

2023 하반기 산업전망 | 2023. 5.25

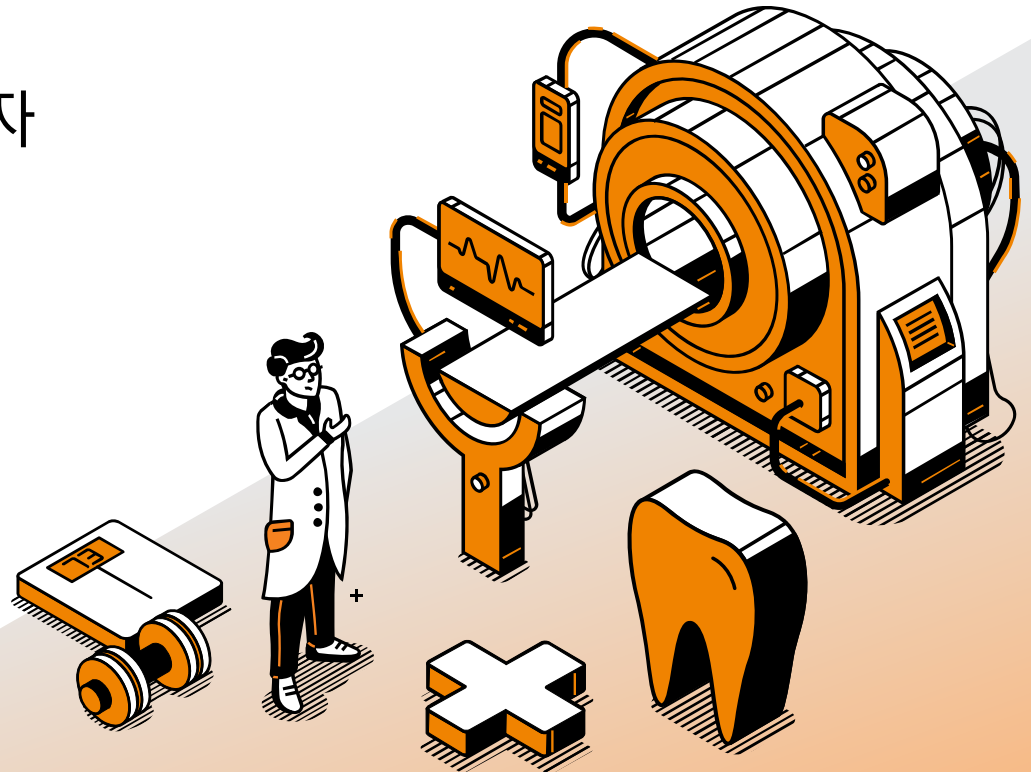
Analyst 김충현, CFA choonghyun.kim@miraeasset.com

RA 이상원 sangwon.lee.b@miraeasset.com

Medtech

첨단 의료기기/디지털 헬스 (비중확대)

병원 정상화 흐름에 올라타자



CONTENTS

Executive Summary	03
<hr/>	
I. 2023 상반기 Review: 오랜만에 찾아온 대세 상승기	04
<hr/>	
II. 글로벌 시장: 병원이 정상화되고 있다	14
<hr/>	
종목 분석	20
인튜이티브 서지컬 (ISRG US) 애보트 래보러토리 (ABT US)	
이그젝트 사이언스 (EXAS US) 에드워즈 라이프사이언시스 (EW US)	
덱스텀 (DXCM US) 힘스 앤 허스 헬스 (HIMS US)	
<hr/>	
III. 국내 시장: 여전히 좋을 치과와 미용, 턴어라운드 기대되는 체외진단	27
<hr/>	
종목 분석	32
레이 (228670) 덴티움 (145720) 클래시스 (214150)	

Executive Summary

1H23 Review

오랜만에 찾아온 대세 상승기



- 2023년 시장대비 Outperform했던 글로벌 의료기기 섹터
 - ① 코로나 진단키트 매출 감소 본격화
 - ② 개선세가 뚜렷한 의료진 공급 부족 문제
 - ③ 국내 의료기기 기업에 대한 M&A
 - ④ 글로벌 기업대비 Outperform하고 있는 국내 치과 및 미용기기 업종
- 세부시장별 온도차가 컸던 디지털 헬스
 - ① 국내와 글로벌 기업간 온도차가 컸던 Digital health
 - ② 원격의료도 이제 Happy Drug가 대세

2H23 글로벌 시장

병원이 정상화되고 있다



- 투자전략
 - ① 의료진 부족 이슈 정상화 수혜 종목 찾기
 - ② 정책 수혜주 찾기
 - ③ 여전히 비우호적 매크로 환경 속 마진 개선 기업 찾기
- Top Pick: ISRG, ABT, EXAS
- 관심종목: EW, DXCM, HIMS

2H23 국내 시장

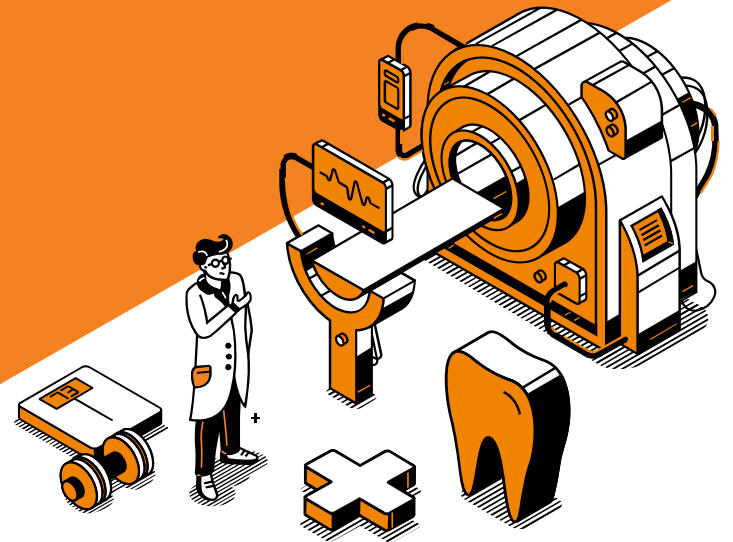
여전히 좋을 치과와 미용
턴어라운드 기대되는 체외진단



- 23년 하반기에도 주요 세부시장인 치과와 미용은 국내 기업들의 실적이 글로벌 기업을 Outperform할 것
- 투자전략
 - ① 치과산업 2개의 키워드, 중국과 디지털 덴티스트리
 - ② 미주(북미와 남미) 시장의 성과가 중요하다
 - ③ 한동안 소외되었던 진단기업의 턴어라운드 기대된다
- Top-pick: 레이, 클래시스, 덴티움

MEDTECH

2023 상반기 Review

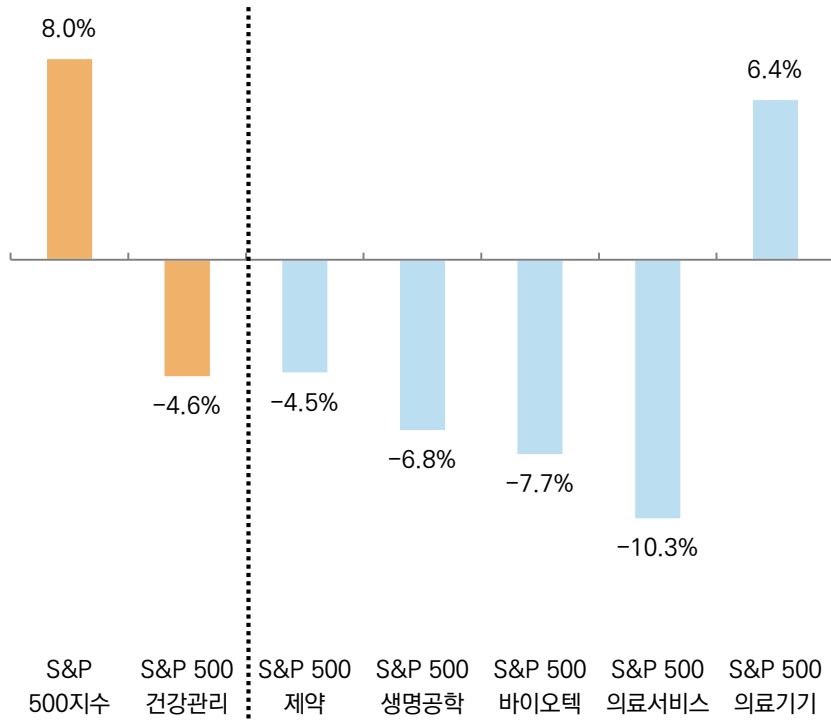


I. 2023년 상반기 Review: 오랜만에 찾아온 대세 상승기

2023년 시장대비 Outperform했던 글로벌 의료기기 섹터

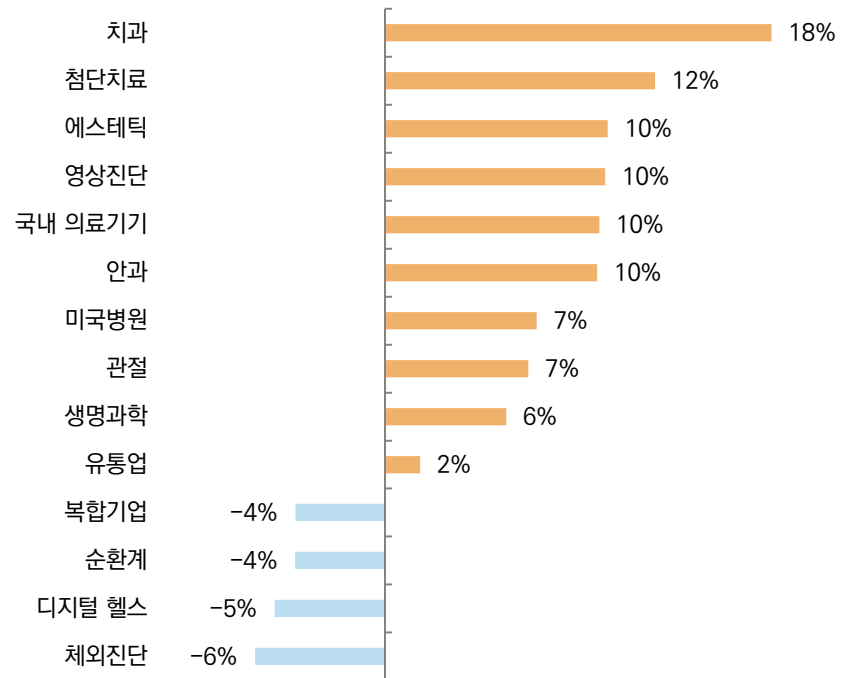
- 23년 상반기, 연초대비 Performance 6%로 건강관리 섹터(-4.6%)를 크게 상회한 글로벌 의료기기
- 대부분의 세부영역이 좋았음. 특히 4월 이후로 Performance는 더 좋은데, 이는 1Q23 실적 발표에서 대부분 기업들이 팬더믹 기간 내내 의료기기 업체들을 괴롭혔던 의료진 부족 현상의 해소 가능성을 언급하면서 실적개선 기대감이 형성되었기 때문

헬스케어 세부 섹터의 2023년 YTD 주가 변화율



주: 2023년 1월 1일부터 5월 23일까지
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

의료기기/디지털헬스 관련 세부섹터의 2023년 YTD 주가변화율



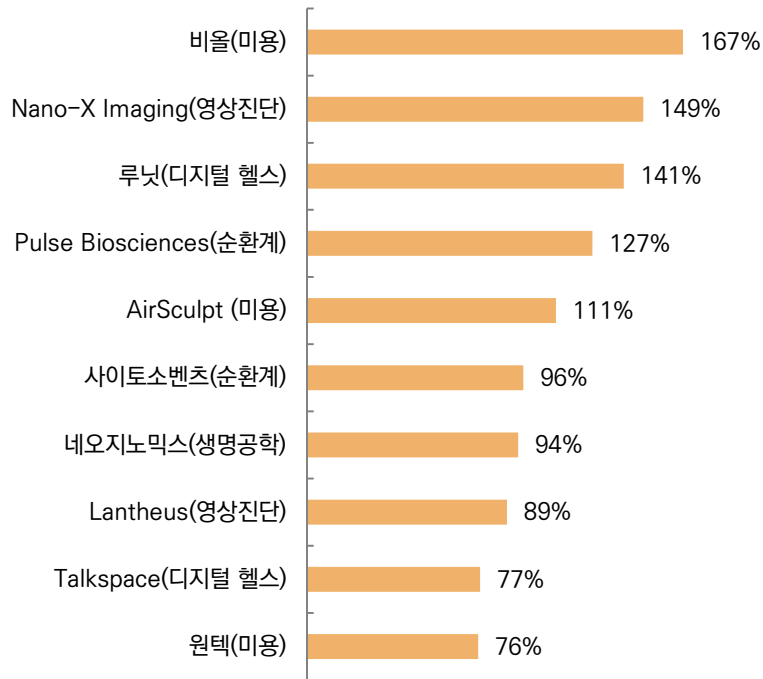
주: 2023년 1월 1일부터 5월 23일까지
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

I. 2023년 상반기 Review: 오랜만에 찾아온 대세 상승기

연초대비 성과 Top 10 & Bottom 10 기업들

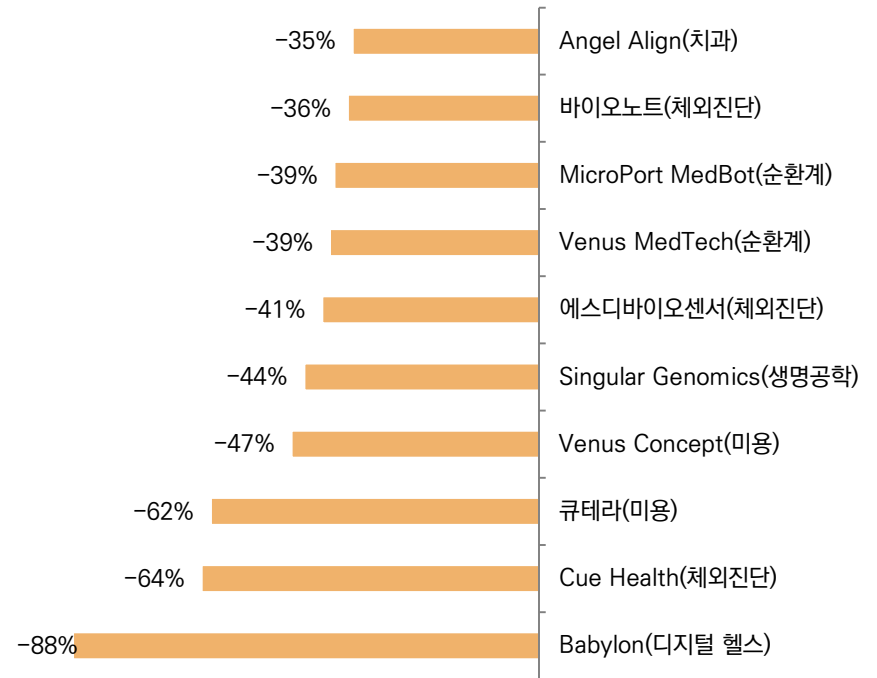
- 연초대비 100% 이상 상승한 기업도 다수 등장
- 특정 세부 시장에 편중되어 있기 보다는 다양한 영역에서 고른 성장세를 보였음
- 특히, 국내 기업들의 Performance가 눈에 띄: 비올(167%), 루닛(141%), 원텍(76%), 덴티움(66%), 레이 (54%), 디오(49%), 파마리서치(46%), 클래시스 (36%), 루트로닉(33%)

연초대비 성과 Top 10 기업



주: 2023년 1월 1일부터 5월 23일까지
 자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

