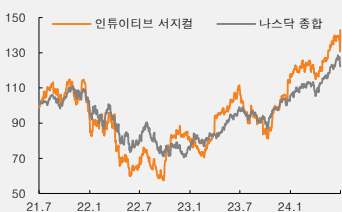


투자 의견(유지)	Trading Buy
목표주가(상향)	▲ USD 504
현재주가(24/7/19)	USD 455
상승여력	10.8%

나스닥 종합(p)	17,726.94
EPS 성장률(24F,%)	12.3
P/E(24F,x)	79.1
배당수익률(%)	0.0

시가총액(십억USD)	161.39
시가총액(조원)	222.71
상장주식수(백만주)	354.7
60일 평균 거래대금(백만USD)	576.86
52주 최저가(USD)	258.49
52주 최고가(USD)	455.01

(%)	1M	6M	12M
절대주가	4.6	21.4	30.1
상대주가	5.4	4.8	5.4



[첨단의료기기/디지털헬스]

김충현, CFA

choonghyun.kim@miraeasset.com

인튜이티브 서지컬

역대급 실적과 함께 가이던스 상향

2Q24 Review: 매출액 시장기대치 부합, 조정 순이익 시장기대치 상회

동사의 2Q24 매출액은 전년 대비 15% 증가한 20억 달러를 기록하며 시장기대치에 부합했다. 영업이익은 5.7억 달러(OPM 28.2%)로 전년 대비 23% 증가했다. 특히 비용절감과 Ion 및 SP 플랫폼의 마진 개선으로 2Q24 매출총이익률이 68.3%를 기록하며 지난 10분기 내 최고치를 경신했다. 조정 순이익은 6.4억 달러로 전년 대비 26% 성장하며 시장기대치를 상회했다.

동사의 2024년 실적은 매출액은 전년 대비 14% 성장한 81.4억 달러를, 영업이익은 전년 대비 24% 증가한 21.9억 달러를 예상된다. 견조한 로봇수술 증가세로 인해 수술도구 매출은 전년 대비 17% 증가한 50.2억 달러로 전망되며, 수술로봇 설치대수 증가에 따라 서비스 매출은 전년 대비 17% 증가한 13.6억 달러를 예상된다. 다만, 수술로봇은 리스비중이 점차 증가함에 따라 전년 대비 5% 성장한 17.6억 달러에 그칠 것으로 예상된다.

목표주가 504달러로 상향하며, Trading Buy 의견 유지

동사 목표주가 산정에 적용하는 실적추정치(12개월 선행 조정 EPS)를 상향하며 동사의 목표주가를 504달러(기존 443달러)로 상향한다. 상승여력이 10.8% 인점을 고려하여 Trading Buy 의견은 유지한다. 동사는 로봇수술 추이와 활용도가 역대 최고 수준을 연이어 경신하면서 연초부터 꾸준히 주가가 상승하고 있다. 특히 2Q24 실적에서는 신제품인 다빈치 5의 초기 판매 호조와 매출총이익률 개선까지 보여주며 시장의 기대를 다시 한번 받고 있다. 특히 작년부턴 생산공장 효율화와 다빈치 5 런칭을 위한 투자집행으로 하반기 비용증가가 예상되는 가운데 실적 가이던스를 상향한 것을 주목할 만하다.

다만, 급격히 상승한 주가는 단기적으로 부담스럽다. 현재 주가는 12개월 FWD P/E 기준 62배로 글로벌 Peer(37배) 및 지난 3년 평균(53배) 대비 고평가되고 있다. 이는 지난 5년간 밸류에이션의 1 표준편차를 넘어선 것이다. 12개월 선행 EV/EBITDA 기준으로도 52배에 달하며, 글로벌 Peer(24배) 및 지난 3년 평균(44배) 대비 고평가 되고 있다. 현 시점에서는 추가조정 시 분할 매수전략이 합리적이다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (백만USD)	6,222	7,124	8,137	9,520	11,138
영업이익 (백만USD)	1,577	1,767	2,194	2,615	3,115
영업이익률 (%)	25.3	24.8	27.0	27.5	28.0
순이익 (백만USD)	1,322	1,798	2,040	2,318	2,764
EPS (USD)	3.72	5.12	5.75	6.54	7.79
ROE (%)	11.5	14.8	14.1	13.8	14.3
P/E (배)	71.4	65.9	79.1	69.6	58.4
P/B (배)	8.4	8.9	10.3	9.0	7.8

주: GAAP 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 인튜이티브 서지컬, 미래에셋증권 리서치센터

2Q24 Review: 매출액 시장기대치 부합, 조정 순이익 시장기대치 상회

동사의 2Q24 매출액은 전년 대비 15% 증가한 20억 달러를 기록하며 시장기대치에 부합했다. 영업이익은 5.7억 달러(OPM 28.2%)로 전년 대비 22% 증가했다. 특히 비용절감과 Ion 및 SP 플랫폼의 마진 개선으로 2Q24 매출총이익률이 68.3%를 기록하며 지난 10분기내 최고치를 경신했다. 조정 순이익은 6.4억 달러로 전년 대비 26% 성장하며 시장기대치를 상회했다.

동사의 2024년 실적은 매출액은 전년 대비 14% 성장한 81.4억 달러를, 영업이익은 전년 대비 24% 증가한 21.9억 달러를 예상한다. 견조한 로봇수술 증가세로 인해 수술도구 매출은 전년 대비 17% 증가한 50.2억 달러로 전망되며, 수술로봇 설치대수 증가에 따라 서비스 매출은 전년 대비 17% 증가한 13.6억 달러를 예상한다. 다만, 수술로봇은 리스비중이 점차 증가함에 따라 전년 대비 5% 성장한 17.6억 달러에 그칠 것으로 예상된다.

동사는 2024년 가이드نس로 연간 로봇수술 건수 증가율을 15.5~17% YoY(기존 14~17%), 매출총이익률은 68.5~69%(기존 67~68%), 전체 매출 대비 영업비용 증가율은 10~13%(기존 11~15%), 자본지출은 10억~12억 달러(유지)로 제시했다.

Q) 이번 분기의 이익률이 좋았던 이유는?

A) 먼저 그동안 노력했던 재고관리 및 공급망 관리 노력의 효과가 나타나고 있다. 다만, 하반기에는 그동안 자본투자로 인해 감가상각비가 크게 증가할 것으로 예상된다.

Q) 지속 가능한 70% 매출총이익률을 달성하기 위한 전략은?

A) 70%의 매출총이익률은 단기적으로 구현하기는 쉽지 않을 것 같고, 중기적으로 달성하는 것이 우리의 목표다. 이를 달성하기 위해서는 다빈치 5 및 Ion과 SP에 대한 비용 효율화 작업이 지속되어야 한다. 우리는 하반기 감가상각이 늘어날 것이고, 2025년에는 감가상각비가 더 늘어날 것이다. 이를 극복하기 위해 레버리지 효과를 더 일으킬 필요가 있고, 우리의 공급망 비용에 대한 개선이 현재 나타나고 있다.

Q) 올해 운영 비용에 한 코멘트?

A) 상반기 OPEX는 9% 상승했고, 하반기에는 11~15% 상승할 것으로 예상된다. 이는 주로 감가상각비가 원인이다.

목표주가 504달러로 상향하며 Trading Buy 의견 유지

동사 목표주가 산정에 적용하는 실적추정치(12개월 선행 조정 EPS)를 상향하며 동사의 목표주가를 504달러(기존 443달러)로 상향한다. 상승여력이 10.8%인점을 고려하여 Trading Buy 의견은 유지한다.

동사는 로봇수술 추이와 활용도가 역대 최고 수준을 연이어 경신하면서 연초부터 꾸준히 주가가 상승하고 있다. 특히 2Q24 실적에서는 신제품인 다빈치 5의 초기 판매 호조와 매출총이익률 개선까지 보여주며 시장의 기대를 다시 한번 받고 있다.

