/E (19F,x) 17.7

배당수익률 (%)

시가총액 (십억USD) 8.7

시가총액 (조원) 10.57

유동주식수 (백만주) 44.4

52주 최저가 (USD) 27.04

52주 최고가 (USD) 112.22

주가상승률 (%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -3.0 41.1 -

상대주가 -0.1 34.4 -



[첨단의료기기/헬스케어솔루션]

김충현, CFA Choong-hyun Kim, CFA
 02-3774-1740
 choonghyun.kim@miraeeasset.com

Guardant Health

(GH US)

액체생검 업체들의 Role Model

2Q19 Review: 매출액 기준 시장 기대치 상회하는 실적 달성

-매출액 178.5% YoY(정밀의료 테스트 136% YoY, 개발 서비스 664% YoY), GPM 68%

-테스트물량: Guardant 360 11,875(77% YoY), Guardant Omni 5.285(112% YoY)

-ASP: Guardant 360 US\$1,839(2Q18 1,430), Guardant Omni US\$3,827(2Q18 3,286)

투자 포인트

1) 동반진단으로 유일하게 공보험 커버를 받는 액체생검업체: 2개의 임상시험결과를 바탕으로 액체생검을 조기진단이 아닌 동반진단용도에 집중하여 액체생검 중 유일하게 공보험 커버를 받고 있음(비소세포폐암, 커버환자수 1.5억명). PAMA(진단검사실 수가를 하락시키는 법안)법안 이후 조직생검(US\$14,000)보다 가격경쟁력(US\$3,500)이 높다는 장점으로 인해 매출이 증가하고 있음. 2019년 하반기 고형암(12종)에 대한 공보험 추가 커버 가능성 존재함.

2) 제약사향 매출 확대: 500개의 유전자패널로 구성되어 연구목적으로 사용되는 Guardant Omni의 성장세가 매우 좋음. TMB나 MSI-High가 면역항암제의 바이오마커로써 유의미하다는 임상시험 결과 발표. 또한, Astrazeneca와 협업하여 다수의 혈장을 기반으로 한 동반진단 제품을 개발하고 있음.

3) 조기진단 및 예후진단으로 파이프라인 확대: 현재 주력인 동반진단 시장은 60억달러. 예후진단(150억달러)과 조기진단(180억달러) 시장으로 시장 확대 준비 중. 예후진단(LUNAR 1)과 조기진단(LUNAR 2)은 암, 대장암, 난소암, 유방암에 초점을 맞추고 있음. 대장암의 전향적 연구를 위해 CLIA 제품 출시 예정.

Valuation

현재 밸류에이션은 12개월 FWD P/S 기준 37.0배로 성장주 중에서도 상당히 높은 편. 공보험 커버 받는 적응증이 비소세포폐암에서 고형암으로 확대 가능함. 특히 최근 암종에 상관없이 바이오마커 확인 후 처방하는 항암제가 증가하고 있음. 공보험 커버 적응증 확대 및 TMB 및 MSI-High의 바이오마커로써 설명력이 증가하면 폭발적인 외형확대 뿐 아니라 글로벌 빅 파마로부터 인수 시나리오도 기대할 수 있는 것도 긍정적

결산기 (12월)	12/16	12/17	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
매출액 (십억USD)	25.2	49.8	90.6	186.7	253.7	358.0
영업이익 (십억USD)	-43.8	-76.6	-92.9	-110.7	-120.8	-85.8
영업이익률 (%)	-173.7	-153.7	-102.5	-59.3	-47.6	-24.0
순이익 (십억USD)	-46.14	-83.22	-85.06	-108.50	-117.05	-54.30
EPS (USD)	-4.78	-9.58	-2.80	-1.29	-1.57	-0.74
ROE (%)	-	-	-	-15.6	-16.1	-7.9
P/E (배)	-	-	-	-	-	-
P/B (배)	-	-	6.7	8.7	10.3	9.4