연초대비 성과 Bottom 10 기업



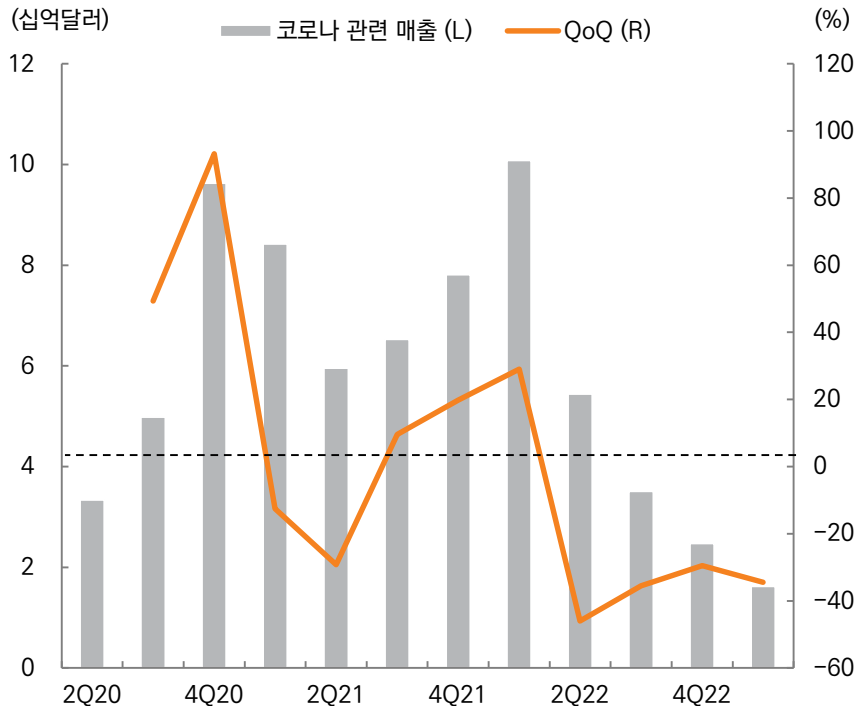
주: 2023년 1월 1일부터 5월 23일까지
 자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

I. 2023년 상반기 Review: 오랜만에 찾아온 대세 상승기

① 1H23 Review: 코로나 진단키트 매출 감소 본격화

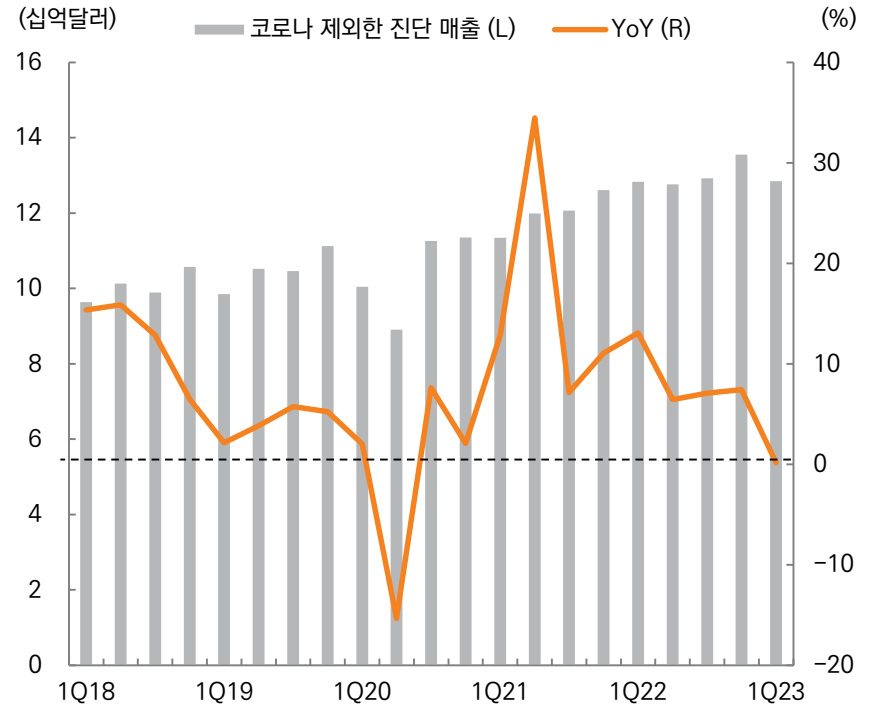
- 1Q22를 고점(101억 달러)으로 코로나 키트 매출은 지속적으로 분기마다 하락하며 1Q23에는 16억 달러까지 감소. 국내기업인 씨젠의 코로나 키트 매출은 1Q22 3,212억원에서 1Q23 133억원까지 감소하며 전체 매출대비 비중도 86%에서 20%로 하락
- 대부분 기업들이 2Q22부터 코로나 진단 키트 매출이 크게 둔화되어 하반기로 갈수록 코로나 진단 키트 감소가 실적에 미치는 영향이 줄어들 것
- 코로나 키트를 제외한 일반 진단 사업부문 매출은 점진적으로 정상화되고 있음

글로벌 11개 기업의 코로나 진단 키트 관련 매출 추이



주: 코로나 매출을 공개하는 11개 기업 수치 합산
자료: 각사, 미래에셋증권 리서치센터

글로벌 11개 기업의 코로나를 제외한 진단 매출 추이



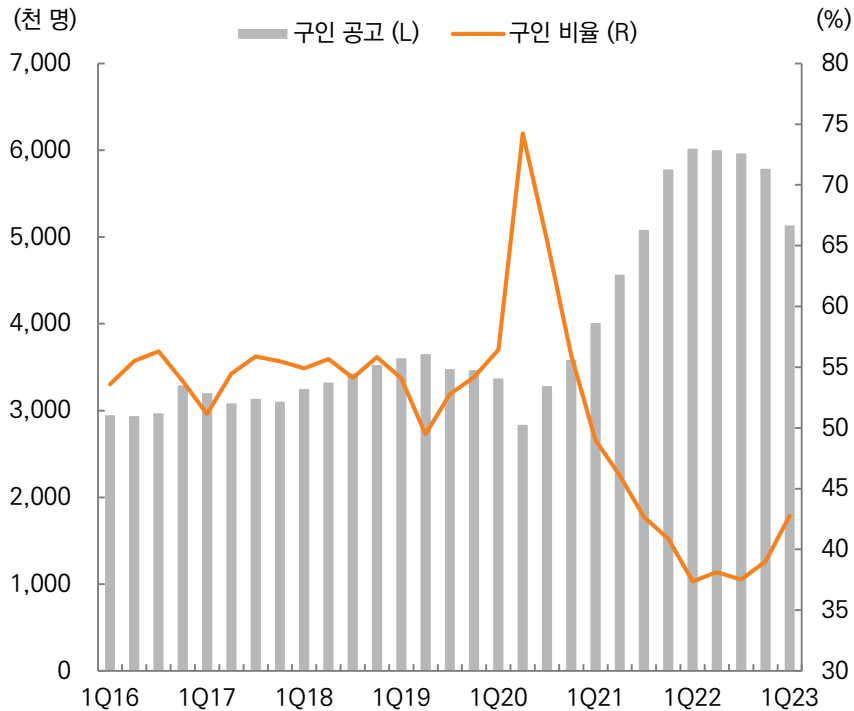
주: 코로나 매출을 공개하는 11개 기업 수치 합산
자료: 각사, 미래에셋증권 리서치센터

I. 2023년 상반기 Review: 오랜만에 찾아온 대세 상승기

② 1H23 Review: 개선세가 뚜렷한 의료진 공급 부족 문제

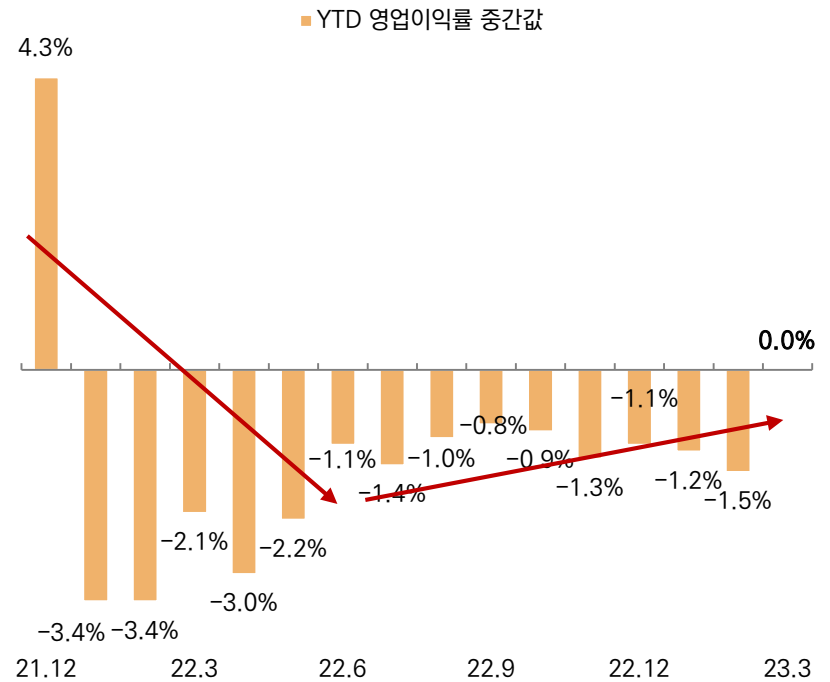
- 1Q23 미국 헬스케어 직종의 구인공고 5.1백만명으로 10분기만에 역성장(-15% YoY, -11% QoQ)
- 또한 37%까지 감소했던 구인비율도 1Q23 43%로 반등
- 의료진 부족현상이 개선되어 감에 따라 일선 병원들의 비용 부담도 개선되는 중. 22년 1월부터 줄곧 적자를 기록해왔던 미국 병원들은 23년 3월 14개월 만에 BEP 달성

팬더믹 이후 미국 헬스케어 분야의 구인공고와 구인 비율 추이



자료: US Bureau of Labor Statistics, 미래에셋증권 리서치센터

미국 900개 이상 병원들의 영업이익률 중간값 추이



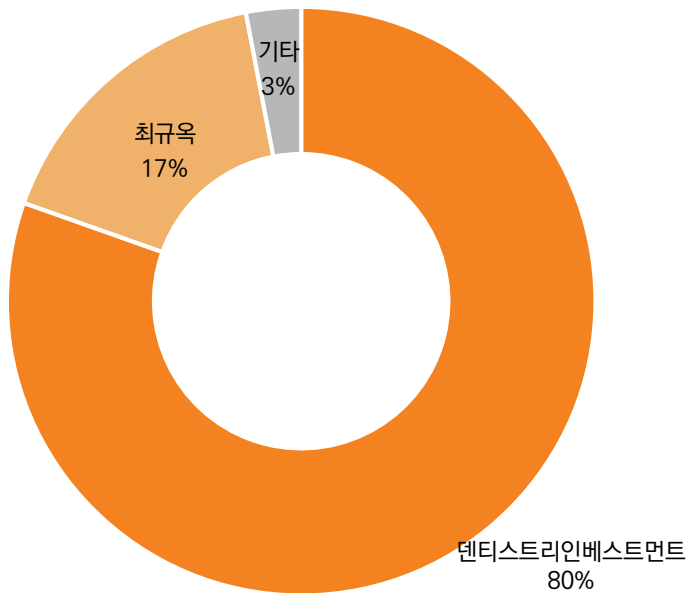
자료: kaufmanhall, 미래에셋증권 리서치센터

I. 2023년 상반기 Review: 오랜만에 찾아온 대세 상승기

③ 1H23 Review: 국내 의료기기 기업에 대한 M&A

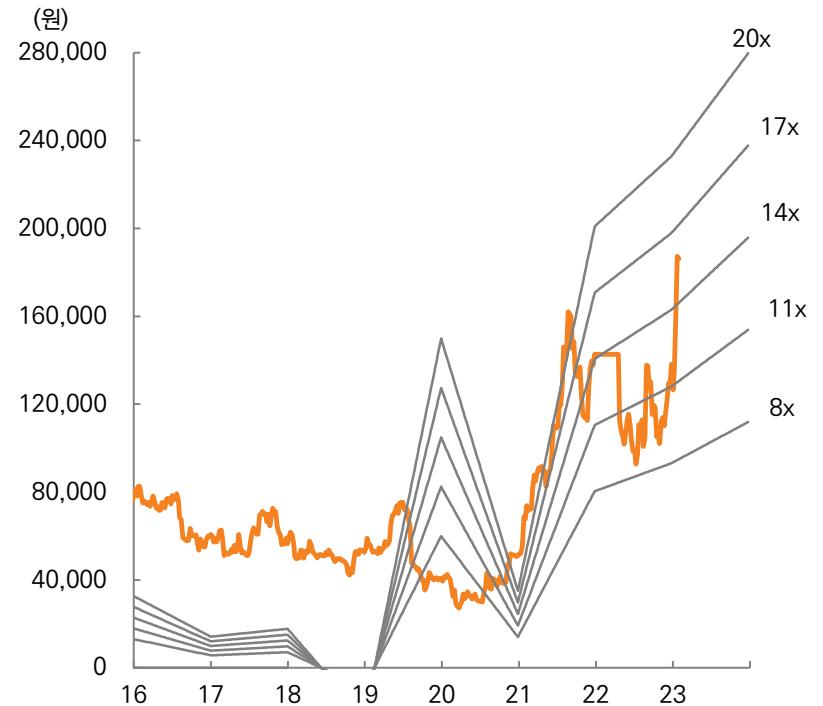
- UCK/MBK, 19만원(시가총액 기준 약 2.8조원)에 오스템임플란트 공개매수 성공 후 상장폐지 진행 중
- 올림푸스, 소화기 스텐트 전문기업인 태웅메디칼 4,824억 원에 지분 100% 인수
- 글랜우드 PE, LG화학 진단사업부문 매각 우선협상대상자 선정(매각가 약 1,200억원 추정)
- 이 외에 에너지기반 미용기기 업체인 루트로닉의 사모펀드 인수설이 언론에 보도되기도 하는 등 23년 상반기는 어느 때보다도 국내 의료기기 업체들에 대한 M&A 이벤트가 풍성

오스템임플란트 지분율(2023년 5월 3일 기준)



자료: DART, 미래에셋증권 리서치센터

오스템임플란트 12개월 선행 P/E 밴드 차트



자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

I. 2023년 상반기 Review: 오랜만에 찾아온 대세 상승기

④ 1H23 Review:

글로벌 기업대비

Outperform하고 있는

국내 치과 및 미용기기 업종

- 22년 부터 꾸준히 국내기업들의 주가 Performance가 글로벌 기업을 압도하고 있음
- 특히 국내 치과 및 미용기기는 22년 말부터 반등폭이 큼
- 미용은 국내시장의 성장과 해외시장 수출이 쌍끌이로 좋았고, 치과 시장은 오스템임플란트의 상장폐지로 인한 수급 이동과 중국 VBP 정책 수혜 기대감이 작용

국내 vs. 해외 치과기업 주가 Performance

(2022.01.01=100)



주: 국내기업(오스템임플란트, 바텍, 덴티움, 디오, 레이), 해외기업(Henry Schein, XRAY, ALGN, NVST, STMN, SDC, Zimvie)

자료: 각사, 미래에셋증권 리서치센터

국내 vs. 해외 미용기기 기업 주가 Performance

(2022.01.01=100)



주: 국내기업(루트로닉, 제이시스메디칼, 클래시스, 원텍, 비올, 이루다), 해외기업(INMD, Beauty Health, Cutera, Venus Concept, Sisram Medical, Airsculpt)

자료: 각사, 미래에셋증권 리서치센터

I. 2023년 상반기 Review: 오랜만에 찾아온 대세 상승기

세부시장별 온도차가 컸던 디지털 헬스

- 좋았던 영역은 웨어러블, 데이터 솔루션, 디지털 진단 및 치료
- 특히 디지털 진단 및 치료영역에서는 국내 기업들이 주가상승을 주도하는 것이 특징
- 상대적으로 부진했던 영역은 원격의료, 디지털 플랫폼. 다만, 원격의료에서 중국업체를 제외한 미국 기업들의 Performance는 연초대비 8% 상승. 지역별 온도차도 존재하는 것을 확인 가능