특히 작년부턴 생산공장 효율화와 다빈치 5 런칭을 위한 투자집행으로 하반기 비용증가가 예상되는 가운데 실적 가이드를 상향한 것을 주목할 만하다. 감가상각비와 연구개발비가 늘어나는 상황에서 공급망 관련 비용 절감 효과가 나타나고 있고, 무엇보다 매출이 증가하며 레버리지효과가 나타나고 있기 때문이다.

다만, 급격히 상승한 주가는 단기적으로 부담스럽다. 현재 주가는 12개월 FWD P/E 기준 62배로 글로벌 Peer(37배) 및 지난 3년 평균(53배) 대비 고평가되고 있다. 이는 지난 5년간 밸류에이션의 1 표준편차를 넘어선 것이다. 12개월 선행 EV/EBITDA 기준으로도 52배에 달하며, 글로벌 Peer(24배) 및 지난 3년 평균(44배) 대비 고평가 되고 있다. 현 시점에서는 주가조정 시 분할 매수전략이 합리적이다.

표 1. 2Q24 실적 비교표

(백만달러, %, %p)

	2Q23	1Q24	2Q24			성장률	
			확정 실적	미래에셋증권	칸센서스	YoY	QoQ
매출액	1,756	1,891	2,010	1,967	1,973	14.5	6.3
영업이익	463	469	567	529	651	22.5	20.9
영업이익률 (%)	26	25	28	27	33	1.8	3.4
순이익	421	545	527	440	460	25.2	-3.3

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 수익 예상 변경표

(백만달러, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	24F	25F	24F	25F	24F	25F	
매출액	8,008	9,151	8,137	9,520	1.6	4.0	2Q24 실적반영
영업이익	2,054	2,393	2,194	2,615	6.8	9.3	마진 개선 반영
세전이익	2,113	2,379	2,253	2,601	6.6	9.3	
순이익	1,868	2,049	2,040	2,318	9.2	13.1	
EPS (USD)	5.27	5.78	5.75	6.54	9.1	13.1	

주: K-IFRS 기준

자료: 미래에셋증권 리서치센터

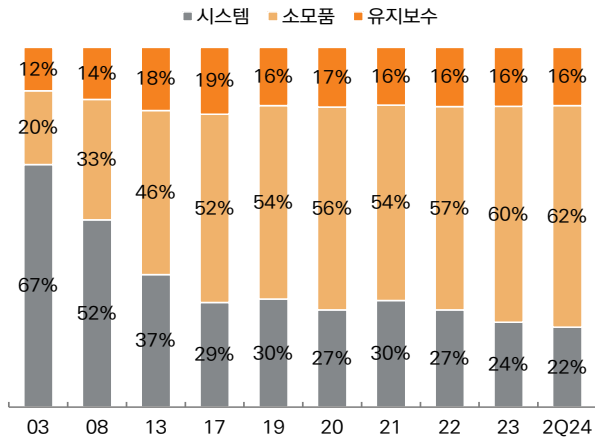
표 3. 분기별 실적 전망표

(백만달러, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
System(기초)	7,544	7,779	8,042	8,285	8,606	8,887	9,203	9,493	7,544	8,606	9,795
Shipment	312	331	312	415	313	341	345	354	1,370	1,353	1,373
보상판매 및 퇴역	77	68	69	94	32	25	55	52	308	164	177
System(기말)	7,779	8,042	8,285	8,606	8,887	9,203	9,493	9,795	8,606	9,795	10,991
매출	1,696	1,756	1,744	1,928	1,891	2,010	2,005	2,231	7,124	8,137	9,520
Instrument	986	1,076	1,071	1,144	1,159	1,244	1,236	1,380	4,277	5,019	5,896
System	427	393	379	480	418	448	421	469	1,680	1,756	1,957
Services	283	287	293	304	314	317	348	383	1,168	1,362	1,667
영업이익	388	463	466	450	469	567	546	612	1,767	2,194	2,615
순이익	355	421	416	606	545	527	456	512	1,798	2,040	2,318
시스템 ASP(백만달러)	1.7	1.6	1.7	1.6	1.8	1.8	1.6	1.7	1.7	1.7	1.9
기기당 로봇수술 건수(회)	70.7	71.9	69.0	72.5	71.8	73.6	68.7	72.4	70.8	71.6	72.2
기기당 도구 매출('000)	128.6	136.0	131.2	135.4	132.5	137.6	132.2	143.1	529.6	545.5	567.3
매출 성장률 (%)	14%	15%	12%	17%	11%	14%	15%	16%	14%	14%	17%
Instrument	22%	20%	23%	22%	18%	16%	15%	21%	22%	17%	17%
System	0%	5%	-11%	6%	-2%	14%	11%	-2%	0%	5%	11%
Services	14%	14%	13%	16%	11%	10%	19%	26%	14%	17%	22%
영업이익률 (%)	23%	26%	27%	23%	25%	28%	27%	27%	25%	27%	27%
순이익률 (%)	21%	24%	24%	32%	29%	27%	23%	23%	26%	25%	25%

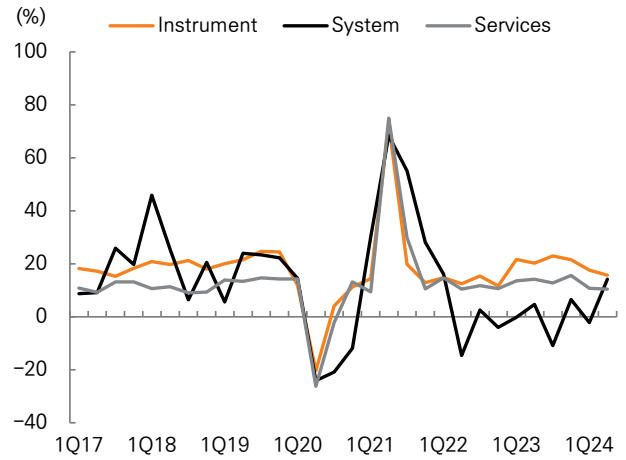
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 품목별 매출 비중



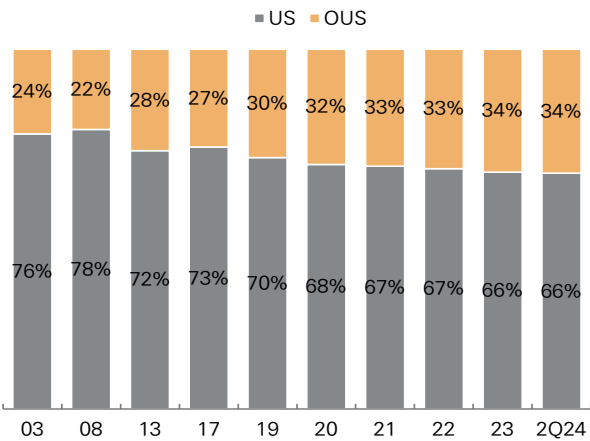
자료: ISRG, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 품목별 매출 성장률 추이



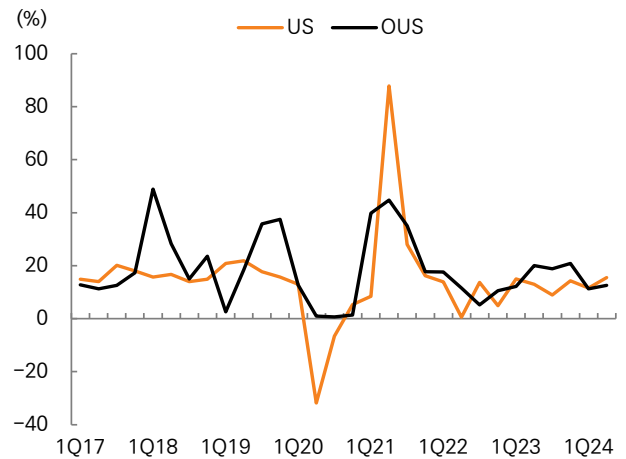
자료: ISRG, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 지역별 매출 비중



