

Not Rated

Refinitiv 평균목표주가	15.4
현재주가(24/8/1)	USD 8.6
상승여력	79.3%

S&P 500(p)	5,446.68
EPS 성장률(24F,%)	-
P/E(24F,x)	-
배당수익률(%)	0.0
시가총액(백만USD)	1,469.96
시가총액(십억원)	2,028.70
상장주식수(백만주)	171.1
60일 평균 거래대금(백만USD)	64.39
52주 최저가(USD)	8.59
52주 최고가(USD)	27.75

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-7.8	-56.7	-69.0
상대주가	-7.4	-61.0	-74.0



[첨단의료기기/디지털헬스]

김충현, CFA  
choonghyun.kim@miraesec.com

# 텔라닥 헬스

## 하반기로 가는 길에 안개가 자욱하다

### 2Q24 Review: 매출액 시장기대치 부합, 조정 EBITDA 시장기대치 상회

동사의 2Q24 매출은 6.4억 달러로 전년 대비 2% 감소하며 시장기대치에 부합하였다. 조정 EBITDA는 전년 대비 24% 상승한 89백만 달러(조정 EBITDA 마진 13.9%)로 시장기대치를 상회하였다. 다만, 추가 하락으로 인해 영업권 7.9억 달러를 상각하며 영업손실 8.4억 달러를 기록했다. 동사의 영업권은 작년 말 10.7억 달러에서 2.8억 달러로 감소하였다.

24년 가이드선으로 Integrated Care 부문의 외형성장은 낮은 자릿수에서 중간 한 자릿수로 제시하였고, 조정 EBITDA 마진은 전년 대비 1.5~2% 개선을 제시했다. 전체 미국 고객은 9,250만~9,350만명으로 제시했다. 다만 BetterHelp의 가이드선은 제공하지 않음에 따라 기존에 제시했던 전체 실적 가이드선을 철회하였다.

### 12개월 선행 P/S 기준 0.6배로 글로벌 Peer 대비 저평가

동사의 사업성에 대한 불확실성이 확대되고 있다. 그 중심에는 BetterHelp가 있다. 동사는 지난 몇 분기 동안 광고비용 증가와 미국 대선으로 인한 광고가격 영향을 파악하기 힘들다는 점을 들어 BetterHelp 사업 부문의 가이드선을 제시하지 않았다.

BetterHelp는 2024년 들어 팬데믹 이후 처음으로 역성장을 거듭하고 있다. 현재 광고비용 증가로 매출과 직결되는 광고 지출을 조절하고 있는데, 현재 광고비용 수준이 지속된다면 2024년 하반기 매출은 낮은 두 자릿수로 감소할 것으로 전망했다.

동사는 원격의료와 정신건강 2개 사업부문 모두 미국 내 최대 사업자로 성장한만큼 큰 폭의 외형성장은 기대하기 어렵다. 따라서 동사에게 중요한 점은 마진 개선에 의한 이익구조 변화다. 그런 점에서 BetterHelp 사업부문의 불확실성은 마진 개선에 치명적이다. BetterHelp는 성장성 회복을 위해 해외시장과 보험시장 진출을 준비하고 있지만, 이는 단기간에 가시적 성과를 달성하기 어렵다.

현재 주가는 12개월 선행 P/S 기준 0.6배로 글로벌 Peer(4.7배) 및 지난 1년 평균인 1.1배 대비 저평가되고 있다. 역사적 최저점을 지속 경신하고 있다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (백만USD)	2,407	2,602	2,599	2,634	2,690
영업이익 (백만USD)	-13,653	-249	-1,034	-236	-870
영업이익률 (%)	-567.2	-9.6	-39.8	-9.0	-32.3
순이익 (백만USD)	-13,660	-220	-898	-167	-745
EPS (USD)	-84.60	-1.34	-5.29	-0.99	-4.39
ROE (%)	-148.8	-9.5	-47.3	-12.0	-79.8
P/E (배)	-	-	-	-	-
P/B (배)	1.7	1.5	1.0	1.1	2.6

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

표 1. 2Q24 실적 비교표

(백만달러, %, %p)