디지털헬스 주요 세부 섹터별 반기 주가 변화율 추이

분류	세부 분류	1H20	2H20	1H21	2H21	1H22	2H22	1H23	팬더믹 이전
Connectivity 강화	원격의료	144%	22%	-20%	-50%	-25%	10%	-23%	-39%
	디지털 플랫폼	40%	122%	-21%	-23%	-50%	-8%	-9%	-67%
	웨어러블	50%	12%	10%	18%	-33%	23%	8%	94%
Data Analysis	데이터 솔루션	50%	32%	18%	-21%	-18%	-24%	12%	40%
Workflow Improvement	디지털 진단 및 치료			112%	-33%	-56%	-56%	104%	-77%
의료복합체		0%	17%	15%	26%	1%	3%	-10%	61%
Index	S&P 500 건강관리	-1%	13%	12%	14%	-10%	6%	-3%	31%

주1: 1H23는 23년 1월 1일부터 23년 5월 23일 까지

주2: 원격의료(TDOC, Ali Health, Ping An Health, HIMS, TALK, JD Health, AMWL, SHCR, BBLN), 디지털 플랫폼(M3, GDRX, DOCS), 웨어러블(DXCM, RMD, PODD, TNDM, INSP, IRTC, SENS), 데이터 솔루션(VEEV, MDRX, NXGN, RCM, TRHC, PHR, SDGR, MPLN, ACCD, SMFR), 디지털 진단 및 치료(RNLX, AKLI, 루닛, 뷰노), 의료복합체(UNH)

주3: 디지털 플랫폼과 디지털진단 및 치료는 상장 초기 기업이 많아, 1H21말 대비 주가변화 측정

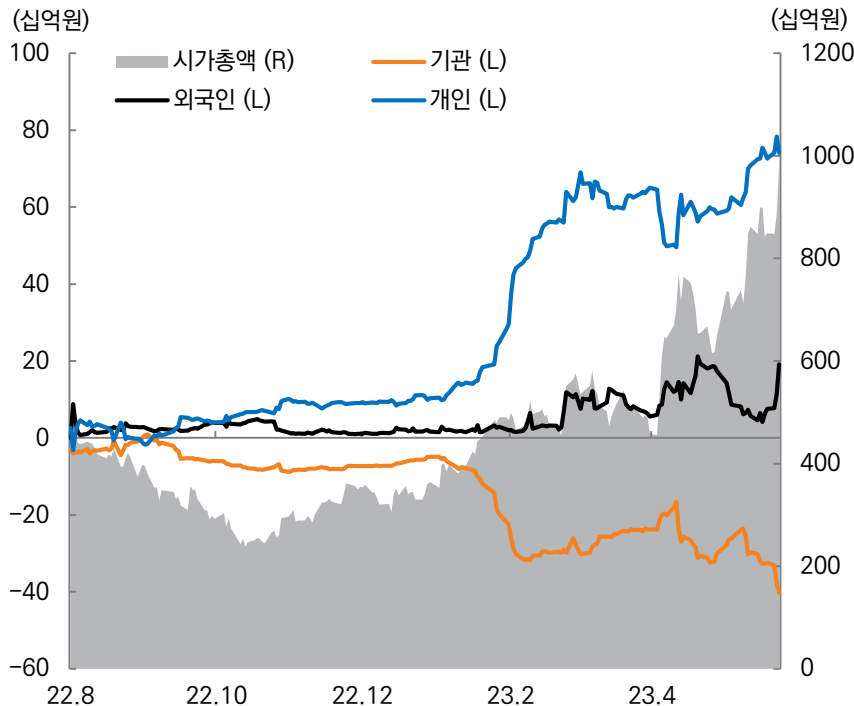
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

I. 2023년 상반기 Review: 오랜만에 찾아온 대세 상승기

① 국내외 글로벌 기업간 온도차가 컸던 Digital health

- ChatGPT 열풍과 함께 연초대비 140% 이상 상승한 루닛, 여세를 몰아 MSCI 스몰캡 지수에도 편입. 이외에도 대부분 국내 의료 AI 기업들의 주가도 크게 상승. 연초대비 뷰노 220%, 제이엘케이 160%, 답노이드 60% 상승(23년 5월 23일 종가 기준)
- 다만, 글로벌 디지털 치료기를 선도했던 대장주 Pear Therapeutics는 파산 신고. 이 과정에서 국내 디지털 치료기 선도기업인 웰트가 Pear Therapeutics의 신경질환 관련 파이프라인을 5만 달러에 인수 성공

의료 AI 글로벌 대장주로 거듭난 루닛의 주요주체별 매매동향



자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

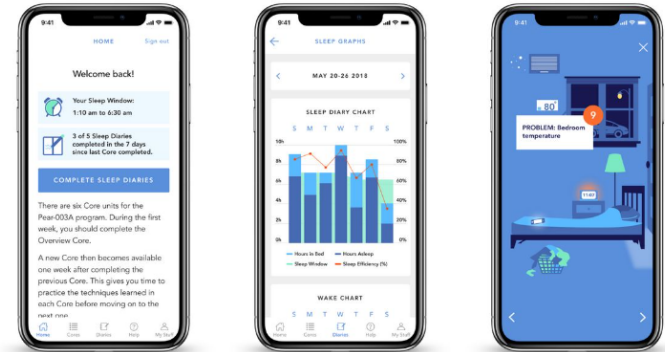
디지털 치료기 대장주였던 Pear Therapeutics의 파산 신고

Pear Therapeutics files for Chapter 11 bankruptcy

Published April 10, 2023



Elise Reuter
Reporter



Permission granted by Pear Therapeutics

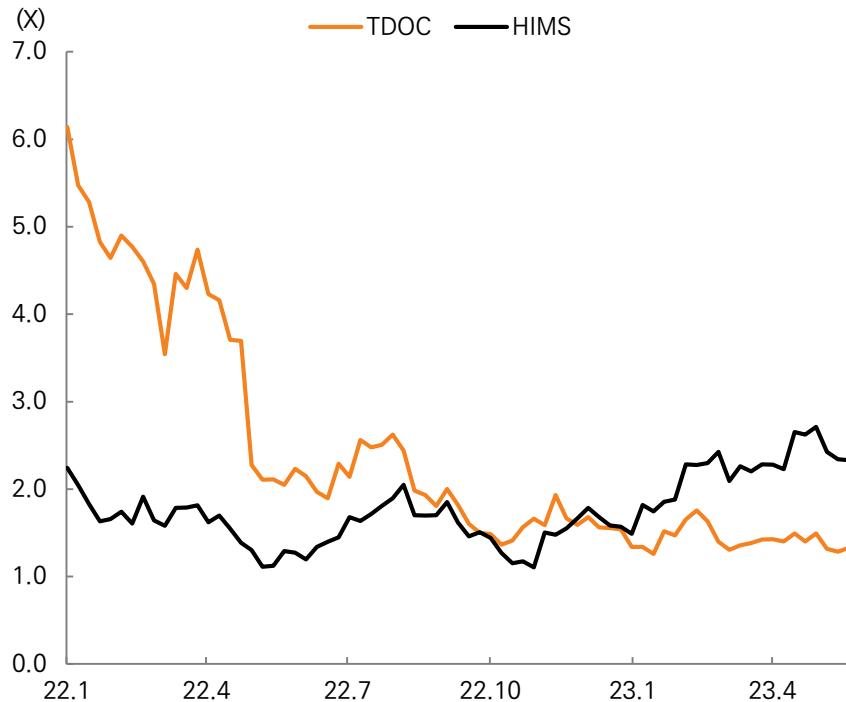
자료: healthcarediver.com, 미래에셋증권 리서치센터

I. 2023년 상반기 Review: 오랜만에 찾아온 대세 상승기

② 원격의료도 이제 Happy Drug가 대세

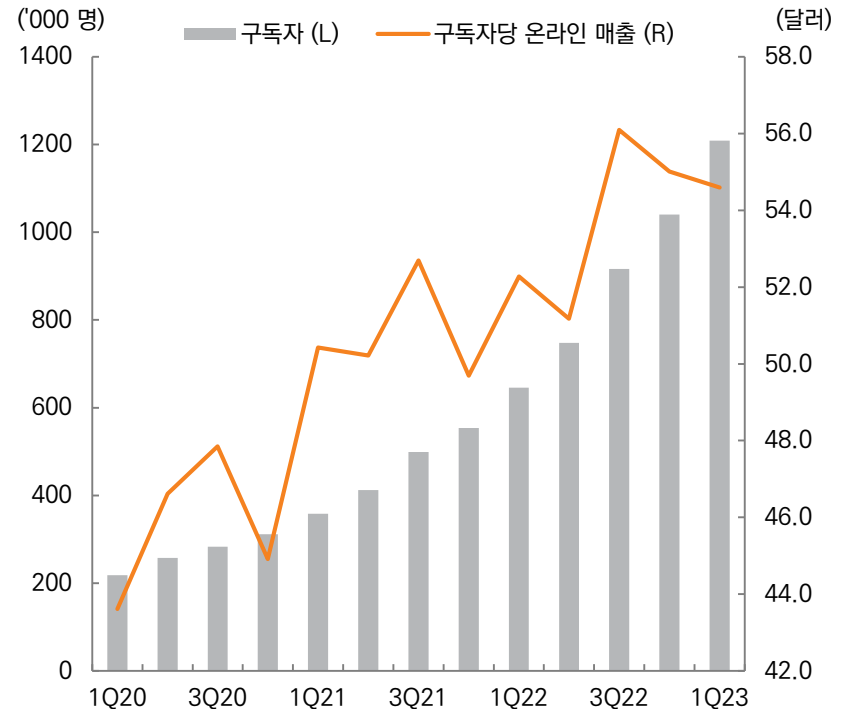
- 최근 원격의료 업체 중 가장 눈에 띄는 업체는 HIMS & HERS
- 주로 탈모, 성기능 장애, 정신건강, 피부질환 등 상대적으로 대면진료보다 비대면진료를 선호하고 장기 구매가 가능한 품목에 집중하여 의약품 처방에 특화된 비즈니스 모델 구현
- 또한, 샴푸나 화장품, 비타민 등 의약품과 패키지로 구매가 가능한 건기식이나 웰니스 제품까지 다각화를 하여 객단가를 높이고, 고객의 구매유지율을 높이고 있음
- 70%대의 높은 매출총이익률을 기록하고 있으며, 23년 연간 조정 EBITDA 흑자전환 기대

12개월 선행 P/S 기준 23년부터 TDOC를 넘어선 HIMS



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

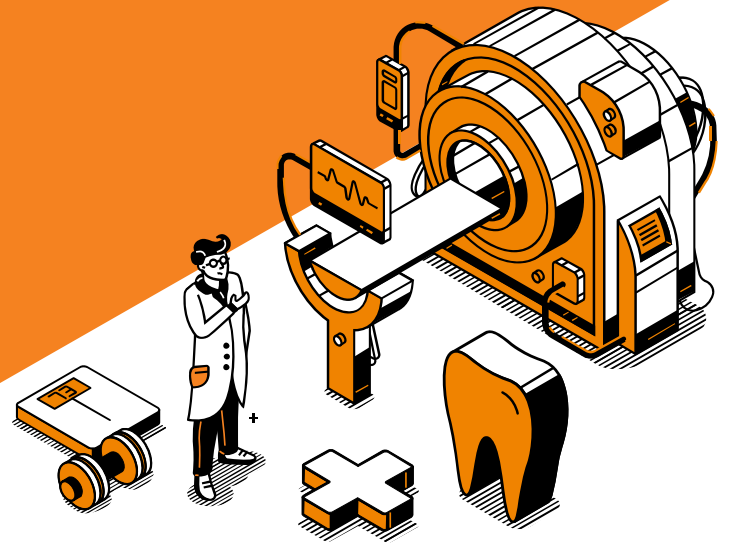
HIMS 구독자 100만명을 넘어섰고, 구독자당 매출은 지속적으로 상승



자료: HIMS, 미래에셋증권 리서치센터

MEDTECH

글로벌 시장

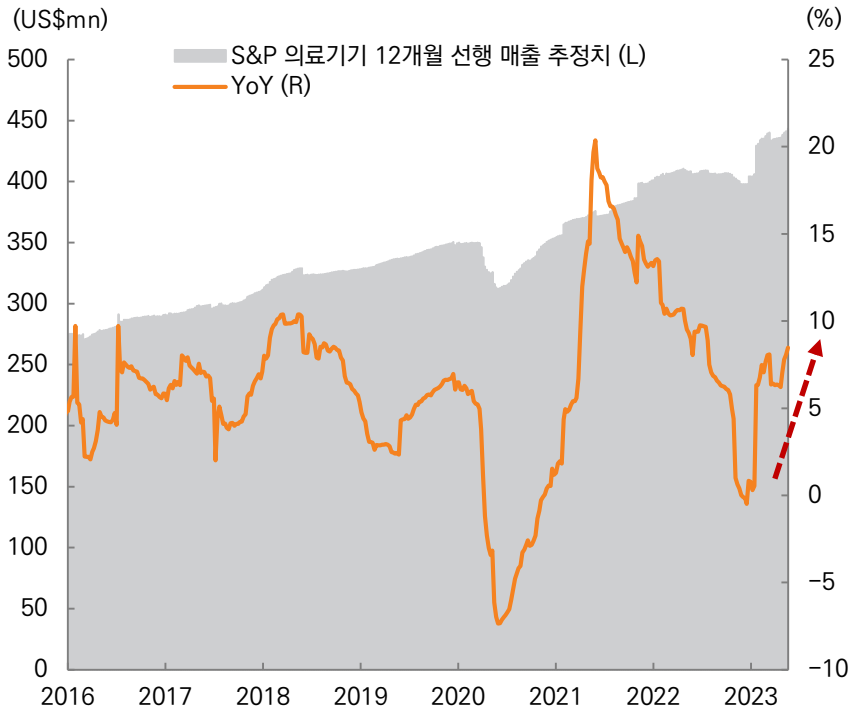


II. 글로벌 시장: 병원이 정상화되고 있다

점차 상승하는 매출 및 매출총이익률 추정치

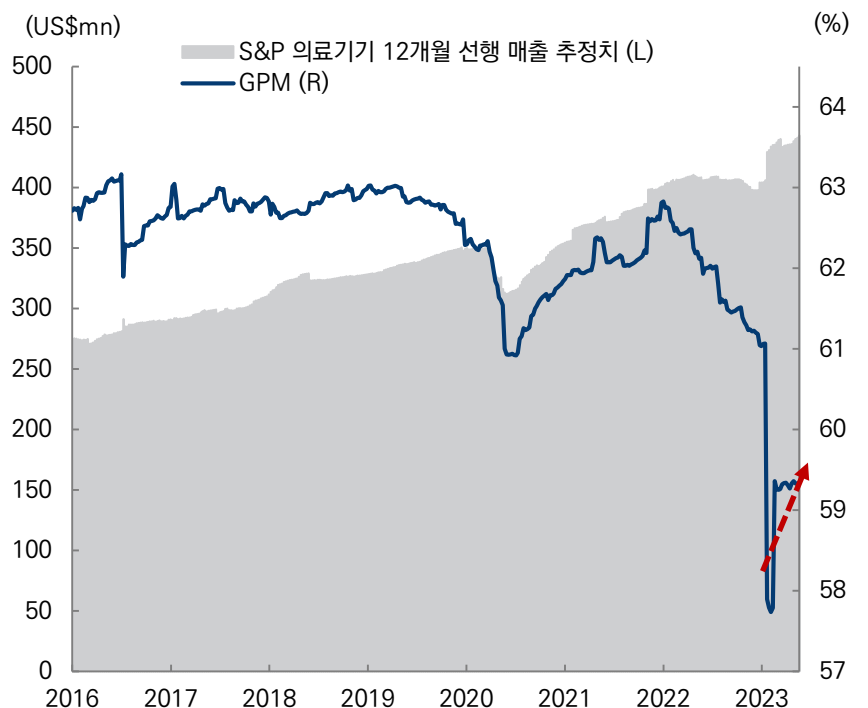
- 2023년에 들어서 지속적으로 상승폭이 줄어들던 글로벌 의료기기의 12개월 선행 매출 추정치가 상승반전. 최근 추정치는 역대 최고 수준
- 평균적으로 60% 초반 수준을 기록하다 50% 후반까지 하락했던 매출총이익률도 최근 반등하기 시작
- 가장 부담이 되었던 의료진부족 이슈가 점차 정상화되면서, 소모품 매출과 장비 매출이 개선될 것으로 예측되기 때문