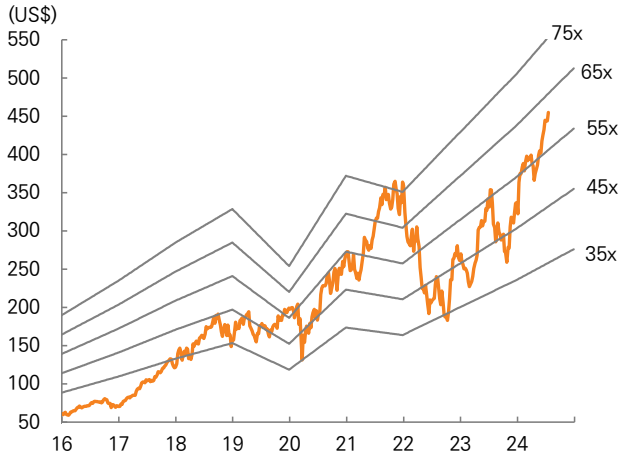
자료: ISRG, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 지역별 매출 성장률 추이



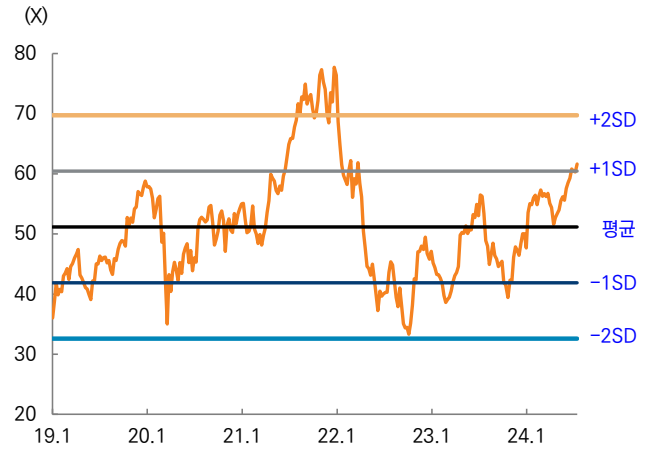
자료: ISRG, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 12개월 FWD P/E 밴드 차트



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 12개월 FWD P/E와 표준편차



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. Global peer valuation

회사명	시가총액 (십억원)	영업이익률 (%)			PER (배)			P/S (배)			EV/EBITDA(배)			매출액 (십억원)		
		23	24F	25F	23	24F	25F	23	24F	25F	23	24F	25F	23	24F	25F
엔비디아	4,026,319	54.1	65.4	65.5	68.7	43.3	31.5	36.5	24.1	17.7	43.4	36.5	25.8	79,977	165,665	225,717
인투이티브 서지컬	224,404	24.8	34.7	34.5	78.0	69.0	60.3	21.2	20.0	17.3	63.8	50.2	42.4	9,309	11,234	13,014
키엔스	153,987	51.2	51.8	53.2	47.1	43.4	37.9	18.0	16.3	14.5	31.8	28.3	24.7	8,873	9,162	10,305
헥사곤	40,619	22.8	28.9	29.6	31.3	21.8	19.5	4.9	4.8	4.4	18.6	14.2	13.0	7,680	8,526	9,131
화낙	38,398	17.8	18.2	21.0	31.2	31.5	25.7	5.2	5.5	5.0	18.0	19.1	16.1	7,270	6,867	7,482
지브라 테크놀로지스	22,940	10.5	17.5	19.2	53.8	26.6	21.7	3.8	3.5	3.2	29.9	19.3	16.7	5,990	6,595	7,090
야스카와 전기	12,747	11.5	11.5	12.8	29.4	27.6	23.4	2.5	2.5	2.3	19.7	16.8	14.2	5,305	5,026	5,400
코그넥스	11,857	15.6	14.7	20.8	72.0	65.7	42.9	10.1	9.2	8.0	45.4	49.5	32.6	1,094	1,287	1,482
오므론	10,311	4.2	6.0	8.5	137.7	82.0	21.4	1.4	1.4	1.3	19.4	15.3	11.6	7,485	7,482	8,033
고영테크놀러지	853	9.0	10.7	13.9	49.5	27.7	20.7	3.9	3.5	3.1	45.1	19.7	14.9	226	240	275
전체 평균		22.2	25.9	27.9	59.9	43.9	30.5	10.7	9.1	7.7	33.5	26.9	21.2	13,321	22,208	28,793

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

글로벌 로봇 수술트렌드

2Q24 글로벌 로봇시술은 전년 대비 17% 성장했다. 수술로봇 활용도는 전년 대비 2% 상승한 기기당 73.6회로 역사적 최고치를 경신했다. SP와 Ion의 활용률은 두 자릿수 성장을 지속했다. 로봇수술당 소모품 매출은 전년 대비 2% 감소한 1,800달러를 기록했다.

1) 미국 시장

미국 시장의 로봇수술은 전년 대비 14% 증가했다. 일반외과 수술이 성장을 주도했으며, 담낭절제술과 전장 시술, 흉부 시술이 강세를 보였다. 비만 시술의 성장은 한 자릿수 중반으로 감소했다. 비만시술은 글로벌 전체 시술의 4~5%를 차지한다.

2) 해외 시장

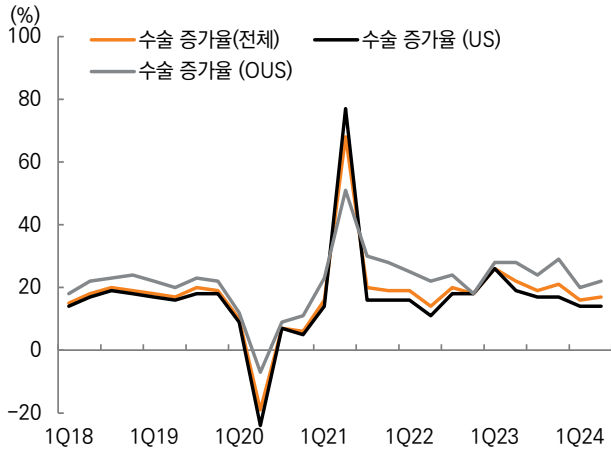
2Q24 해외시장의 로봇수술은 독일, 영국, 이탈리아에서 상대적 강세를 보이며 전년 대비 22% 증가했다. 비뇨기과 이외의 시술에 의해 주도되었으며 대장 절제술, 자궁적출술, 폐 절제술 시술이 강세를 보였다.

중국의 시스템 활용도는 여전히 강력한 반면, 신규 로봇 판매는 입찰지연과 중국 로컬 기업 약진의 영향을 받고 있다.

Q) 중국의 새로운 경기부양책에 대한 코멘트?

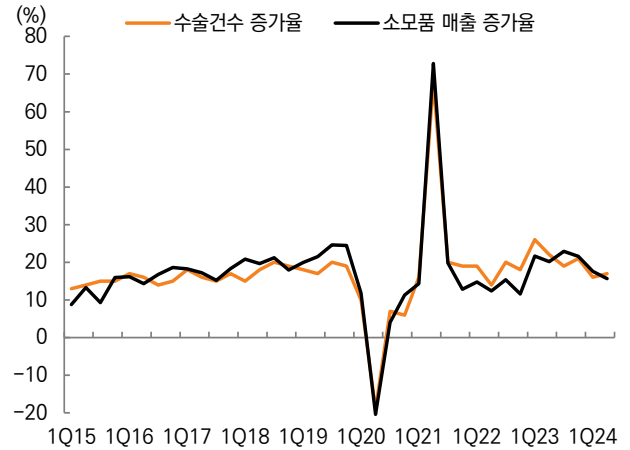
A) 중국 경기 부양책이 수술로봇 시스템 배치나 할당량에 실질적인 영향을 미칠 것이라고 생각하지 않는다. 중국은 반부패정책으로 인해 사업환경이 어렵다. 현재 중국의 의료 시스템은 경제성을 중심으로 재편되고 있다. 우리는 이러한 환경에서도 중국에서 두 자릿수 성장을 거듭하고 있다. 우리는 중국에 대한 투자와 집중을 유지할 것이다.