주: GAAP / Non-GAAP

자료: Guardant Health, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

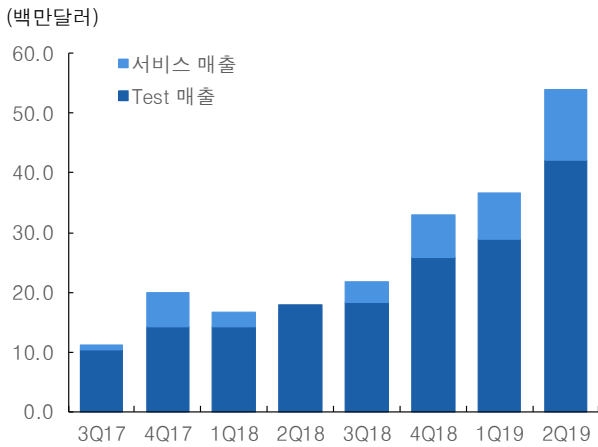
표 17. 분기별 실적 전망표

(백만달러, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F	2018	2019F	2020F
매출	16.7	19.4	21.7	32.9	36.7	54.0	45.7	50.2	90.6	186.5	245.8
Precision Oncology	14.2	17.8	18.3	25.9	28.9	42.1	37.8	41.4	76.2	150.2	198.1
Guardant 360	7.3	9.6	11.7	15.1	17.2	21.8	21.4	23.7	43.7	84.1	112.7
Guardant Omni	6.9	8.2	6.6	10.8	11.7	20.2	16.5	17.7	32.5	66.0	85.4
Development Services	2.5	1.6	3.4	7.0	7.8	11.9	7.9	8.8	14.4	36.4	47.7
매출총이익	7.4	9.4	11.6	19.0	23.1	37.1	28.9	32.2	47.4	121.3	162.2
영업이익	-18.6	-22.7	-24.2	-27.5	-23.7	-15.3	-33.0	-34.7	-93.0	-106.6	-121.4
매출 성장률 (%)	96.1	90.1	94.9	64.3	119.6	178.5	110.7	52.7	81.8	105.8	31.8
매출총이익률 (%)	44.6	48.6	53.7	57.9	63.1	68.8	63.1	64.1	52.3	65.0	66.0
영업이익률 (%)	-111.7	-117.1	-111.6	-83.6	-64.6	-28.3	-72.2	-69.1	-102.6	-57.2	-49.4

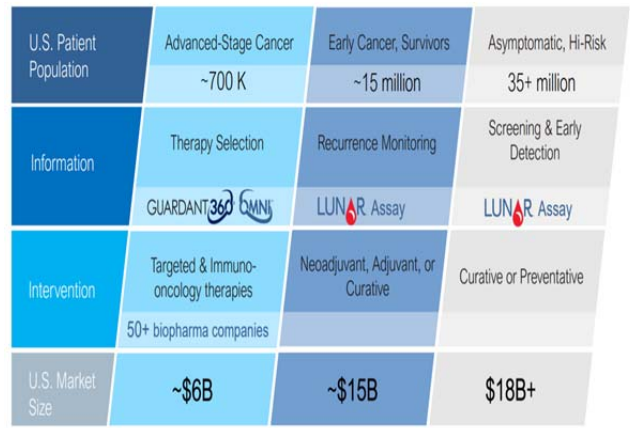
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 57. 매출 추이



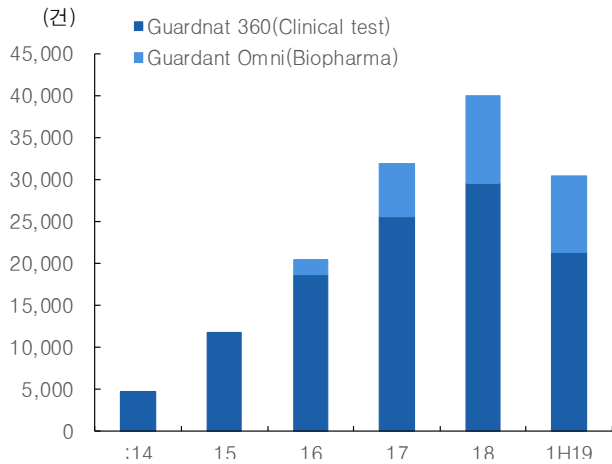
자료: GH 미래에셋대우 리서치센터

그림 58. 액체생검을 통한 접근 가능시장 규모



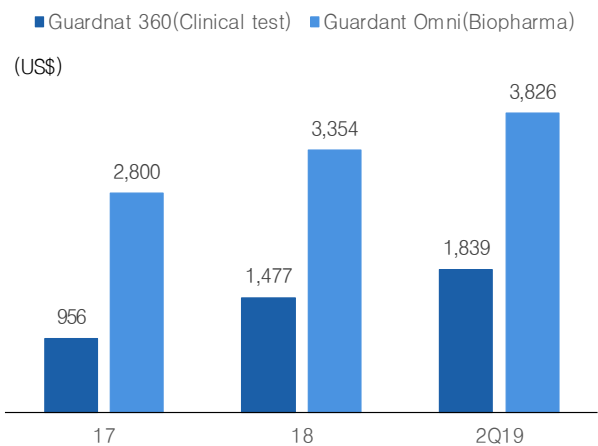
자료: GH 미래에셋대우 리서치센터

그림 59. 테스트 물량 추이



자료: GH 미래에셋대우 리서치센터

그림 60. 테스트 ASP 추이



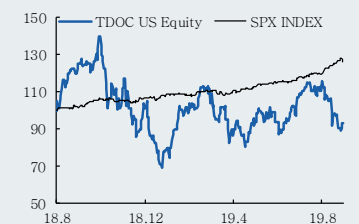
자료: GH 미래에셋대우 리서치센터

Bloomberg 최고목표주가	USD 95.00
현재주가 (19/08/29)	USD 57.50
국가	미국
거래소	NYSE
상승여력	65.2%

Bloomberg Rating		
매수	보유	매도
90%	10%	00%

EPS 성장률 (19F,%)	-11.8
P/E (19F,x)	-
MKT P/E (19F,x)	17.7
배당수익률 (%)	-
시가총액 (십억USD)	4.1
시가총액 (조원)	5.01
유동주식수 (백만주)	70.8
52주 최저가 (USD)	42.08
52주 최고가 (USD)	89.05