글로벌 의료기기 섹터의 12개월 선행 매출 추정치 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

글로벌 의료기기 섹터의 12개월 선행 매출 추정치와 GPM 추이



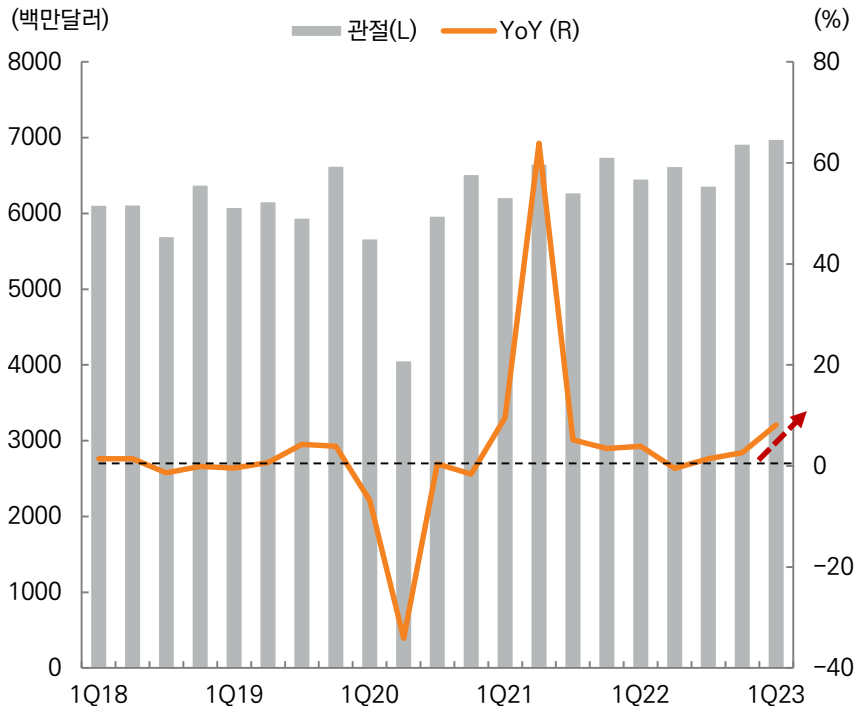
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

II. 글로벌 시장: 병원이 정상화되고 있다

하반기 투자전략 ①: 의료진 부족 이슈 정상화 수혜 종목 찾기

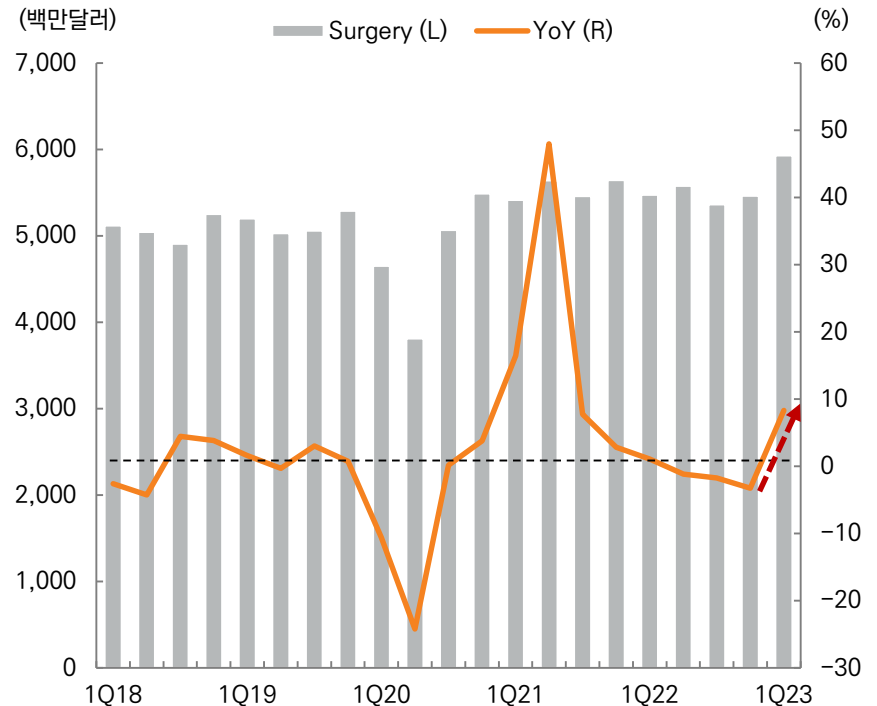
- 의료진 부족 이슈가 점차 해소됨에 따라, 1Q23 의료기기 분야를 대표하는 관절 및 일반 수술 관련 매출이 크게 증가. 특히 가장 계절적 비수기인 1분기에 역대 최고 매출을 경신한 것이 특징
- 의료진 부족 이슈가 해소되며 ①수술 수요 증가에 따른 소모품 매출 증가와 ② 병원 운영 정상화에 따른 CAPEX 정상화로 고가 의료기기의 신규 구매 정상화는 23년 하반기 내내 지속될 것
- 관련 종목: 인튜이티브 서지컬(ISRG), 에드워즈 라이프사이언시스(EW), 애보트 래보러토리(ABT)

관절관련 의료기기 5개사 합산 매출 및 성장률 추이



자료: 각사, 미래에셋증권 리서치센터

수술 관련 의료기기 3개사 합산 매출 및 성장률 추이



자료: 각사, 미래에셋증권 리서치센터

II. 글로벌 시장: 병원이 정상화되고 있다

하반기 투자전략 ②: 정책 수혜주 찾기

- 미국의 연속혈당측정기 공보험 보장범위 확대: 인슐린 주입 하루 최소 3번에서 1번으로 하향조정. 23년 4월부터 시행. 이로 인해 연속혈당측정기 미국 시장 TAM이 300만명에서 700만명으로 확대. DXCM은 시장확대로 인해 25년 7억 달러의 매출이 증가할 것으로 전망
- 바이든 정부의 Cancer Moon Shot 계획의 일환으로 대장암 검진 최소연령 기존 50세에서 45세로 하향, 선별검사(Cologuard) 양성 시 후속 대장 내시경검사까지 공보험 급여 혜택 확대
- 관련종목: 애보트 래보러토리(ABT), 텍스컴(DXCM), 이그젝트 사이언스(EXAS)

23년 4월부터 미국 공보험의 CGM 보장 범위 확대

대장암 검진 최소연령 50세에서 45세로,
선별검사 양성 시 후속 대장 내시경 검사까지 공보험 급여 혜택 확대

Glucose Monitor - Policy Article

A52464

Contractor Information

Article Information

General Information

Article ID

A52464

Article Title

Glucose Monitor - Policy Article

Article Type

Article

Original Effective Date

10/01/2015

Revision Effective Date

04/16/2023

Revision Ending Date

N/A

Retirement Date

N/A

자료: CMS, 미래에셋증권 리서치센터

Reducing Barriers and Expanding Coverage for Colon Cancer Screening

Colon and rectal cancers continue to be a leading cause of death in the United States with even higher new cases and death rates for Black Americans, American Indians, and Alaska Natives. Medicare will now reduce the minimum age for colorectal cancer screening from 50 to 45 years, in alignment with recently revised policy recommendations by the U.S. Preventive Services Task Force. Additionally, Medicare will now cover as a preventive service a follow-on screening colonoscopy after a non-invasive stool-based test returns a positive result, which means that beneficiaries will not have out-of-pocket costs for both tests.

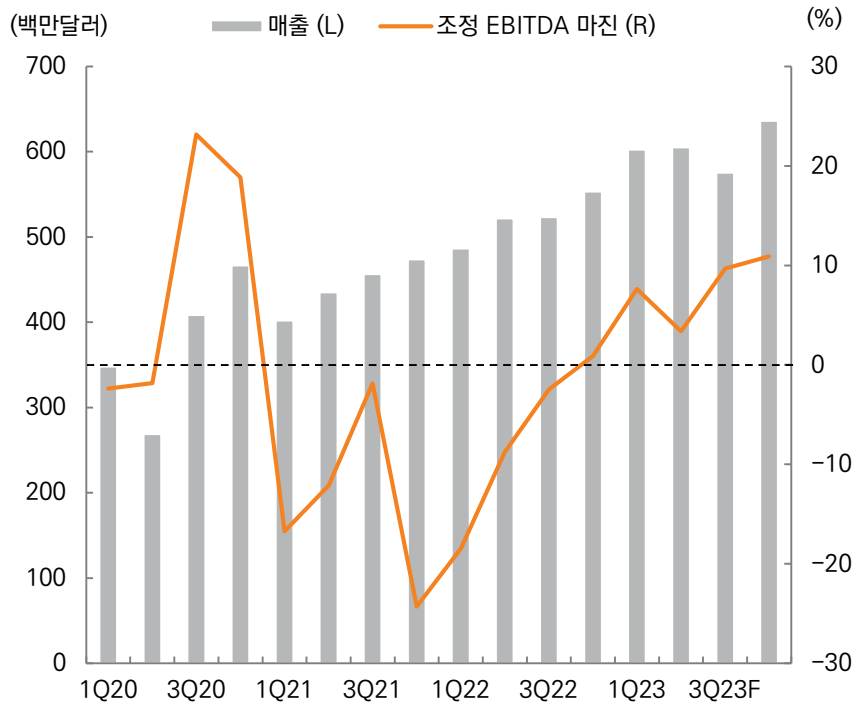
자료: CMS, 미래에셋증권 리서치센터

II. 글로벌 시장: 병원이 정상화되고 있다

하반기 투자전략 ③: 여전한 비우호적 매크로 환경 속 마진 개선 기업 찾기

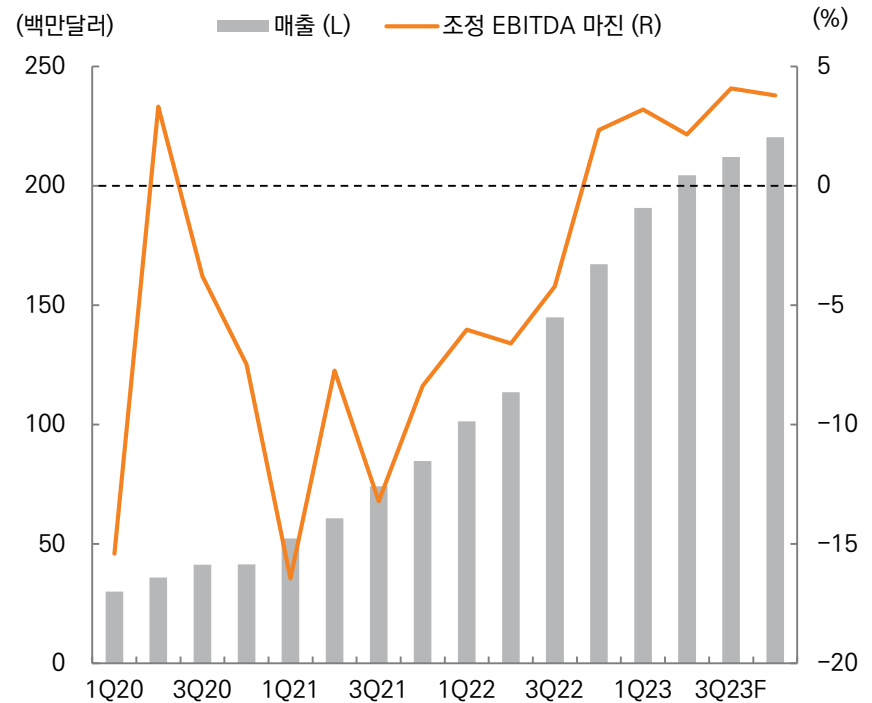
- 과거보다 금리 수준이 높아진 상황에서는 현금흐름 개선으로 재무상태 개선과 Cash-burn을 지연시킬 수 있는 기업이 유리
- 주식기반보상, 감가상각비 등 비현금성 비용을 제외한 조정 EBITDA 마진 개선이 중요
- 대표 암진단 기업인 EXAS와 최근 가장 주목받는 원격의료 업체인 HIMS는 올해 가이던스로 연간 조정 EBITDA 흑자전환을 제시
- 관련종목: 이그젝트 사이언스(EXAS), 힘스 앤 허스 헬스(HIMS)

EXAS의 매출 및 조정 EBITDA 마진 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

HIMS의 매출 및 조정 EBITDA 마진 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Appendix. Global Peer Group (Valuation)

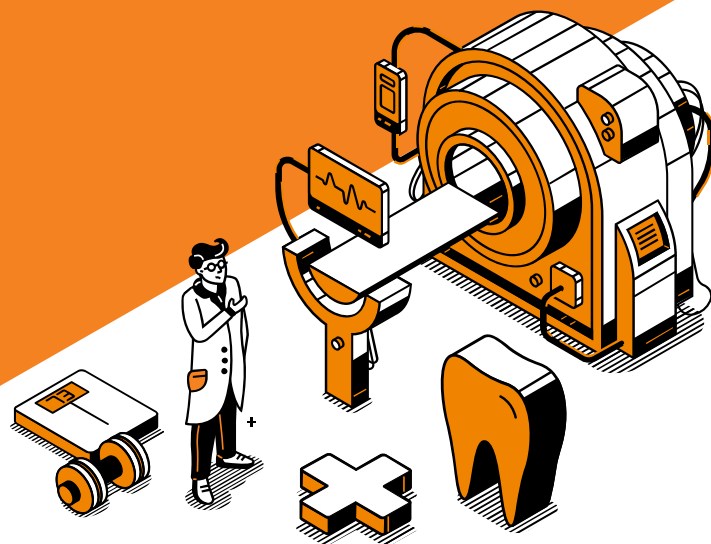
회사명	시가총액 (십억원)	영업이익률(%)			PER(배)			P/S(배)			ROE(%)			매출액(십억원)		
		22	23F	24F	22	23F	24F	22	23F	24F	22	23F	24F	22	23F	24F
유나이티드헬스 그룹	589,298	8.8	8.8	9.1	21.9	19.2	17.1	1.3	1.2	1.1	26.9	26.9	26.9	418,929	486,997	521,261
써모 피셔 사이언티픽	267,394	18.7	23.8	24.5	32.8	22.1	19.8	4.7	4.5	4.1	14.5	19.0	21.3	58,045	59,635	64,320
애보트 래버러토리	242,752	19.2	22.2	22.2	28.8	24.1	22.9	4.5	4.6	4.4	16.0	19.9	19.5	56,414	52,927	55,286
메드트로닉	153,036	18.2	26.6	25.7	21.2	16.5	16.8	3.8	3.7	3.6	7.8	13.2	12.3	37,298	40,693	42,447
인튜이티브 서지컬	139,444	25.3	33.6	34.6	80.6	55.4	48.2	16.6	14.8	13.0	11.3	15.4	14.9	8,041	9,506	10,810
에드워즈 라이프사이언스	67,819	32.5	29.8	30.9	33.9	33.4	29.5	9.5	8.6	7.9	25.2	24.7	22.9	6,955.9	7,944.4	8,718.6
덱스컴	59,205	13.4	16.3	18.7	-	-	-	14.9	12.8	10.6	13.2	17.7	19.9	3,760.5	4,614.5	5,559.3
얼라인 테크놀로지	28,542	17.2	19.4	20.7	59.7	34.1	28.5	5.9	5.5	5.0	8.8	15.8	17.1	4,826.4	5,270.6	5,857.3
노보큐어	19,528	(28.5)	(14.1)	(8.1)	-	-	-	6.6	6.1	5.4	(16.4)	(11.9)	(6.7)	2,693.6	3,176.0	3,598.8
이그젝트 사이언시스	11,271	(16.6)	(43.6)	(43.0)	-	-	-	16.2	16.5	15.4	(32.5)	(61.3)	(112.0)	695.1	690.1	741.9
텔라닥 헬스	5,223	(567.3)	(8.7)	(4.7)	-	-	-	1.6	1.5	1.4	(123.4)	(8.4)	(7.0)	3,110.5	3,521.4	3,796.9
인모드	3,746	43.6	43.8	44.1	17.0	13.0	11.4	5.9	5.3	4.6	33.3	31.6	24.8	587.1	700.9	807.8
전체 평균		-34.6	13.2	14.6	32.9	24.2	21.6	7.6	7.1	6.4	-1.3	8.6	4.5			
에스디바이오센서	1,862	39.1	(0.8)	13.2	2.0	-	21.4	0.6	2.2	2.2	35.3	(3.1)	2.4	2,932.0	830.0	840.1
덴티움	1,833	35.3	33.9	34.9	16.1	17.2	13.4	4.1	4.3	3.6	25.3	25.2	24.5	355.9	424.2	507.0
클래시스	1,623	48.6	50.8	52.1	19.9	21.5	17.7	11.1	9.2	7.8	39.4	28.6	26.8	141.8	176.1	207.1
씨젠	1,259	23.0	0.3	12.7	65.2	73.3	29.5	2.5	3.5	3.1	1.6	1.5	4.0	853.6	356.0	402.0
루트로닉	696	21.0	19.7	20.3	14.7	14.5	12.2	2.5	2.2	1.9	32.0	27.5	25.6	264.2	319.5	364.7
제이시스메디칼	676	29.2	31.5	33.8	23.3	18.4	13.6	5.3	4.6	3.7	38.8	36.9	33.4	116.5	145.8	180.5
바텍	530	20.2	18.8	19.4	6.9	7.7	7.0	1.3	1.2	1.1	23.6	18.0	16.9	395.1	429.2	476.3
레이	551	12.6	16.6	18.8	110.7	24.4	17.1	4.3	3.2	2.6	4.8	16.8	20.3	129.0	170.6	214.9
디오	465	(3.4)	23.2	25.8	-	13.4	10.9	3.1	2.7	2.2	(6.4)	18.9	19.0	131.3	172.4	210.3
아이센스	462	7.5	8.4	12.3	62.8	20.9	12.8	1.8	1.6	1.5	2.6	7.5	11.3	264.8	285.0	318.0
인바디	368	25.4	24.4	25.0	10.3	9.6	8.6	2.1	2.0	1.8	16.5	16.4	15.9	160.0	180.0	204.0
뷰웍스	336	18.3	16.9	17.9	12.7	9.5	8.2	1.3	1.3	1.2	12.2	15.8	16.1	237.9	254.0	283.3
전체 평균		-0.4	5.0	11.6	18.7	15.7	14.4	3.7	3.6	3.0	14.1	12.9	16.9			