그림 7. 로봇수술 증가율 추이



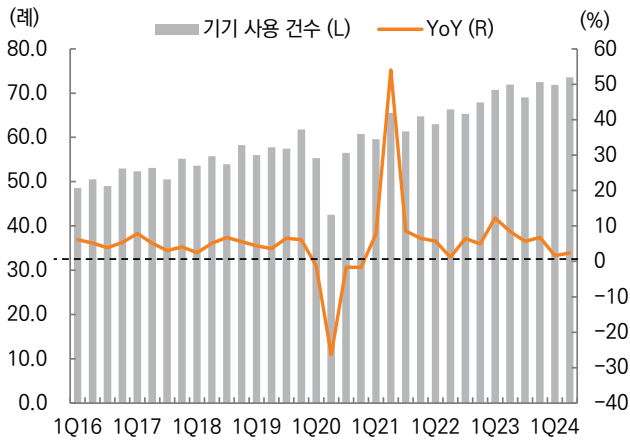
자료: ISRG, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 수술 건수 증가율 vs. 소모품 매출 증가율



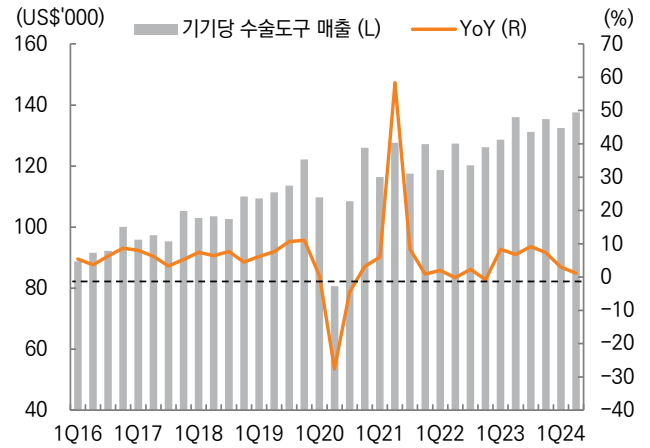
자료: ISRG, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 기기당 수술 이용건수



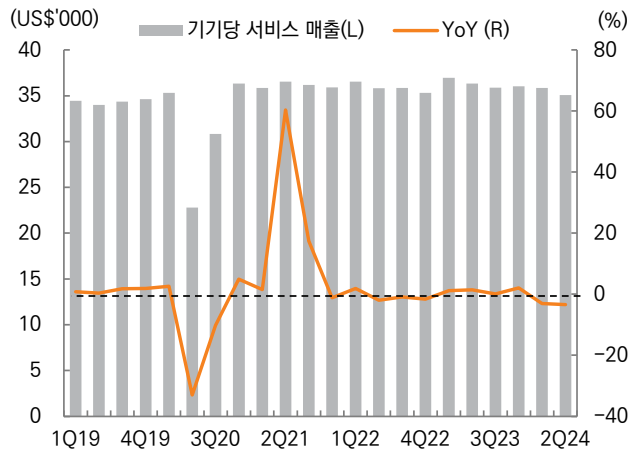
자료: ISRG, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 기기당 수술도구 매출 추이



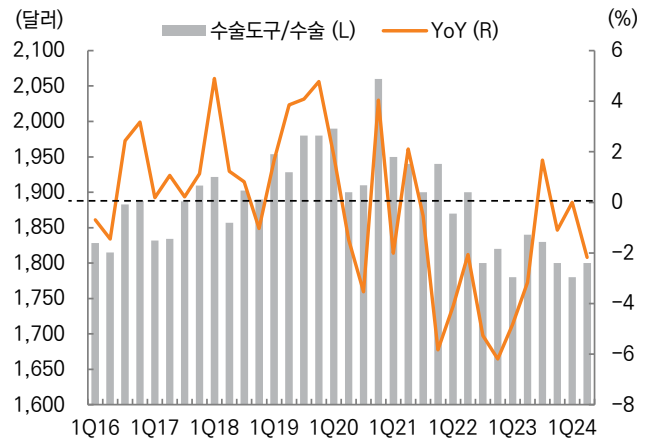
자료: ISRG, 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. 기기당 서비스 매출 추이



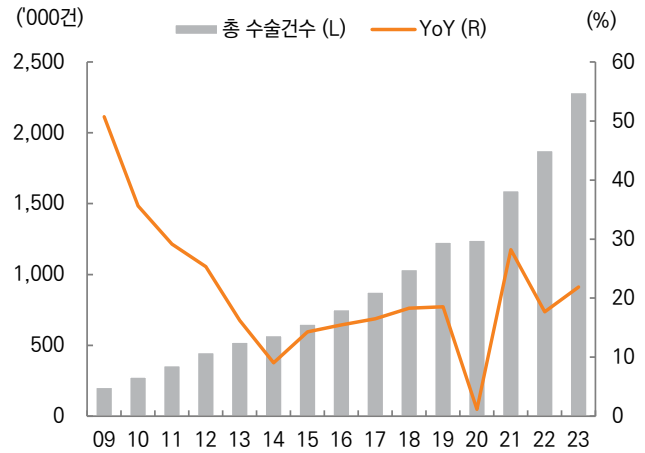
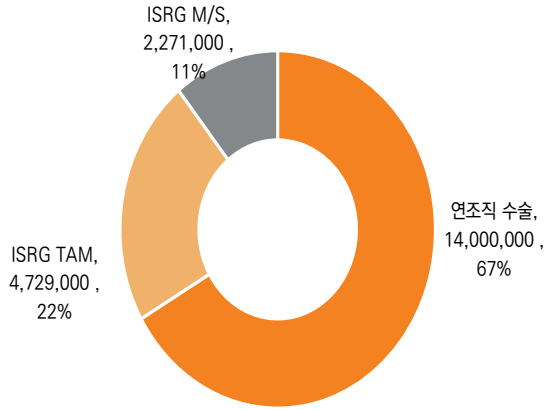
자료: ISRG, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. 수술건당 수술도구 매출 추이



자료: ISRG, 미래에셋증권 리서치센터

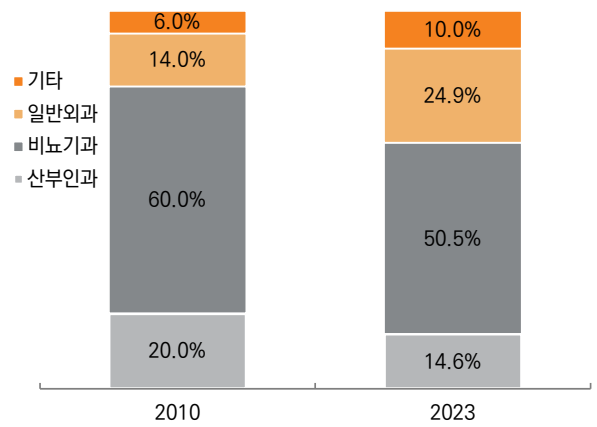
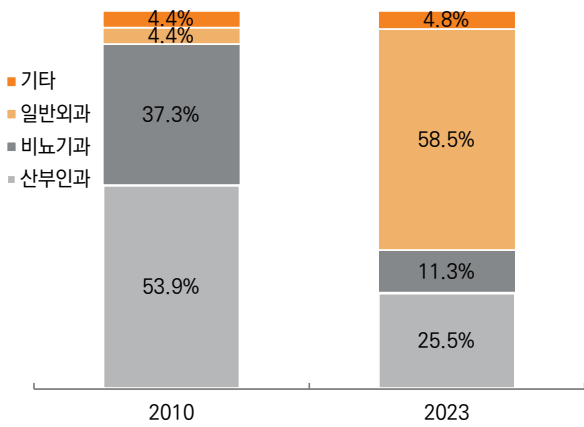
그림 13. 전세계 외과수술 통계 (2023년) **그림 14. 로봇수술 추이: 산부인과 22%, 비뇨기과 24%, 일반외과 47%**



자료: MDT, 미래에셋증권 리서치센터

자료: ISRG, 미래에셋증권 리서치센터

그림 15. 미국 로봇수술 통계(일반외과 비중 확대) **그림 16. 미국 외 지역 로봇수술 통계(비뇨기과, 산부인과 중심)**



자료: ISRG, 미래에셋증권 리서치센터

자료: ISRG, 미래에셋증권 리서치센터

신규 Shipment

2Q24 신규 출고는 341개로 전년 대비 3% 증가했다. 보상판매를 제외한 순수 출고 대수는 작년 대비 20% 증가했다. 전 세계에 설치된 수술로봇 대수는 다빈치 로봇 9,202대(SP 222대 포함)와 Ion 시스템 678대다. 2Q24 기준 아직 남아있는 2세대 모델인 Si는 350대(미국 50대)로, 보상판매 효과는 지속적으로 감소할 것으로 보인다. 2Q24 평균 수술로봇 ASP는 144만 달러로 전년 대비 4% 증가했다.