주가상승률 (%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-18.0	-10.7	-24.3
상대주가	-15.5	-14.9	-24.9



[첨단의료기기/헬스케어슬루션]

김충현, CFA Choong-hyun Kim, CFA
 02-3774-1740
 choonghyun.kim@miraesasset.com

Teladoc

(TDOC US)

세계 1등 원격의료 업체

2Q19 Review: 매출액 기준 시장 기대치 상회하는 실적 달성

- 매출액 38% YoY, GPM 68%
- 구독료 매출 39% YoY: 미국 31% YoY, 해외 75% YoY
- 원격의료비 29% YoY: US 28% YoY, 미국원격의료 only 31% YoY, 해외 57% YoY
- 총 원격의료 방문 횟수 908,000(70% YoY), 미국 원격의료 멤버십 26.8백만명(19% YoY)

투자 포인트

1) Subscription에 기반한 안정적인 수익모델(PEPM): 응급환자 스크리닝(170억달러 시장)을 통한 비용절감 효과를 바탕으로 B2B 고객을 확보하여 안정적인 수익(월간 구독료, 매출의 80%)을 받고, 규모의 경제를 확보하는 사업모델. 총 회원 수 26백만명으로 침투가능시장의 45%를 침투했으며, 원격의료 이용률은 10%가 되지 않아 성장성은 충분함. M&A를 통하여 정신질환(120억달러)과 2차소견(280억달러) 등 적응증을 확대해 나가고 있음.

2) 보험사 커버리지 확대: 2020년부터 Medicare Advantage Program의 일환으로 정신질환의 보험코드 부여가 예상됨. 또한, 미국 최대 보험사인 United Health Group과 보험 계약 체결 완료.

3) 해외진출 확대: 2017년 Advance Medical을 인수하며 해외사업 개시함. 2019년 MedecinDirect(파리) 인수하며 유럽거점 확보. 유럽 30개국의 사보험시장 규모 1.55억명 규모로 추정. 캐나다 원격의료 서비스 런칭하여 3Q19부터 환자 유치가능할 것으로 예상. 캐나다 서비스 런칭(실제 고객은 3Q19부터 발생 예정). 해외 매출비중 2017년 8% → 2018년 18% → 1H19 19.8%

Valuation

현재 밸류에이션은 12개월 FWD P/S 기준 6.5배로 성장주 중에서도 높은 편. 미국에서 높은 의료비용이 사회적 문제가 되고 있는 상황에서 원격의료는 매우 훌륭한 비용절감 수단. 동사는 미국 내에서 압도적인 점유율을 확보하고 있고, 거의 유일하게 글로벌 사업이 가능한 업체. 기업고객 확보와 더불어 서비스 포트폴리오 확대에 이용률도 꾸준히 증가하고 있음. 최근 CVC와 협업하여 만성질환과 2차소견에 대한 DTC 서비스를 확대하려는 점도 긍정적.

결산기 (12월)	12/16	12/17	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
매출액 (백만USD)	123.2	233.3	417.9	513.1	677.1	850.0
영업이익 (백만USD)	-62.7	-75.4	-70.9	-81.9	-49.0	2.4
영업이익률 (%)	-50.9	-32.3	-17.0	-16.0	-7.2	0.3
순이익 (백만USD)	-74.22	-106.78	-97.08	-112.22	-88.84	-49.93
EPS (USD)	-1.75	-1.93	-1.47	-1.30	-1.05	-0.01
ROE (%)	-36.3	-27.0	-12.4	-	-	-
P/E (배)	-	-	-	-	-	-
P/B (배)	3.3	3.8	3.5	4.5	5.1	5.8