주: 2023년 5월 23일 종가 기준

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

COMPANY

해외 종목 분석



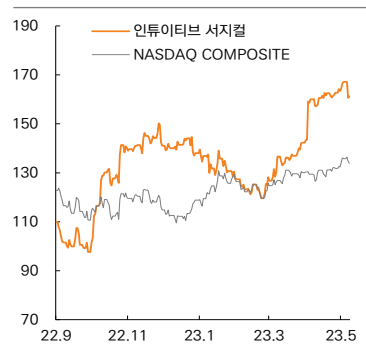
견조한 로봇수술 이용률에 병원정상화로 수술로봇판매까지 좋다

Refinitiv 평균목표주가	USD 310.16
현재주가(23/5/24)	USD 302.48
상승여력	2.5%
NASDAQ (23/5/24, p)	12,484.16
국가	미국

EPS 성장률 (23F,%)	10.3		
P/E(23F,x)	73.8		
MKT P/E(23F,x)	27.3		
배당수익률(%)	-		
시가총액 (십억USD)	105.99		
시가총액 (조원)	138.99		
유통주식수 (백만주)	348.7		
52주 최저가 (USD)	183.06		
52주 최고가 (USD)	313.62		
주가상승률 (%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	0.7	14.4	38.5
상대주가	-2.9	3.4	25.0

투자포인트

- 1Q23 로봇수술건수(26% YoY, 54만건 추정)와 기기당 로봇수술 사용횟수(70.7회, 12% YoY) 모두 사상최대 실적을 경신하며 양과 질 모두 성장 중
- 무엇보다도 그동안 부진했던 수술로봇 신규판매가 살아나고 있음. 1Q23 보상판매를 제외한 출고대수는 235대로 역대 최고 경신
- 로봇수술 건수와 수술로봇 신규판매가 증가하며 수술로봇 시장의 경쟁심화 우려보다는 병원시장 정상화 기대감이 더 큰 상황. 아직 경쟁사가 최대 시장인 미국에 진출하지 못하였고 활용가능한 적응증이 제한되어 있다는 것은 동사에게 유리한 상황
- 올해 수술도구 가격인상(5%)이 진행될 예정으로 매출 및 영업이익 연간 1억 달러 증분 효과 기대
- 4대 전략: 소모품전략, 경제성강화, 신규 플랫폼 강화, 데이터 분석 서비스 강화
- 현 주가는 12개월 선행 P/E 기준 74배(지난 5년 평균 59배)로 글로벌 Peer(34배)대비 고평가 상태
- 리스크: 경쟁심화, 수술로봇 신규판매 감소, 해외시장 적응증 확대 지연, 밸류에이션 부담



결산기 (12월)	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (백만USD)	4,358	5,710	6,222	7,109	7,997	9,139
영업이익 (백만USD)	1,050	1,821	1,577	1,679	1,929	2,250
영업이익률 (%)	24.1	31.9	25.3	23.6	24.1	24.6
순이익 (백만USD)	1,061	1,705	1,322	1,436	1,612	1,880
EPS (USD)	3.02	4.79	3.72	4.10	4.60	5.37
ROE (%)	11.8	15.8	11.5	12.3	12.3	12.6
P/E (배)	90.2	75.1	71.4	73.8	65.7	56.3
P/B (배)	9.9	10.8	8.4	8.6	7.6	6.7

주: GAAP
 자료: ISRG, Refinitiv, 미래에셋증권 리서치센터

[첨단의료기기/디지털헬스] 김충현, CFA
 choonghyun.kim@miraesasset.com

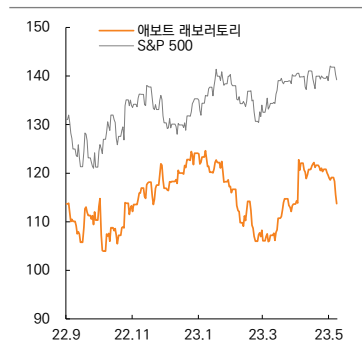
엔더믹 시대가 두렵지 않다

Refinitiv 평균목표주가	USD 124.90
현재주가(23/5/24)	USD 104.04
상승여력	20.0%
S&P 500 (23/5/24, p)	4,115.24
국가	미국

EPS 성장률 (23F,%)	-1.5		
P/E(23F,x)	26.7		
MKT P/E(23F,x)	18.8		
배당수익률(%)	1.7		
시가총액 (십억USD)	180.92		
시가총액 (조원)	237.26		
유통주식수 (백만주)	1726.3		
52주 최저가 (USD)	95.06		
52주 최고가 (USD)	117.51		
주가상승률 (%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-5.8	-1.9	-8.6
상대주가	-5.3	-4.0	-12.4

투자포인트

- 올해 남은 3분기 동안 코로나 매출 7.7억달러(작년 동기간 50.6억 달러)로 크게 하락할 것으로 전망하면서 EPS 가이던스를 유지. 모든 사업부문에서의 유기적 성장에 대한 자신감으로 해석 가능. 실제 1Q23 유기적 외형 성장률은 10% YoY
- 올해 성장을 견인할 사업부문은 의료기기. 가장 문제가 되었던 의료진 부족 이슈 해소 가능성이 복수의 의료기기 기업들 실적발표에서 언급. 이 중 핵심 성장동력인 연속혈당측정기는 신제품 효과(Libre 3.0 미국 50% YoY)와 공보험 보장범위 확대 정책 등 미국 시장 모멘텀 강화
- 이 외에도 심장관련 다수의 의료기기 파이프라인 보유(이식용 심부전 모니터, 좌심방 폐색장치, 인공 대동맥 판막, 무연 심박조율기 등)
- 현 주가는 12개월 선행 P/E 25배. 글로벌 Peer(21배)대비 고평가, 지난 5년평균(31배) 대비 저평가. 동사는 S&P 500 배당 Aristocrats Index 편입기업으로 2Q23 배당은 0.51달러
- 리스크: 의료진 부족 만성화, CGM 경쟁심화, 파이프라인의 임상실패 및 시장침투 지연



결산기 (12월)	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (백만USD)	34,608	43,075	43,653	39,980	42,104	44,778
영업이익 (백만USD)	5,472	8,425	8,317	7,412	9,258	10,204
영업이익률 (%)	15.8	19.6	19.1	18.5	22.0	22.8
순이익 (백만USD)	4,495	7,071	6,933	6,769	8,448	9,251
EPS (USD)	2.54	3.98	3.95	3.89	4.86	5.32
ROE (%)	14.2	20.8	19.2	18.6	21.0	19.1
P/E (배)	43.2	35.3	27.8	26.7	21.4	19.5
P/B (배)	4.6	5.2	3.7	3.5	3.0	2.7

주: GAAP
자료: ABT, Refinitiv, 미래에셋증권 리서치센터

흑자까지 내는 암진단 기업으로 진화 중

Refinitiv 평균목표주가	USD 86.52
현재주가(23/5/24)	USD 82.50
상승여력	4.9%
NASDAQ (23/5/24, p)	12,484.16
국가	미국

EPS 성장률 (23F,%)	-
P/E(23F,x)	-
MKT P/E(23F,x)	27.3
배당수익률(%)	-
시가총액 (십억USD)	14.88
시가총액 (조원)	19.52
유통주식수 (백만주)	178.7
52주 최저가 (USD)	30.35
52주 최고가 (USD)	83.61
주가상승률 (%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	24.6 91.5 72.3
상대주가	20.1 73.1 55.4

투자포인트

- 3년 재검사 수요(전체 매출의 20%), 45~49세 고객, 대형 병원의 전자주문(400개 중 275개 침투) 효과로 핵심사업인 선별검사 사업부문이 1Q23 역대 최대 실적을 경신. 특히 45~49세 시장 침투율이 10%로 1.5년만에 기존 50세 이상 시장과 동일한 침투율로 성장. 45~49세 고객과 3년 재검사 수요는 3년내 10억 달러의 매출 기여를 할 것으로 예상
- 실적 개선과 함께 연간 조정 EBITDA 마진 흑자전환 목표는 충분히 달성 가능해보임. 동사는 올해 분기 잉여현금흐름 발생. 24년 연간 잉여현금흐름을 발생시키는 것이 목표
- 동사는 암 진단 전주기 포트폴리오를 구축해가는 전세계 유일한 진단기업. 간암 선별검사, MRD 검사(예후진단), 다중암 선별검사, 혈액기반 대장암 선별검사 등 다수의 파이프라인을 보유하여, 개별 완료시 접근가능 시장 약 600억 달러(예후진단 150억 달러, 대장암+간암+다중 암 선별검사 445억 달러)까지 확대 가능
- 파이프라인 이벤트: 콜로가드 2.0(23년 중반 데이터 제시, 24년 FDA 허가)
- 현 주가는 12개월 선행 P/S 6배로 지난 3년 평균(8배) 대비 저평가, 글로벌 Peer(5배) 대비 고평가
- 리스크: 비용증가, 후속 파이프라인 임상 실패



결산기 (12월)	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (백만USD)	1,491	1,767	2,084	2,422	2,785	3,203
영업이익 (백만USD)	-768	-856	-594	-372	-301	-198
영업이익률 (%)	-51.5	-48.4	-28.5	-15.4	-10.8	-6.2
순이익 (백만USD)	-824	-596	-624	-366	-296	-194
EPS (USD)	-5.45	-3.48	-3.54	-2.06	-1.66	-1.09
ROE (%)	-36.4	-21.2	-19.4	-12.6	-11.3	-8.2
P/E (배)	-	-	-	-	-	-
P/B (배)	9.4	4.0	2.9	5.3	6.0	6.5

주: GAAP
 자료: EXAS, Refinitiv, 미래에셋증권 리서치센터

[첨단의료기기/디지털헬스] 김충현, CFA
 choonghyun.kim@miraesasset.com

에드워즈 라이프사이언시스 Edwards Lifesciences (EW US)

발목을 잡던 의료진 부족 문제를 벗어나는 중

Refinitiv 평균목표주가	USD 94.00
현재주가(23/5/24)	USD 83.84
상승여력	12.1%
S&P 500 (23/5/24, p)	4,115.24
국가	미국

EPS 성장률 (23F,%)	3.0		
P/E(23F,x)	33.1		
MKT P/E(23F,x)	18.8		
배당수익률(%)	-		
시가총액 (십억USD)	50.83		
시가총액 (조원)	66.65		
유통주식수 (백만주)	600.7		
52주 최저가 (USD)	68.54		
52주 최고가 (USD)	107.29		
주가상승률 (%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-5.6	10.4	-11.3
상대주가	-5.1	8.1	-15.1

투자포인트

- 핵심시장인 미국에서 의료진 부족 현상이 점차 개선되고 있음. 시술에 선행되는 검사(CT, 혈관조영술 등)가 개흉수술대비 복잡하여 의료진 부족의 영향을 상대적으로 많이 받는 최소침습술 사업은 계절적 비수기인 1분기임에도 사상최대 분기실적을 경신
- 상대적으로 의료진 영향을 덜 받는 개흉 수술 사업은 수술량 증가로 1Q23 전년대비 12% 성장
- 동사의 가장 중요한 성장스토리는 19년 TAVR 시술 대상자 확대허가(중증도 환자에서 저위험 환자까지). 시장규모는 28년 100억 달러로 성장 전망. 저위험 환자 시술이 가능한 기업은 동사를 포함한 2개 기업만 가능하며, 동사는 현재 TAVR 시장의 60% 이상을 점유하고 있어 TAVR 시장 확대의 가장 큰 수혜주
- 승모판과 삼첨판 시장(TMTT)도 임상적 유효성을 쌓아가며 28년 50억 달러까지 확대될 것으로 예상
- 적응증 확대를 위해 8개의 확증 임상시험(TAVR 3개 + TMTT 5개) 진행 중
- 현 주가는 12개월 선행 P/E 기준 31배(지난 5년 평균 40배)로 글로벌 Peer(30배)와 유사
- 리스크: 경쟁심화, 의료진 부족 만성화, 파이프라인의 임상시험 실패, 밸류에이션 부담



결산기 (12월)	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (백만USD)	4,386	5,233	5,382	6,026	6,722	7,446
영업이익 (백만USD)	898	1,690	1,749	1,741	2,100	2,363
영업이익률 (%)	20.5	32.3	32.5	28.9	31.2	31.7
순이익 (백만USD)	823	1,503	1,522	1,540	1,860	2,092
EPS (USD)	1.32	2.41	2.46	2.53	3.06	3.44
ROE (%)	18.9	28.9	26.1	23.7	22.9	20.7
P/E (배)	69.0	53.7	30.3	33.1	27.4	24.4
P/B (배)	8.8	9.8	4.6	4.5	3.9	3.3

주: GAAP
자료: EW, Refinitiv, 미래에셋증권 리서치센터

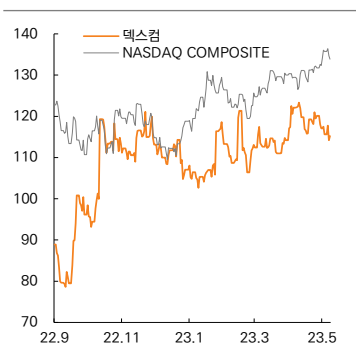
G7 신제품 효과와 미국 공보험 보장 확대의 쌍포

Refinitiv 평균목표주가	USD 140.32
현재주가(23/5/24)	USD 116.73
상승여력	20.2%
NASDAQ (23/5/24, p)	12,484.16
국가	미국

EPS 성장률 (23F,%)	42.2		
P/E(23F,x)	93.7		
MKT P/E(23F,x)	27.3		
배당수익률(%)	-		
시가총액 (십억USD)	45.25		
시가총액 (조원)	59.34		
유통주식수 (백만주)	385.2		
52주 최저가 (USD)	67.99		
52주 최고가 (USD)	124.93		
주가상승률 (%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-5.7	3.4	62.1
상대주가	-9.1	-6.6	46.2