1) 신규 출고

지역별로 미국은 작년 대비 5% 감소한 149대를 기록했다. 미국 출고에는 70대의 다빈치 5가 포함되었다.

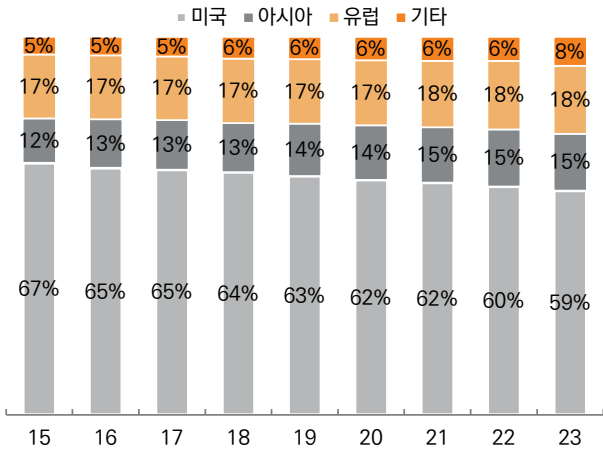
올해 하반기에 da Vinci 5에 대한 하드웨어 및 소프트웨어 업데이트가 계획되어 있고 제조 성숙과 용량 확장에 계속 집중하고 있기 때문에 da Vinci 5 배치는 2025년 상반기까지 제한될 것으로 예상된다.

해외 시장에서는 작년 대비 10% 상승한 192대가 신규 출고되었다.

2) 리스

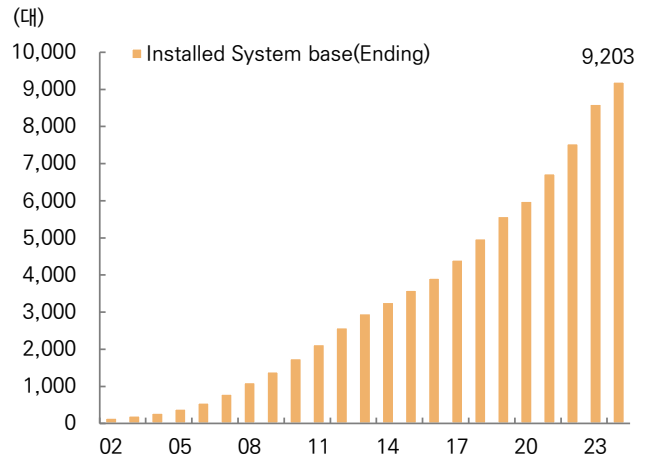
리스 매출은 전년 대비 28% 증가한 1.6억 달러를 기록했다. 리스 매출의 증가는 분기별 수술로봇 매출을 감소시킨다. 리스 매출 비중은 앞으로도 증가할 것으로 보인다. 리스로 출고된 수술로봇 비중은 51%에 달한다. 특히 미국은 신규 출고의 리스비중이 77%에 달한다. 리스로 출고된 175대 중 92대가 사용량 기반 계약이었다. 전체 설치 대수 중 리스 비중은 27%에 달한다.