주: GAAP / Non-GAAP

자료: Teladoc, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

표 18. 분기별 실적 전망표

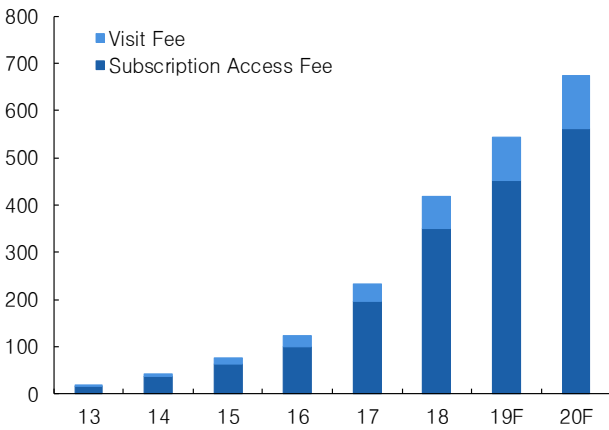
(백만달러, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F	2018	2019F	2020F
매출	89.6	94.6	111.0	122.7	128.6	130.3	136.7	147.7	417.9	543.3	676.4
Subscription Access Fee	71.7	79.8	96.6	102.7	106.0	111.2	113.5	122.7	350.7	453.4	563.4
Visit Fee	17.9	14.8	14.4	20.0	22.6	19.0	23.2	25.1	67.2	89.9	113.0
매출총이익	62.8	66.9	76.8	82.7	83.9	88.7	92.3	98.9	289.2	363.7	454.2
영업이익	-19.1	-18.1	-15.6	-16.4	-21.9	-20.9	-21.0	-16.1	-69.2	-79.9	-48.4
매출 성장률 (%)	109.0	112.1	61.6	59.1	43.4	37.8	23.2	20.4	79.1	30.0	24.5
매출총이익률 (%)	70.0	70.7	69.2	67.4	65.2	68.0	67.5	66.9	69.2	66.9	67.2
영업이익률 (%)	-21.3	-19.2	-14.1	-13.3	-17.0	-16.0	-15.4	-10.9	-16.6	-14.7	-7.2

자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

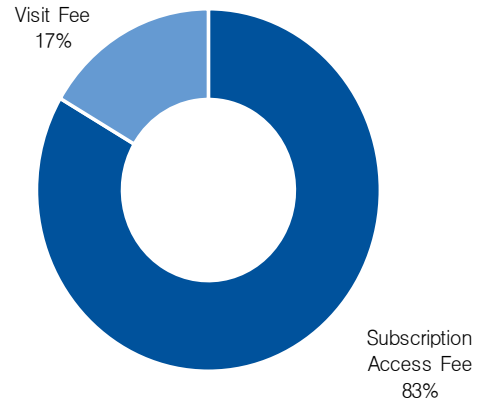
그림 61. 매출 추이

(백만달러)



자료: TDOC, 미래에셋대우 리서치센터

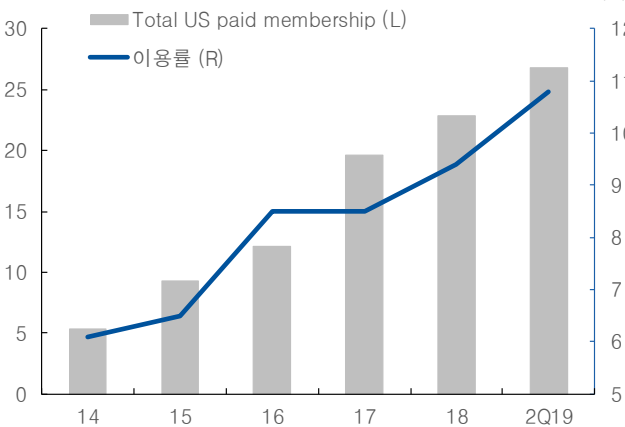
그림 62. 매출 비중



자료: TDOC, 미래에셋대우 리서치센터

그림 63. 미국 기업 고객수 및 이용률 추이

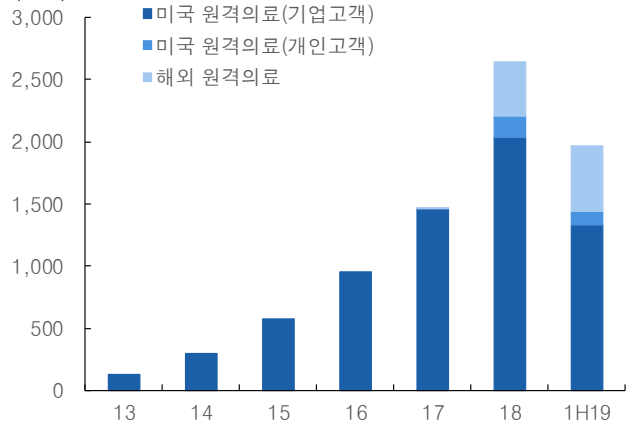
(백만명)



자료: TDOC, 미래에셋대우 리서치센터

그림 64. 원격의료 이용 횟수 추이

(천명)



자료: TDOC, 미래에셋대우 리서치센터

글로벌 의료기기 산업

글로벌 의료기기 투자전략: 10 Baggers를 찾아서

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.