투자포인트

- 1Q23 사상최대 신규 사용자를 확보하며 22년말 대비 환자기반 30% 증가. 미국 공보험의 G7 보장 및 CGM 보장범위 확대 정책(미국 시장 TAM 300만명 → 700만명)을 고려하여 2023년 매출 가이던스도 상향
- 지난 2월 런칭한 차세대 CGM인 G7은 출시 초기임에도 1,000개의 신규 의료공급자가 처방하였고, G6와 동일한 유통채널(DME) 확보. 2Q23까지 주요 PBM이 모두 G7을 보장할 것으로 예상
- 최근 핵심시장인 미국에서 경쟁사인 ABT의 Freestyle Libre 3.0의 약진이 돋보이나, 주력인 인슐린 집중치료 시장에서 대부분의 주요 인슐린 주입기들과 연동이 가능한 점과 신제품인 G7의 상업화가 시작되었다는 점에서 지나친 우려는 지양할 필요가 있음
- 변경된 미국 공보험의 CGM 보장 지침(인슐린 사용조건 하루 3회에서 1번으로 축소)은 7월부터 실적에 반영될 것(23년 연간 매출의 1% 기여 예상). 본격적인 실적기여는 24년 이후로 전망되며 25년 매출 7억달러 기여 예상
- 현 주가는 12개월 선행 P/S 기준 12배(지난 5년평균 12배)로 글로벌 Peer(5배) 대비 고평가
- 리스크: Libre와의 경쟁심화, G7 생산 개시로 인한 마진 훼손



결산기 (12월)	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (백만USD)	1,927	2,449	2,910	3,503	4,222	5,066
영업이익 (백만USD)	300	266	391	541	692	881
영업이익률 (%)	15.6	10.9	13.4	15.4	16.4	17.4
순이익 (백만USD)	550	217	341	483	609	775
EPS (USD)	1.46	0.56	0.88	1.25	1.57	2.00
ROE (%)	40.6	11.2	16.3	20.1	20.5	21.2
P/E (배)	63.5	239.4	129.2	93.7	74.3	58.4
P/B (배)	18.4	23.2	16.0	13.9	11.7	9.7

주: GAAP
자료: DXCM, Refinitiv, 미래에셋증권 리서치센터

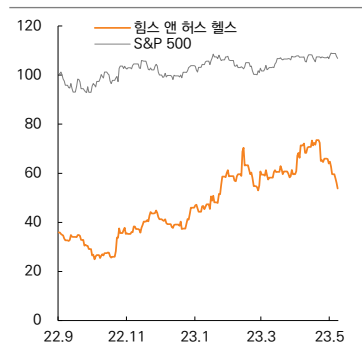
원격의료도 Happy Drug가 돈이 된다

Refinitiv 평균목표주가	USD 12.91
현재주가(23/5/24)	USD 8.81
상승여력	46.5%
S&P 500 (23/5/24, p)	4,115.24
국가	미국

EPS 성장률 (23F,%)	-		
P/E(23F,x)	-		
MKT P/E(23F,x)	18.8		
배당수익률(%)	-		
시가총액 (십억USD)	1,844.10		
시가총액 (조원)	2,418.35		
유통주식수 (백만주)	136.5		
52주 최저가 (USD)	3.42		
52주 최고가 (USD)	12.04		
주가상승률 (%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-25.4	40.5	157.6
상대주가	-25.0	37.5	146.7

투자포인트

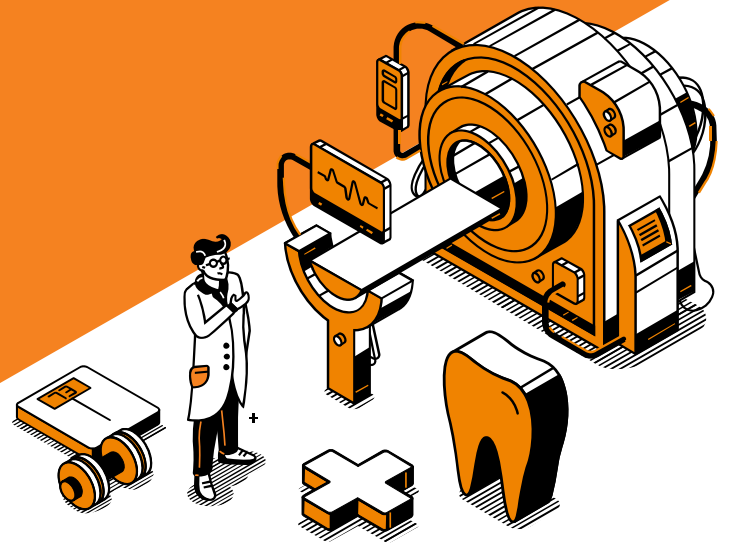
- 주로 탈모, 성기능 장애, 정신건강, 피부질환 등 상대적으로 대면진료보다 비대면진료를 선호하고 장기 구매가 가능한 품목에 집중하여 의약품 처방에 특화된 비즈니스 모델 구현
- 또한 샴푸나 화장품, 비타민 등 의약품과 패키지로 구매가 가능한 건기식이나 웰니스 제품까지 다각화를 하여 객단가를 높이고, 고객의 구매유지율을 높이고 있음
- 1Q23 역대 최고 수준의 운영 지표 달성: 신규 구독자 16.9만명(84% YoY), 총 구독자 121만명(87% YoY), 순주문량 205만 건(70% YoY), 주문당 ASP 90달러(15% YoY) 등
- 70%대의 높은 매출총이익률을 기록하고 있으며, 23년 연간 조정 EBITDA 흑자전환 기대
- 2023년 가이던스: 매출 8.1~8.3억 달러(54~58% YoY), 조정 EBITDA 2.5~3천만달러(흑자전환)
- 현 주가는 12개월 선행 P/S 기준 2배로 지난 2년평균(2.5배)와 글로벌 Peer(5배) 대비 저평가
- 리스크: 아마존 및 기타 원격의료업체와의 경쟁심화, 흑자전환 지연



결산기 (12월)	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (백만USD)	0	272	527	828	1,025	1,242
영업이익 (백만USD)	-5	-115	-69	-32	-17	24
영업이익률 (%)	-	-42.3	-13.1	-3.9	-1.7	1.9
순이익 (백만USD)	-3	-108	-66	-26	-8	33
EPS (USD)	-0.12	-0.58	-0.32	-0.13	-0.04	0.16
ROE (%)	-1.6	-40.8	-20.3	-8.5	-2.9	11.1
P/E (배)	-	-	-	-	-	54.2
P/B (배)	-	4.0	4.3	6.2	6.3	5.7

주: GAAP
자료: HIMS, Refinitiv, 미래에셋증권 리서치센터

MEDTECH
국내 시장

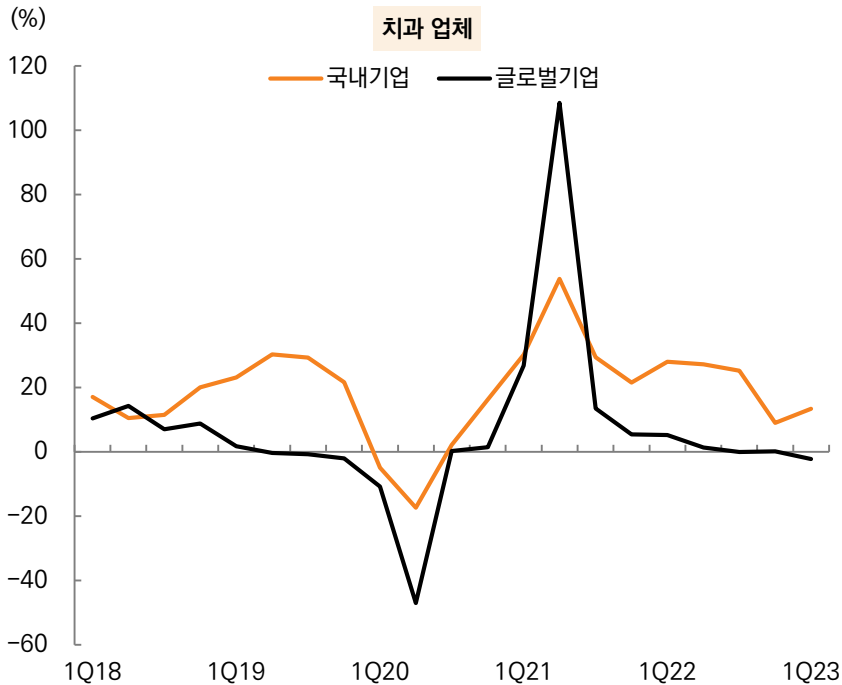


III. 국내시장: 여전히 좋을 치과와 미용, 턴어라운드가 기대되는 체외진단

23년 하반기에도 주요
세부시장인 치과와
미용은 국내 기업들의
실적이 글로벌 기업을
Outperform할 것

- 최근 국내 치과 및 미용기기 업체들이 글로벌 기업보다 주가 Performance가 좋았던 것은 견조한 실적에 기반
- 현재 매크로 상황을 고려할 때 상대적으로 가격대가 높은 글로벌 기업 대비 가격 경쟁력을 갖춘 국내 기업들의 선전이 하반기에도 지속될 것으로 예상

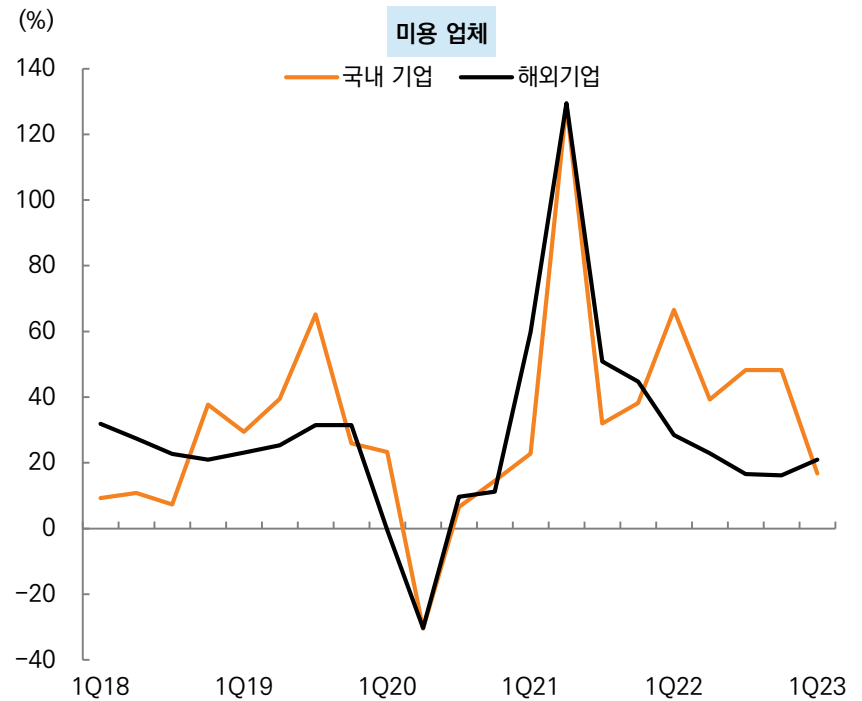
치과 업체 실적 추이



주: 국내기업(오스템임플란트, 바텍, 덴티움, 디오, 레이), 해외기업(Henry Schein, XRAY, ALGN, NVST, STMN, 3M, SDC, Zimvie)

자료: 각사, 미래에셋증권 리서치센터

미용 업체 실적추이



주: 국내기업(루트로닉, 제이시스메디칼, 클래시스, 원텍, 비올, 이루다), 해외기업(INMD, Beauty Health, Solta Medical, Cutera, Venus Concept, Sisram Medical, Airsculpt)

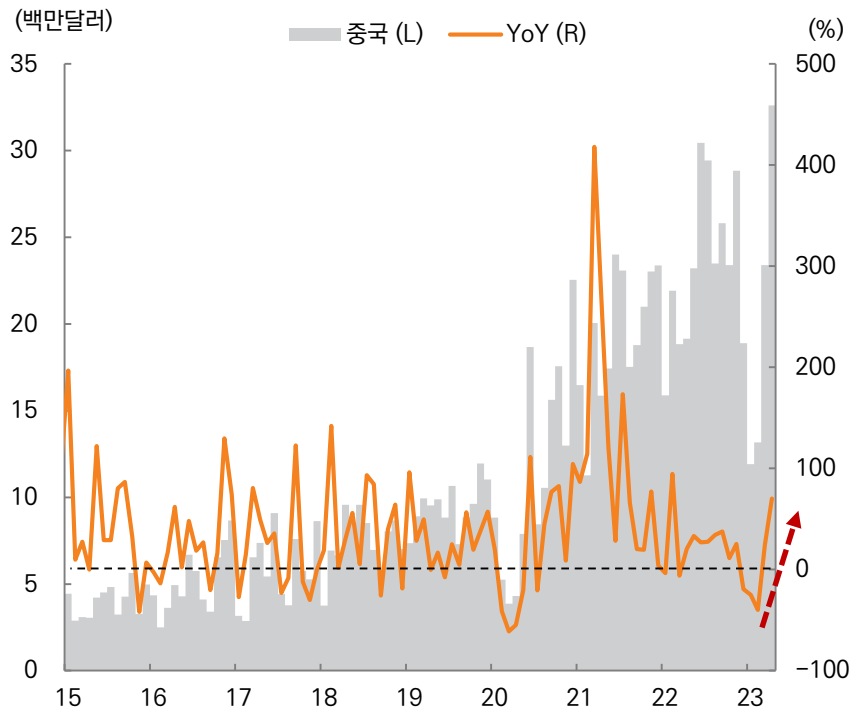
자료: 각사, 미래에셋증권 리서치센터

III. 국내시장: 여전히 좋을 치과와 미용, 턴어라운드가 기대되는 체외진단

하반기 투자전략 ①: 치과산업 2개의 키워드, 중국과 디지털덴티스트리

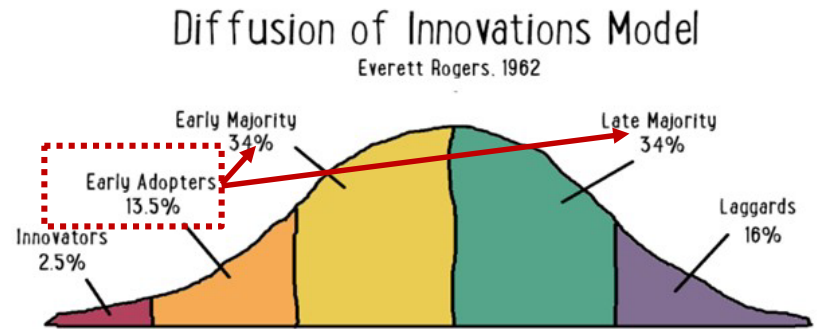
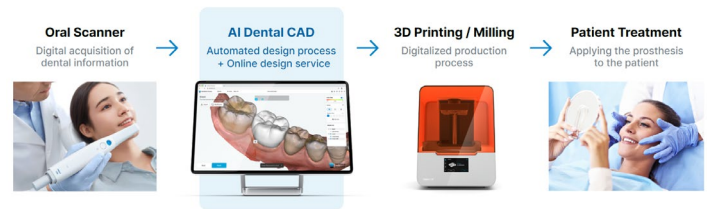
- 2023년 VBP 제도 시행을 앞두고 중국 임플란트 시장이 커질 것이라는 기대감과 달리, 22년 4분기부터 수출물량은 감소세. 그러나 지난 23년 2월부터 중국향 임플란트 수출이 회복세로 반전. 특히 가장 최근 데이터인 23년 4월에는 사상 최대 수출 실적을 기록
- 지역적으로 실적개선을 이끌 지역이 중국이라면, 품목으로는 단연 디지털 덴티스트리. 특히 올해 100년 째를 맞은 세계 최대 치과전시회가 열린만큼 2Q23부터 디지털 덴티스트리 라인업을 갖춘 기업들의 실적개선이 기대