그림 17. 지역별 설치 비중



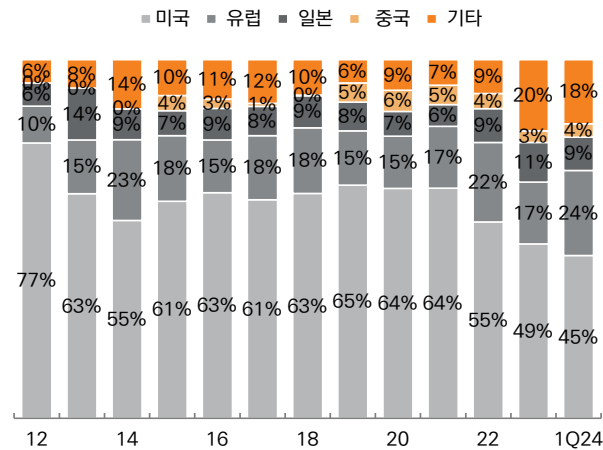
자료: ISRG, 미래에셋증권 리서치센터

그림 18. 다빈치 설치 추이



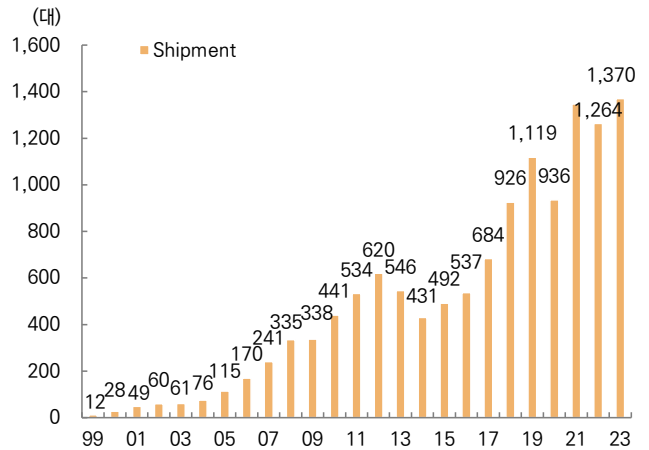
자료: ISRG, 미래에셋증권 리서치센터

그림 19. 지역별 출고 비중



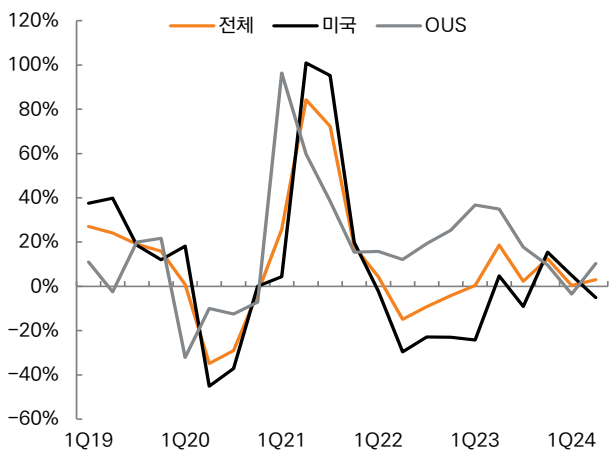
자료: ISRG, 미래에셋증권 리서치센터

그림 20. 다빈치 출고 추이



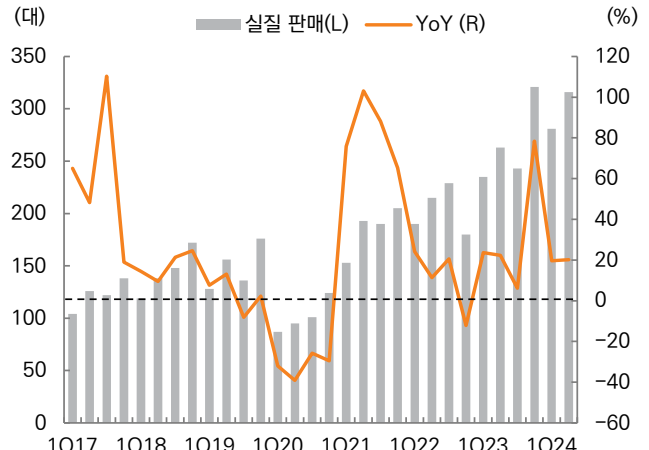
자료: ISRG, 미래에셋증권 리서치센터

그림 21. 지역별 출고 성장률 추이



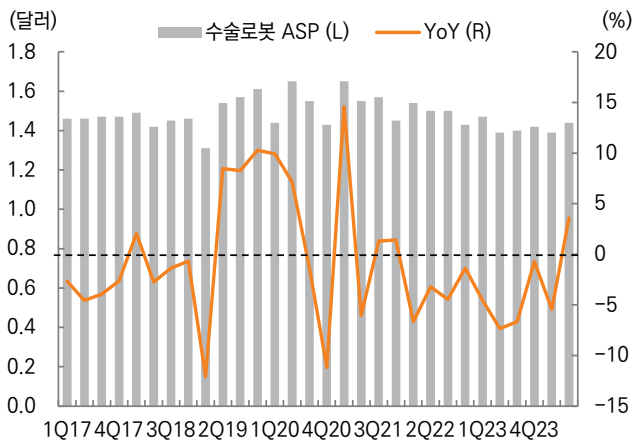
자료: ISRG, 미래에셋증권 리서치센터

그림 22. 보상판매를 제외한 순수 출고 대수 추이



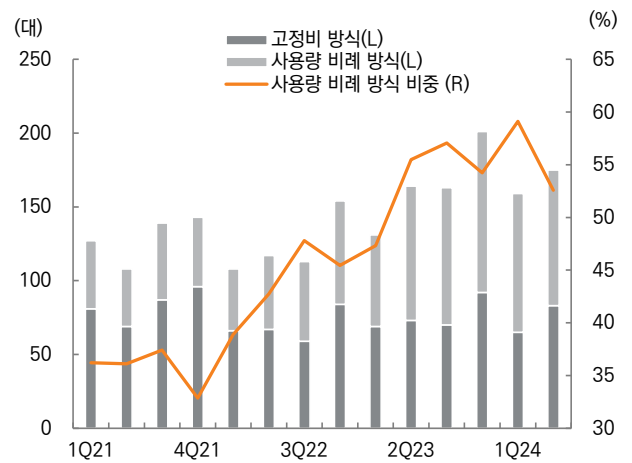
자료: ISRG, 미래에셋증권 리서치센터

그림 23. 수술로봇 ASP 추이



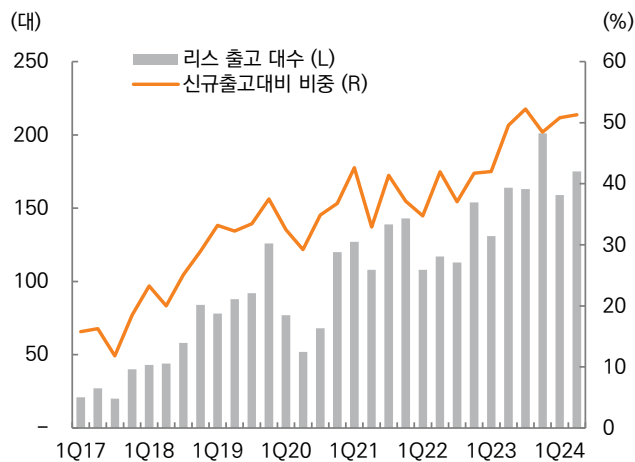
자료: ISRG, 미래에셋증권 리서치센터

그림 24. 리스 방식 중 사용량 비례 방식의 비중 증가



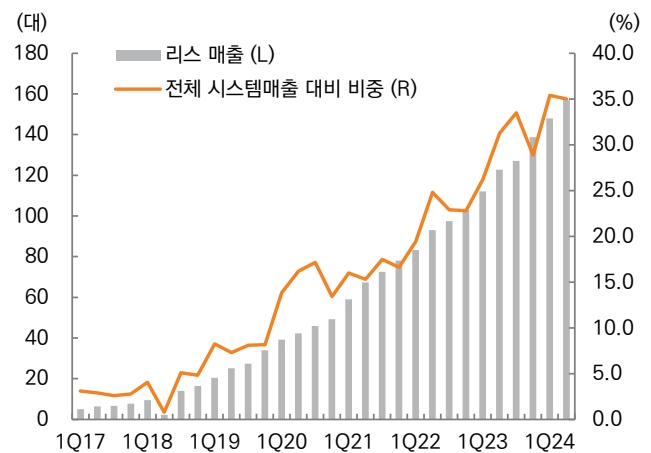
자료: ISRG, 미래에셋증권 리서치센터

그림 25. 리스 출고 대수 vs. 신규 출고 대비 비중



자료: ISRG, 미래에셋증권 리서치센터

그림 26. 전체 시스템 매출 대비 리스 매출 비중



자료: ISRG, 미래에셋증권 리서치센터

차세대 수술로봇 및 디지털 솔루션 사업

1) Ion

Ion 플랫폼은 74개의 신규판매가 이루어졌고, 시술량은 전년 대비 82% 증가한 2.32만건을 기록했다. 기기당 수술건수는 36.2회로 사상 최대 실적을 경신했다. 2Q24 카테터와 비전 프로브 공급이 상당히 개선된 것으로 알려졌다. Ion 시스템의 설치 기반은 전년 대비 56% 증가한 678개이며, 그 중 275개가 운영 리스로 계약되었다. 유럽에서의 상용화는 계획대로 진행되고 있으며, 중국에서의 상용화 또한 목표로 하고 있다.

2) SP

2Q24 SP 21대가 신규 판매되었고, 총 설치 대수는 전년 대비 56% 증가한 222대다. SP 시술 증가율은 한국과 미국 주도로 전년 대비 74% 증가했다. 지난 7월 SP의 흉부 수술에 대한 FDA 승인을 받았다. 추가적으로 미국에서 적응증(대장, 유두보존 유방절제술) 확장을 위한 임상시험이 진행 중이다. 24년 유럽 출시가 기대된다.

3) 디지털 솔루션

동사는 수술로봇을 넘어 수술 전 계획수립, 수술 중 가이드스 제공, 수술 후 결과분석 등 수술 전과정을 하나의 생태계로 만들고 싶어한다. 이러한 전략에 핵심적인 역할을 하는 것이 디지털 솔루션이다.

대표적인 솔루션인 Intuitive Hub는 외과 의사가 수술 과정을 기록하고 협업과 학습을 위해 미디어를 저장할 수 있는 시각적 미디어 플랫폼이다. 자동화 기능을 바탕으로 로봇수술에서 발생하는 비디오, 이미지, 오디오를 캡처하고 관리할 수 있다. 또다른 디지털 솔루션인 My Intuitive는 맞춤형 로봇수술 분석 서비스다. 현재 수술로봇이 어떻게 활용되는지 직관적으로 정보를 제공한다. 예를 들면 특정 수술에서 어떤 접근방식이 많이 사용되는지, 수술 후 회복시간이 얼마나 걸리는지, 병원의 재정 건전성에 대한 결과 등을 알 수 있다. My Intuitive 앱의 사용자와 Intuitive Hub를 사용하는 외과 의사가 1.4만명으로 전년 대비 2배 이상 증가했다.

동사는 아직 디지털 솔루션으로 의미있는 실적을 발생시키고 있지는 않지만, 향후 솔루션이 고도화될 경우 수익화도 가능할 수 있다.

4) 5세대 수술로봇

2Q24 70대의 다빈치 5를 미국에서 판매했다. 최초 고객들의 피드백은 정밀도, 이미징, 인체공학적 부분에서 개선이 이루어졌다고 말하고 있다. 공급 이슈로 2025년 상반기까지 순차적으로 단계적인 생산 확장을 진행할 계획이다.

Q) 하반기 다빈치 5 출고에 대한 의견은?

A) 2024년 하반기 미국에서 다빈치 5 출고가 분기별로 약간 증가할 것으로 예상된다. 우리는 2025년 상반기까지 하드웨어 및 소프트웨어를 진행할 것이다. 다빈치 5 구매를 위한 보상판매 주기가 갑자기 빠르게 나타날 것으로 생각하지 않는다. 우리의 과거 데이터에 의하면 보상판매는 점진적이고 수년에 걸쳐 진행된다. 다빈치 5의 가격이 기존 제품보다 더 비싸다는 점에서 고객들은 다빈치 5의 임상적 근거를 확인하고 싶어한다.

Q) 다빈치 5의 본격적인 출시를 위해서 해결해야할 가장 큰 문제는?

A) 크게 3가지 영역이 있다. 첫번째는 공급망과 제조 능력을 성숙시켜 기대하는 품질, 비용, 수율에 도달할 수 있도록 하는 것이다. 두번째는 소프트웨어 및 하드웨어 업데이트를 통해 공장 생산량을 균형 있게 조절하는 것이다. 마지막으로 고객의 의견을 경청하는 것이다. 우리는 고객의 의견을 경청하고 이에 대한 응답으로 소프트웨어 업데이트를 출시할 것이다.

출시 초기에는 얼리 어답터나 대형기관 및 대형 IDN에서 수술로봇을 도입하는 경향이 있다. 따라서 고객이 무엇을 원하는지 더 파악할 시간이 필요하다.

Q) 다빈치 5에 대한 현장 피드백은?

A) 인체공학, 정밀도와 시야의 증가, 헤드인 UI와 화면 그래픽 개선 등을 모두 합치면 수술로봇 콘솔을 다루는 효율성이 향상된다. 결국 시스템 활용도가 높아질 수 있다는 것인데, 이것이 무엇을 의미하는지 좀 더 파악하고 있다. 또한, Case Insights와 힘 감지 기능을 통해 로봇수술에 적응하기 수월해졌다는 피드백도 있다.

Q) 다빈치 5의 글로벌 런칭 시점은?

A) 한국과 일본은 논의 중이며, 내년 말 이전에는 유럽에서 출시는 힘들 것으로 보인다.

Q) 올해 하반기 다빈치5의 업그레이드에 대한 코멘트?

A) Intuitive Hub의 직관적인 허브 기능을 플랫폼에 통합하고 콘솔에서 직관적인 3D 모델과 수술 중 비디오 재생에 액세스/제어할 수 있는 기능을 제공할 계획이다.

Q) 미국에서 다빈치 Xi에 대한 수요는?

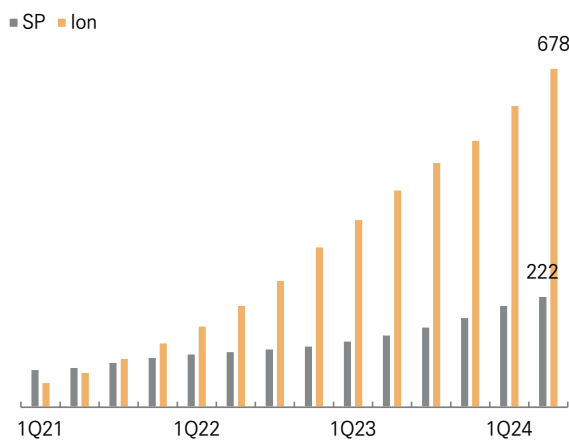
A) 미국에서 Xi에 대한 수요가 두 가지 세그먼트로 나뉜다. 당장 수요에 대응해야 하는 병원이다. 이런 병원들은 다빈치5 업그레이드 권한을 계약에 내장했다. 또 하나는 Xi를 더 좋아하는 고객이 있다.

그림 27. ISRG의 디지털 솔루션



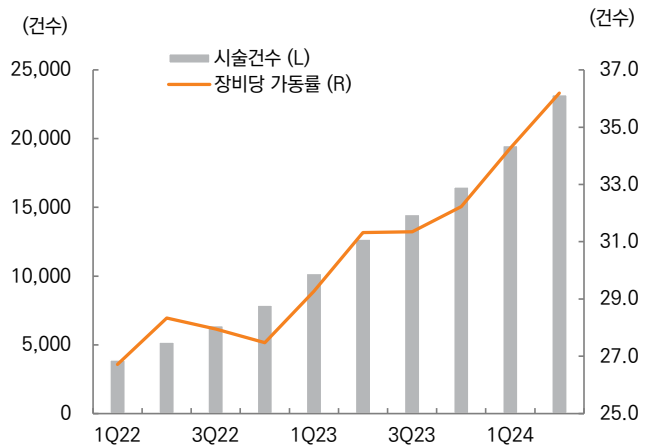
자료: ISRG, 미래에셋증권 리서치센터

그림 28. SP 및 Ion 설치 대수 추이



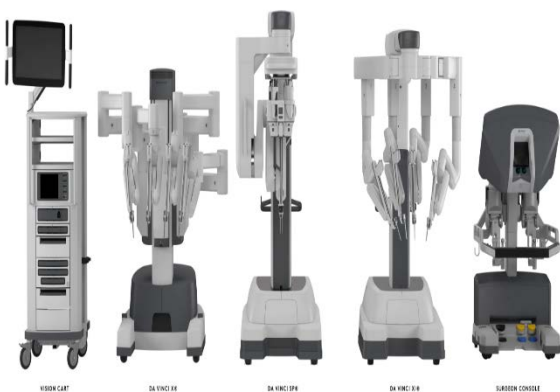
자료: ISRG, 미래에셋증권 리서치센터

그림 29. Ion의 수술 건수 및 성장률 추이



자료: ISRG, 미래에셋증권 리서치센터

그림 30. 다빈치 제품 포트폴리오



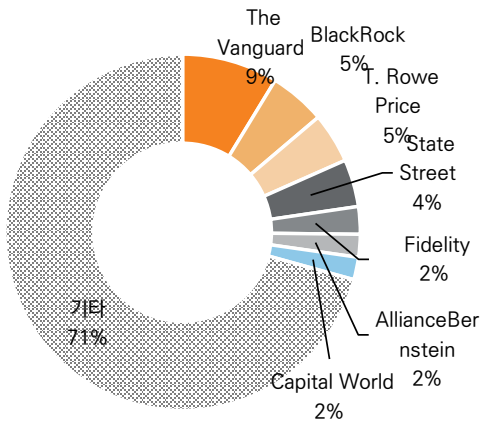
자료: ISRG, 미래에셋증권 리서치센터

그림 31. 폐생검 로봇 Ion과 단일공 모델 SP



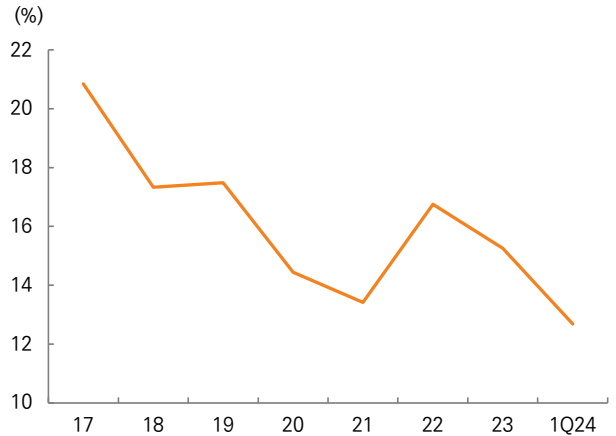
자료: ISRG, 미래에셋증권 리서치센터

그림 32. 지분율



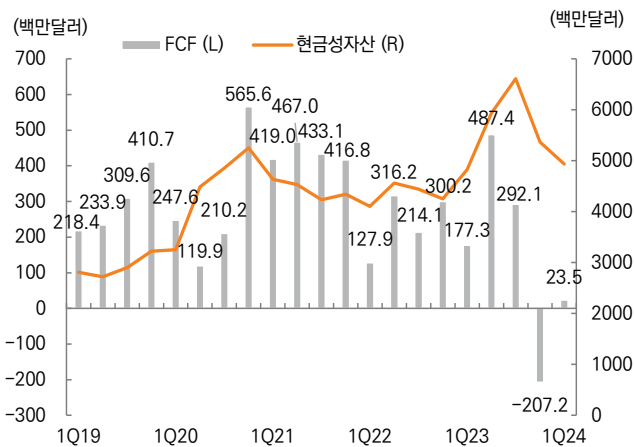
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 33. 부채비율