중국향 치과용 임플란트 수출 추이



자료: 관세청, 미래에셋증권 리서치센터

대중화 단계로 진입한 디지털 덴티스트리 기대



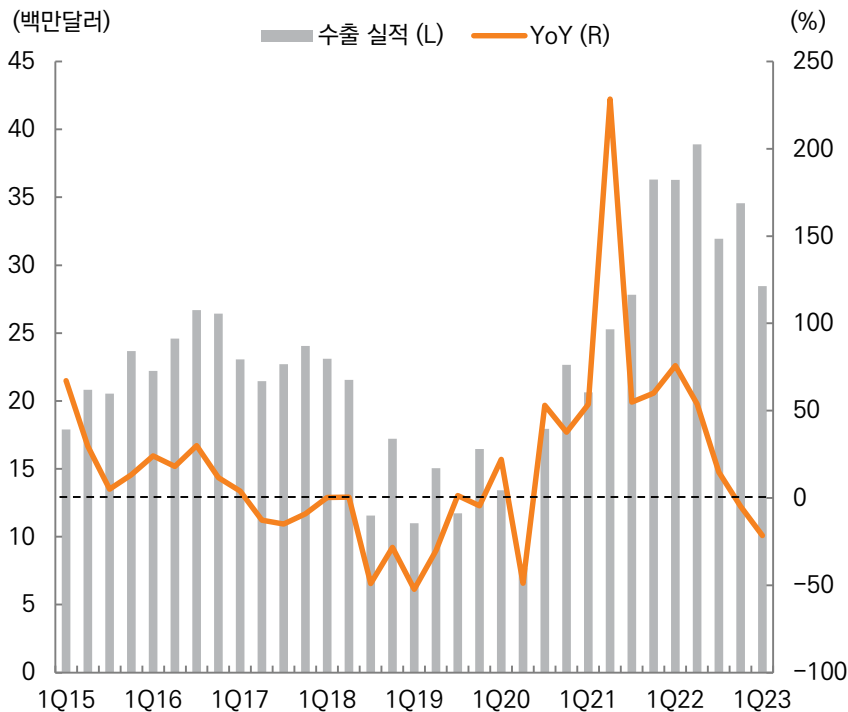
자료: 이마고웍스, 미래에셋증권 리서치센터

III. 국내시장: 여전히 좋을 치과와 미용, 턴어라운드가 기대되는 체외진단

하반기 투자전략 ②: 미주(북미와 남미) 시장의 성과가 중요하다

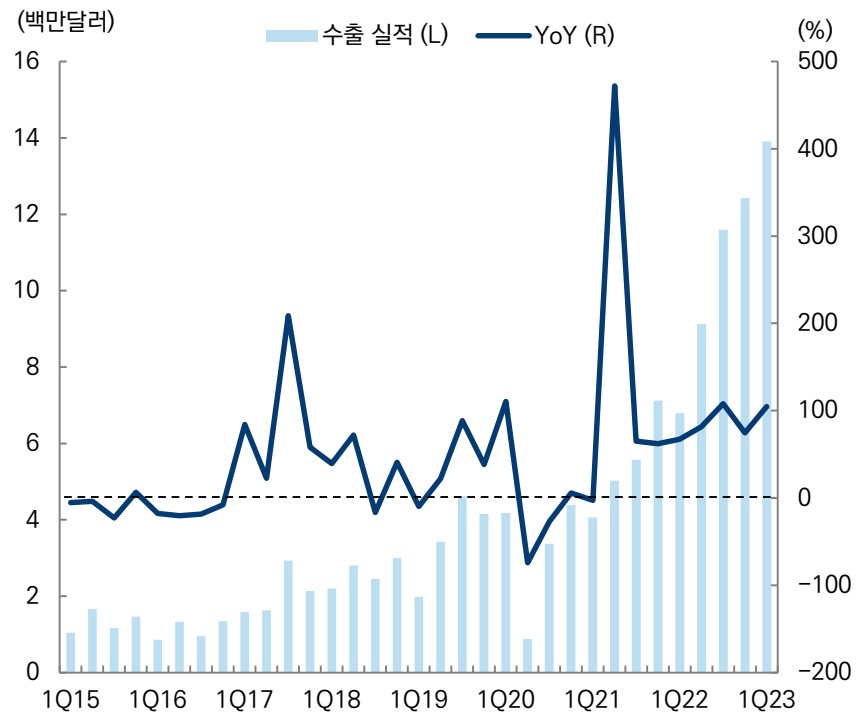
- 미국과 브라질 2개 국가에서만 미용기기 수출의 약 20%가 발생할 정도로 북미와 남미 시장의 중요성은 높아지고 있음. 하반기 실적개선을 위해서는 미주 시장에서의 성과가 필수
- 북미시장은 전세계에서 가장 높은 판가가 형성되어 있는 프리미엄 시장으로 루트로닉, 제이시스메디칼, 비올의 실적에서 중요한 시장. 최근 수출 성장세가 다소 둔화되고 있어 직판망을 보유한 기업이 유리
- 남미시장은 Mid~Low end 시장의 성장세가 가장 높은 지역이며, 클래시스와 원텍에 중요한 시장

미국향 미용기기 수출 추이



자료: 관세청, 미래에셋증권 리서치센터

브라질향 미용기기 수출 추이



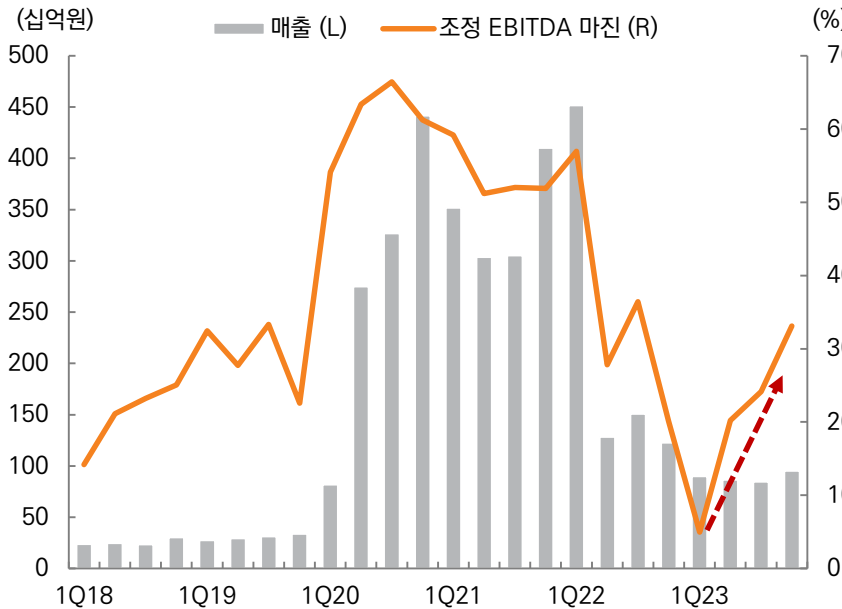
자료: 관세청, 미래에셋증권 리서치센터

III. 국내시장: 여전히 좋을 치과와 미용, 턴어라운드가 기대되는 체외진단

하반기 투자전략 ③: 한동안 소외되었던 진단기업의 턴어라운드 기대된다

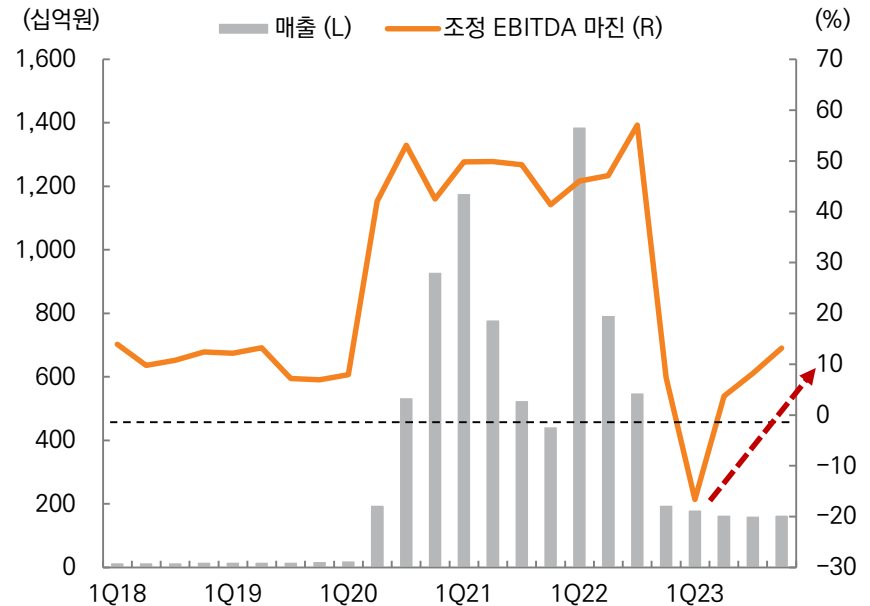
- 하반기는 코로나진단키트 매출 감소가 실적에 미치는 영향이 상당히 제한적일 것. 이런 상황에서 씨젠은 소화기, 호흡기, 여성건강 등 일반 진단 키트 매출 정상화(증폭장비 19년말 1,800대 → 1Q23 5,500대)로, 에스디바이오센서는 23년 2월 인수완료한 Meridian Biosciences(분기 700억원 이상의 매출 기여)로 코로나 진단 키트의 공백을 채우고 있음
- 1Q22부터 1Q23까지 에스디바이오센서 1,961억원, 씨젠 1,072억원의 재고자산평가손실을 인식하며, 코로나진단 키트의 재고자산도 대부분 상각완료. 팬더믹 이전보다 높아진 고정비는 부담이나 전사적 비용 통제 노력으로 판관비도 지속적으로 절감해나갈 것
- 이런 점들을 고려할 때 하반기에는 조정 EBITDA 마진(재고자산평가손실, 주식보상비용, 감가상각비, 대손상각비 등 비현금성 비용을 제외한 이익)이 팬더믹 이전 수준으로 정상화 될 것으로 전망

씨젠의 매출 및 조정 EBITDA마진 추이



자료: 씨젠, 미래에셋증권 리서치센터

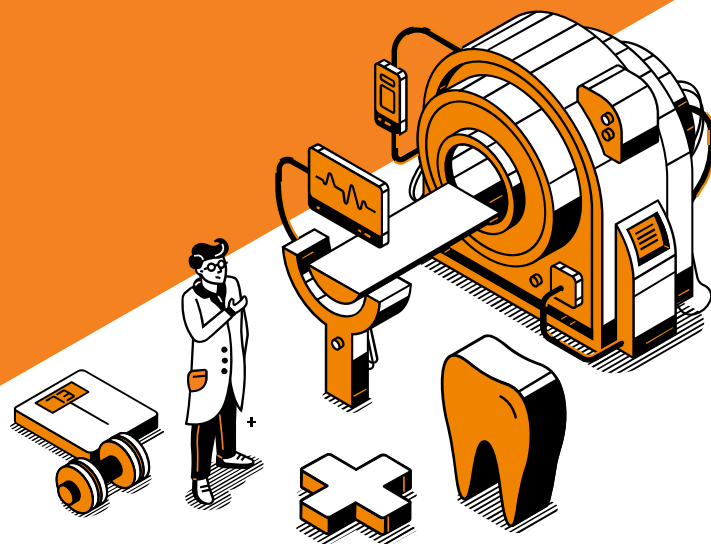
에스디바이오센서의 매출 및 조정 EBITDA 마진 추이



자료: 에스디바이오센서, 미래에셋증권 리서치센터

COMPANY

국내 종목 분석



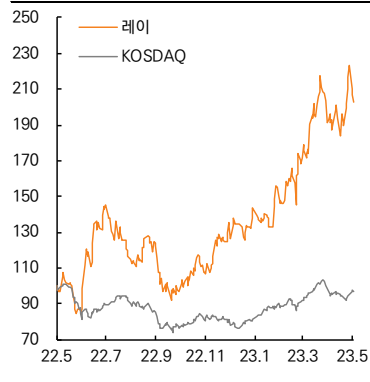
디지털 덴티스트리 트렌드를 주도하며 2Q23 사상 최대실적 예고

투자의견(유지)	매수
목표주가(12M, 유지)	45,000원
현재주가(23/5/24)	36,100원
상승여력	25%

영업이익(23F, 십억원)	30		
Consensus 영업이익(23F, 십억원)	28		
EPS 성장률(23F, %)	154.1		
P/E(23F, x)	25.8		
MKT P/E(23F, x)	15.4		
KOSDAQ	855.46		
시가총액(십억원)	541		
발행주식수(백만주)	15		
유동주식비율(%)	67.0		
외국인 보유비중(%)	16.4		
베타(12M) 일간수익률	0.90		
52주 최저가(원)	15,100		
52주 최고가(원)	39,750		
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	5.1	81.9	108.7
상대주가	5.1	56.9	111.0

투자포인트

- 레이페이스/CBCT/구강스캐너, CAD/CAM, 3D프린터까지 디지털 덴티스트리의 모든 밸류체인을 확보한 국내 유일한 상장사
- 작년 글로벌 유통망 강화로 인해 고정비가 증가하였으나, 2023년 개최된 세계 최대 치과전시회인 IDS로부터의 신규 및 이연 수요가 합쳐져 2Q23 사상 최대 실적을 달성할 가능성 높아보임
- 통상 실적의 상저하고 성격이 강한 치과업체 특성 고려시 하반기로 갈수록 실적개선은 가속화되며 2023년 매출 1,758억원(36% YoY), 영업이익 300억원(85% YoY, OPM 17%) 전망
- 핵심시장인 중국에서 지난 3월부터 부진했던 임플란트 수출이 정상화되고 있어 VBP 정책 수혜 기대감은 여전하며, 전략적 투자자와 함께 수행하고 있는 수직계열화 전략을 바탕으로 중국에서의 경쟁력은 지속적으로 강화될 것으로 예상
- 현 주가는 12개월 선행 P/E 기준 23배(지난 1년평균 19배)로 글로벌 Peer(28배) 대비 저평가
- 리스크: 최근 주가급등에 의한 밸류에이션 부담, 경기침체, 경쟁심화



결산기 (12월)	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	55	90	129	176	214	261
영업이익 (십억원)	5	3	16	30	39	50
영업이익률 (%)	9.1	3.3	12.4	17.0	18.2	19.2
순이익 (십억원)	8	0	8	21	27	35
EPS (원)	594	-1	551	1,400	1,760	2,328
ROE (%)	12.9	0.0	7.3	16.1	16.9	18.7
P/E (배)	44.9	-	43.4	25.8	20.5	15.5
P/B (배)	5.4	4.1	3.0	3.8	3.2	2.6
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 개별 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
 자료: 레이, 미래에셋증권 리서치센터

[첨단의료기기/디지털헬스] 김충현, CFA
 choonghyun.kim@miraesasset.com

레이 (228670)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	129	176	214	261
매출원가	66	85	104	127
매출총이익	63	91	110	134
판매비와관리비	46	61	71	84
조정영업이익	16	30	39	50
영업이익	16	30	39	50
비영업손익	-5	-1	-3	-3
금융손익	-2	-3	-3	-2
관계기업등 투자손익	1	0	0	0
세전계속사업손익	11	29	36	47
계속사업법인세비용	4	8	9	12
계속사업이익	8	21	27	36
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	8	21	27	36
지배주주	8	21	27	35
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	9	21	27	36
지배주주	9	21	27	36
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	23	37	46	56
FCF	-40	3	13	37
EBITDA 마진율 (%)	17.8	21.0	21.5	21.5
영업이익률 (%)	12.4	17.0	18.2	19.2
지배주주귀속 순이익률 (%)	6.2	11.9	12.6	13.4

자료: 레이, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	101	133	164	218
현금 및 현금성자산	17	22	33	74
매출채권 및 기타채권	48	58	64	64
재고자산	22	38	52	64
기타유동자산	14	15	15	16
비유동자산	121	123	125	116
관계기업투자등	7	6	6	0
유형자산	50	53	55	51
무형자산	30	28	26	25
자산총계	222	255	290	335
유동부채	62	64	70	77
매입채무 및 기타채무	11	14	17	21
단기금융부채	45	41	42	42
기타유동부채	6	9	11	14
비유동부채	43	46	47	50
장기금융부채	37	37	37	37
기타비유동부채	6	9	10	13
부채총계	106	110	118	127
지배주주지분	116	145	172	208
자본금	7	7	7	7
자본잉여금	72	80	80	80
이익잉여금	28	49	76	111
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	116	145	172	208