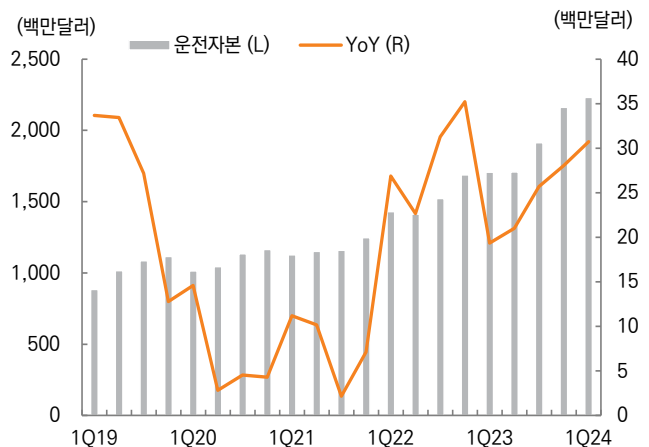
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 34. FCF 및 현금성자산 추이



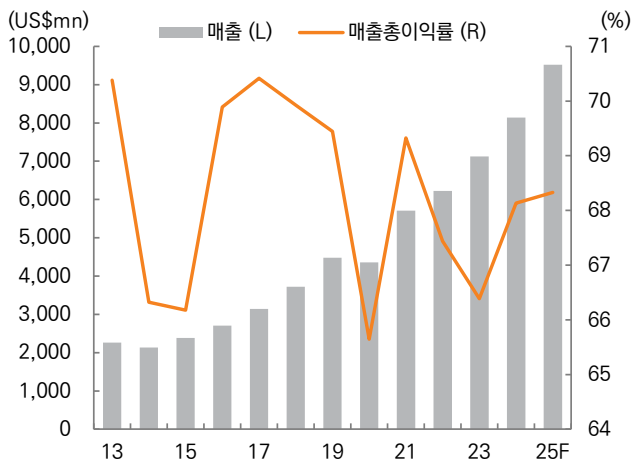
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 35. 운전자본 추이



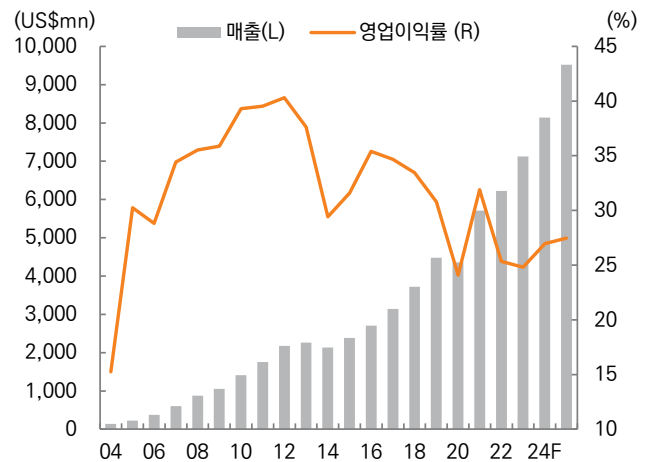
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 36. 매출 및 매출총이익률 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 37. 매출 및 영업이익률 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

인투이티브 서지컬 (ISRG US)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(백만USD)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	7,124	8,137	9,520	11,138
매출원가	2,395	2,593	3,015	3,505
매출총이익	4,729	5,544	6,505	7,633
판매비와관리비	2,963	3,350	3,891	4,519
영업이익	1,767	2,194	2,615	3,115
비영업손익	192	59	-14	-14
금융손익	0	0	0	0
관계기업관련손익	0	0	0	0
기타이익추가	192	59	-14	-14
법인세차감전순이익	1,959	2,253	2,601	3,101
법인세	142	193	260	310
당기순이익	1,817	2,060	2,341	2,791
지배주주	1,798	2,040	2,318	2,764
비지배주주	19	20	23	27

Growth & Margins (%)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액증가율	14.5	14.2	17.0	17.0
매출총이익증가율	12.7	17.2	17.3	17.3
영업이익증가율	12.0	24.2	19.2	19.1
순이익증가율	35.2	13.4	13.6	19.2
EPS증가율	37.7	12.3	13.6	19.2
매출총이익률	66.4	68.1	68.3	68.5
영업이익률	24.8	27.0	27.5	28.0
당기순이익률	25.5	25.3	24.6	25.1

예상 현금흐름표 (요약)

(백만USD)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	1,814	1,800	2,590	2,998
당기순이익	1,817	2,060	2,341	2,791
감가상각비	455	524	595	682
기타	-458	-784	-346	-475
투자활동 현금흐름	-360	-1,810	-2,203	-2,578
- 자본적 지출(CAPEX)	-1,064	-1,092	-1,278	-1,495
기타	704	-718	-925	-1,083
재무활동 현금흐름	-288	-88	-66	-69
배당금	0	0	0	0
자본 증가	873	555	0	0
장단기금융부채의 증가(감소)	0	0	0	0
기타	-1,161	-643	-66	-69
현금의 증감	1,169	166	387	420
기초현금	1,601	2,750	2,908	3,295
기말현금	2,770	2,908	3,295	3,715

예상 재무상태표 (요약)

(백만USD)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	7,888	8,571	9,844	11,362
현금성자산	2,750	2,908	3,295	3,715
매출채권	1,130	1,308	1,530	1,790
재고자산	1,221	1,686	1,897	2,204
기타유동자산	2,787	2,669	3,122	3,653
비유동자산	7,554	9,093	10,281	11,686
투자자산	2,120	2,977	3,483	4,075
유형자산	3,617	4,262	4,954	5,767
무형자산	388	364	354	352
기타비유동자산	1,429	1,490	1,490	1,492
자산총계	15,442	17,664	20,126	23,048
유동부채	1,659	1,512	1,614	1,725
매입채무	189	218	255	299
단기차입금	0	0	0	0
기타유동부채	1,470	1,294	1,359	1,426
비유동부채	386	378	397	417
장기금융부채	0	0	0	0
기타비유동부채	386	378	397	417
부채총계	2,044	1,890	2,010	2,142
지배주주지분(연결)	13,307	15,673	17,991	20,755
자본금	0	0	0	0
자본잉여금	8,576	9,131	9,131	9,131
이익잉여금	4,741	6,566	8,885	11,649
기타	-10	-24	-25	-25
비지배주주지분(연결)	90	101	124	151
자본총계	13,397	15,774	18,115	20,906

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (배)	65.9	79.1	69.6	58.4
P/S (배)	16.7	19.8	17.0	14.5
P/B (배)	8.9	10.3	9.0	7.8
EV/EBITDA (배)	51.1	57.4	48.4	40.7
EPS (USD)	5.12	5.75	6.54	7.79
BPS (USD)	37.77	44.19	50.72	58.51
DPS (USD)	0.00	0.00	0.00	0.00
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출채권회전율 (회)	6.9	6.7	6.7	6.7
재고자산회전율 (회)	6.7	5.6	5.3	5.4
매입채무 회전율 (회)	14.3	12.7	12.7	12.6
ROA (%)	12.8	12.4	12.4	12.9
ROE (%)	14.8	14.1	13.8	14.3
ROIC (%)	34.9	32.7	31.8	32.7
부채비율 (배)	15.3	12.0	11.1	10.2
유동비율 (배)	475.6	566.9	610.0	658.6
순차입금/자기자본 (배)	-40.0	-34.1	-34.1	-33.9

자료: 인투이티브 서지컬, 미래에셋증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.