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	43.4	25.8	20.5	15.5
P/CF (x)	15.9	13.6	12.0	9.8
P/B (x)	3.0	3.8	3.2	2.6
EV/EBITDA (x)	17.3	15.7	12.5	9.5
EPS (원)	551	1,400	1,760	2,328
CFPS (원)	1,499	2,646	3,018	3,701
BPS (원)	7,972	9,541	11,301	13,629
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	42.8	36.3	21.7	22.0
EBITDA증가율 (%)	147.8	65.6	23.2	22.6
조정영업이익증가율 (%)	378.4	85.0	28.8	28.7
EPS증가율 (%)	-	154.1	25.7	32.3
매출채권 회전율 (회)	3.6	3.3	3.6	4.2
재고자산 회전율 (회)	7.7	5.9	4.8	4.5
매입채무 회전율 (회)	11.2	9.5	9.1	9.1
ROA (%)	4.0	8.9	9.8	11.4
ROE (%)	7.3	16.1	16.9	18.7
ROIC (%)	10.9	14.3	17.4	21.4
부채비율 (%)	91.0	75.6	68.2	61.1
유동비율 (%)	161.8	206.3	234.5	282.4
순차입금/자기자본 (%)	55.2	29.9	18.9	-3.6
조정영업이익/금융비용 (x)	5.9	8.6	11.0	14.0

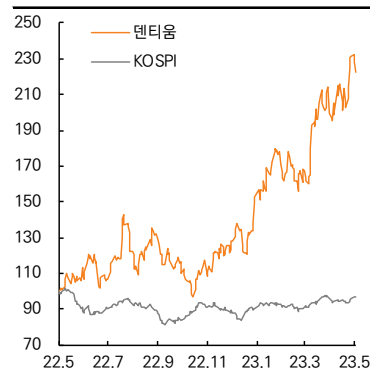
가장 높은 중국 비중만큼 가장 강하게 VBP 효과를 누릴 초과 기업

투자 의견(유지)	매수
목표주가(12M, 유지)	200,000원
현재주가(23/5/24)	161,300원
상승여력	24%

영업이익(23F, 십억원)	140		
Consensus 영업이익(23F, 십억원)	144		
EPS 성장률(23F, %)	26.7		
P/E(23F, x)	16.4		
MKT P/E(23F, x)	15.4		
KOSPI	2,567.45		
시가총액(십억원)	1,785		
발행주식수(백만주)	11		
유동주식비율(%)	58.6		
외국인 보유비중(%)	22.3		
베타(12M) 일간수익률	0.82		
52주 최저가(원)	70,200		
52주 최고가(원)	168,300		
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	12.6	95.5	122.2
상대주가	10.6	85.9	125.5

투자포인트

- 전체 매출의 50~60%를 차지하는 중국에서 1Q23까지 부진한 실적을 기록. 이는 VBP 시행을 앞두고 딜러들의 재고조정과 일선병원에서의 이연수요 때문
- VBP의 본격적인 시행으로 2Q23부터 중국 매출은 555억원(68% QoQ)으로 빠르게 정상화 될 것으로 전망. 관세청 수출데이터를 참고하면 중국향 수출 물량은 23년 3월부터 큰 폭으로 개선되었고, 4월에는 역대 최대 월별 실적을 기록
- 또한, 1Q23 매출이 전년보다 역성장 했음에도 오히려 영업이익률은 3.9%p 개선됨. 동사의 안정적인 이익구조 확인 가능. 중국을 중심으로 2023년 매출 4,244억원(19% YoY), 영업이익 1,398억원 (11% YoY, OPM 33%) 전망
- 현 주가는 12개월 선행 P/E 기준 15배로 지난 5년 평균(21배)과 글로벌 Peer(21배) 대비 저평가
- 리스크: 러시아 불확실성, 중국 로컬 업체들의 부상, 부족한 지역적/품목적 다각화 정도



계산기 (12월)	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	230	292	356	424	523	615
영업이익 (십억원)	40	70	126	140	170	198
영업이익률 (%)	17.4	24.0	35.4	33.0	32.5	32.2
순이익 (십억원)	23	55	86	109	132	159
EPS (원)	2,037	5,013	7,776	9,852	11,917	14,340
ROE (%)	10.3	21.3	25.9	25.5	24.2	23.1
P/E (배)	20.2	13.9	12.9	16.4	13.5	11.2
P/B (배)	1.8	2.5	2.8	3.6	2.8	2.3
배당수익률 (%)	0.5	0.4	0.3	0.2	0.3	0.3

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
 자료: 덴티움, 미래에셋증권 리서치센터

덴티움 (145720)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	356	424	523	615
매출원가	95	121	149	176
매출총이익	261	303	374	439
판매비와관리비	135	164	204	242
조정영업이익	126	140	170	198
영업이익	126	140	170	198
비영업손익	-8	-3	-5	-4
금융손익	-6	-6	-5	-4
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	118	137	165	194
계속사업법인세비용	32	28	33	35
계속사업이익	86	109	132	159
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	86	109	132	159
지배주주	86	109	132	159
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	84	109	132	159
지배주주	84	111	134	162
비지배주주	0	-2	-2	-3
EBITDA	145	161	192	219
FCF	-6	53	113	131
EBITDA 마진율 (%)	40.7	38.0	36.7	35.6
영업이익률 (%)	35.4	33.0	32.5	32.2
지배주주귀속 순이익률 (%)	24.2	25.7	25.2	25.9

자료: 덴티움, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	304	431	594	786
현금 및 현금성자산	72	121	230	357
매출채권 및 기타채권	112	169	199	235
재고자산	101	138	162	191
기타유동자산	19	3	3	3
비유동자산	371	393	385	377
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	308	329	320	312
무형자산	3	2	1	1
자산총계	675	824	979	1,163
유동부채	229	272	297	325
매입채무 및 기타채무	17	26	31	36
단기금융부채	138	140	140	141
기타유동부채	74	106	126	148
비유동부채	72	73	73	74
장기금융부채	70	70	70	70
기타비유동부채	2	3	3	4
부채총계	301	344	370	399
지배주주지분	374	481	609	764
자본금	6	6	6	6
자본잉여금	49	49	49	49
이익잉여금	331	438	567	722
비지배주주지분	-1	-1	0	0
자본총계	373	480	609	764

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	12.9	16.4	13.5	11.2
P/CF (x)	6.7	10.8	9.3	8.2
P/B (x)	2.8	3.6	2.8	2.3
EV/EBITDA (x)	8.6	11.6	9.2	7.5
EPS (원)	7,776	9,852	11,917	14,340
CFPS (원)	14,933	14,867	17,372	19,755
BPS (원)	35,499	45,117	56,754	70,757
DPS (원)	300	360	432	432
배당성향 (%)	3.0	2.8	2.8	2.3
배당수익률 (%)	0.3	0.2	0.3	0.3
매출액증가율 (%)	22.1	19.3	23.3	17.6
EBITDA증가율 (%)	74.1	11.2	19.5	13.7
조정영업이익증가율 (%)	79.9	11.2	22.0	16.1
EPS증가율 (%)	55.1	26.7	21.0	20.3
매출채권 회전을 (회)	3.7	3.1	2.9	2.9
재고자산 회전을 (회)	4.0	3.6	3.5	3.5
매입채무 회전을 (회)	9.5	9.2	8.1	8.0
ROA (%)	13.8	14.6	14.6	14.8
ROE (%)	25.9	25.5	24.2	23.1
ROIC (%)	22.3	23.1	26.2	29.8
부채비율 (%)	80.8	71.8	60.8	52.3
유동비율 (%)	132.5	158.6	200.2	241.7
순차입금/자기자본 (%)	36.1	17.9	-3.7	-19.5
조정영업이익/금융비용 (x)	18.5	18.5	22.6	26.1

압도적인 영업이익률을 보여줄게

투자의견(유지)	매수
목표주가(12M, 상향)	▲ 32,000원
현재주가(23/5/24)	25,600원
상승여력	25%

영업이익(23F,십억원)	89
Consensus 영업이익(23F,십억원)	90
EPS 성장률(23F,%)	-0.3
P/E(23F,x)	22.1
MKT P/E(23F,x)	15.2
KOSDAQ	855.46
시가총액(십억원)	1,658
발행주식수(백만주)	65
유동주식비율(%)	25.7
외국인 보유비중(%)	72.3
베타(12M) 일간수익률	0.96
52주 최저가(원)	13,400
52주 최고가(원)	26,400
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	15.1 37.6 50.6
상대주가	15.0 18.8 52.3

투자포인트

- 슈링크 유니버스의 교체수요가 마무리되며 실적둔화가 우려되었던 국내시장은 또다른 RF기반 신제품인 볼뉴머와 슈링크 유니버스의 신규수요가 맞물려 안정적으로 회복 중. 볼뉴머(300대)와 슈링크 유니버스(500대)의 올해 연간 판매목표는 큰 무리 없이 달성 가능해 보임
- 해외시장은 주력인 브라질시장이 견조한 가운데, 해외 소모품 매출이 또다시 사상최대 분기실적을 경신. 현재 해외 수출에서 소모품 판매 비중은 40%대로, 국내 시장에서 소모품 매출비중이 70%까지 상승했던 점을 고려하면 해외 소모품 매출은 향후 외형성장을 견인할 것
- 마진이 높은 소모품 매출비중이 증가하며 2023년 매출 1,741억원(23% YoY), 영업이익 893억원(30% YoY, OPM 51%) 전망
- 동사의 12개월 선행 EPS 추정치 상향을 반영하여 목표주가를 32,000원(기존 30,000원)으로 상향함. 상승여력이 25%인 점을 고려하여 매수의견 유지
- 현 주가는 12개월 선행 P/E 기준 21배(지난 5년평균 18배)로 글로벌 Peer(18배) 대비 고평가
- 리스크: 경기침체로 인한 수요 부진, 브라질 수출 둔화, 국내 소모품 매출 둔화



결산기 (12월)	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	76	101	142	174	205	241
영업이익 (십억원)	41	52	69	89	106	126
영업이익률 (%)	53.9	51.5	48.6	51.1	51.7	52.3
순이익 (십억원)	38	44	75	75	87	109
EPS (원)	590	677	1,164	1,160	1,341	1,678
ROE (%)	36.1	30.5	38.3	28.5	25.8	25.4
P/E (배)	26.1	27.8	15.8	22.1	19.1	15.3
P/B (배)	8.1	7.4	5.1	5.5	4.3	3.4
배당수익률 (%)	0.4	0.4	0.6	0.5	0.5	0.5

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
 자료: 클래시스, 미래에셋증권 리서치센터

[첨단의료기기/디지털헬스] 김충현, CFA
 choonghyun.kim@miraesasset.com

클래시스 (214150)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	142	174	205	241
매출원가	34	39	45	51
매출총이익	108	135	160	190
판매비와관리비	39	46	54	63
조정영업이익	69	89	106	126
영업이익	69	89	106	126
비영업손익	28	5	4	7
금융손익	-2	2	4	7
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	97	94	110	133
계속사업법인세비용	21	19	23	24
계속사업이익	75	75	87	109
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	75	75	87	109
지배주주	75	75	87	109
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	75	75	87	109
지배주주	75	75	87	109
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	73	95	111	131
FCF	27	60	89	110
EBITDA 마진율 (%)	51.4	54.6	54.1	54.4
영업이익률 (%)	48.6	51.1	51.7	52.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	52.8	43.1	42.4	45.2

자료: 클래시스, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	148	226	314	425
현금 및 현금성자산	26	88	157	243
매출채권 및 기타채권	8	10	13	15
재고자산	23	29	34	40
기타유동자산	91	99	110	127
비유동자산	184	182	181	181
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	104	120	119	118
무형자산	1	1	1	1
자산총계	331	408	496	606
유동부채	36	45	53	62
매입채무 및 기타채무	2	5	7	8
단기금융부채	3	3	3	3
기타유동부채	31	37	43	51
비유동부채	66	66	66	66
장기금융부채	65	65	65	65
기타비유동부채	1	1	1	1
부채총계	102	111	119	128
지배주주지분	230	297	377	478
자본금	6	6	6	6
자본잉여금	24	24	24	24
이익잉여금	204	272	351	453
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	230	297	377	478

예상 주당가치 및 valuation (요약)

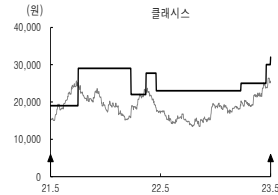
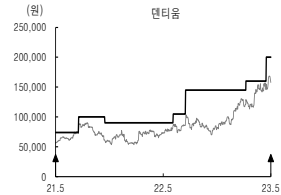
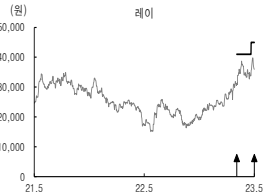
	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	15.8	22.1	19.1	15.3
P/CF (x)	16.2	17.0	14.9	12.7
P/B (x)	5.1	5.5	4.3	3.4
EV/EBITDA (x)	16.0	16.3	13.2	10.4
EPS (원)	1,164	1,160	1,341	1,678
CFPS (원)	1,138	1,508	1,715	2,024
BPS (원)	3,627	4,672	5,898	7,461
DPS (원)	116	116	116	116
배당성향 (%)	9.9	9.9	8.6	6.9
배당수익률 (%)	0.6	0.5	0.5	0.5
매출액증가율 (%)	41.0	22.8	17.8	17.3
EBITDA증가율 (%)	34.2	30.2	17.2	18.0
조정영업이익증가율 (%)	33.2	29.7	18.5	19.1
EPS증가율 (%)	71.9	-0.3	15.7	25.1
매출채권 회전을 (회)	32.9	21.7	20.2	19.8
재고자산 회전을 (회)	7.1	6.6	6.5	6.6
매입채무 회전을 (회)	58.4	22.0	12.0	11.1
ROA (%)	27.5	20.3	19.2	19.7
ROE (%)	38.3	28.5	25.8	25.4
ROIC (%)	53.4	60.6	67.2	83.8
부채비율 (%)	44.4	37.3	31.6	26.8
유동비율 (%)	408.0	500.0	591.6	684.9
순차입금/자기자본 (%)	-10.9	-38.4	-51.9	-62.2
조정영업이익/금융비용 (x)	26.4	53.9	63.7	75.7

Compliance

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비				평균주가대비	최고(최저)주가대비
레이 (228670)					2021.02.23	매수	74,000	-14.27	2.03
2023.05.15	매수	45,000	-	-	클래시스 (214150)				
2023.03.28	매수	41,000	-14.77	-5.61	2023.05.25	매수	32,000	-	-
덴티움 (145720)					2023.05.11	매수	30,000	-15.56	-12.00
2023.05.10	매수	200,000	-	-	2023.02.16	매수	25,000	-16.13	0.60
2023.03.02	매수	160,000	-15.28	-2.00	2022.05.11	매수	23,000	-28.17	-14.35
2022.08.09	매수	145,000	-35.37	-10.00	2022.04.07	매수	27,700	-23.39	-14.44
2022.06.28	매수	105,000	-21.65	-16.48	2022.02.16	매수	22,000	-7.08	6.14
2021.11.08	매수	90,000	-24.88	-6.89	2021.08.25	매수	29,000	-32.59	-15.86
2021.08.11	매수	100,000	-21.09	-9.60	2021.05.24	매수	19,000	5.12	35.00

* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함



투자의견 분류 및 적용기준

기업

- 매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상
- Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상
- 중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상
- 매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상

산업

- 비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
- 중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
- 비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 하락

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 추가(-), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
85.7%	10.7%	2.9%	0.7%

* 2023년 03월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트 김충현은(는) 자료작성일 현재 이그젝트 사이언스 125주 보유하고 있습니다.
- 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.