	2Q23	1Q24	2Q24		성장률	
			확정 실적	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	652.4	646.1	642.4	649.3	-1.5	-0.6
영업이익	-71.6	-87.1	-841.1	-67.5	적지	적지
조정 EBITDA	72.2	63.1	89.5	74.9	24.0	41.7
조정 EBITDA 마진 (%)	11.1	9.8	13.9	11.5	2.9	4.2

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 분기별 실적 전망표

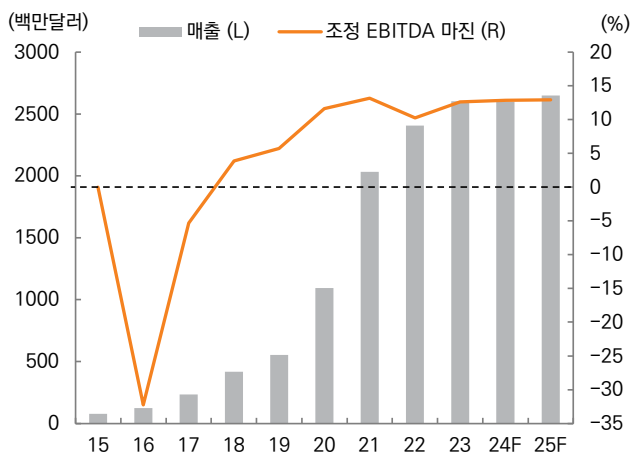
(백만달러, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
미국 Integrated Care 멤버십(백만명)	73.5	74.0	76.1	77.5	79.2	80.3	81.9	83.3	77.5	83.3	89.6
원격진료 수(백만건)	4.9	4.7	4.4	4.4	4.6	4.2	4.8	4.8	18.4	18.3	20.0
만성질환 고객(백만명)	1.03	1.07	1.12	1.16	1.12	1.17	1.23	1.27	1.16	1.27	1.40
정신건강 유료 고객(백만명)	0.47	0.48	0.46	0.43	0.42	0.41	0.41	0.47	0.46	0.47	0.51
미국 Integrated Care 고객당 평균 매출(달러)	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4		
<b>매출액</b>	<b>629.2</b>	<b>652.4</b>	<b>660.2</b>	<b>660.5</b>	<b>646.1</b>	<b>642.4</b>	<b>654.1</b>	<b>656.0</b>	<b>2,602.4</b>	<b>2,598.7</b>	<b>2,634.1</b>
Integrated Care	350.0	360.1	374.4	384.4	377.1	377.4	396.9	407.4	1,468.8	1,558.8	1,652.4
BetterHelp	279.3	292.4	285.8	276.2	269.0	265.0	257.2	248.6	1,133.6	1,039.8	997.9
<b>조정 EBITDA</b>	<b>52.8</b>	<b>72.2</b>	<b>88.8</b>	<b>114.4</b>	<b>63.1</b>	<b>89.5</b>	<b>90.9</b>	<b>90.2</b>	<b>328.1</b>	<b>333.7</b>	<b>343.2</b>
Integrated Care	35.1	38.0	62.8	56.0	47.7	64.0	65.9	58.8	191.9	236.4	260.1
BetterHelp	17.6	34.2	26.0	58.5	15.5	25.5	24.9	31.5	136.2	97.3	83.1
<b>영업이익</b>	<b>-77.1</b>	<b>-71.6</b>	<b>-64.7</b>	<b>-35.1</b>	<b>-87.1</b>	<b>-841.1</b>	<b>-53.0</b>	<b>-53.0</b>	<b>-248.6</b>	<b>-1,034.3</b>	<b>-236.1</b>
<b>매출성장률 (%)</b>	<b>11.3</b>	<b>10.1</b>	<b>8.0</b>	<b>3.6</b>	<b>2.7</b>	<b>-1.5</b>	<b>-0.9</b>	<b>-0.7</b>	<b>8.1</b>	<b>-0.1</b>	<b>2.0</b>
Integrated Care	5.3	5.4	9.2	7.6	7.8	4.8	6.0	6.0	6.9	6.1	6.0
BetterHelp	21.3	18.2	7.8	-0.3	-3.7	-9.3	-10.0	-10.0	11.2	-8.3	-4.0
<b>조정 EBITDA 마진 (%)</b>	<b>8.4</b>	<b>11.1</b>	<b>13.4</b>	<b>17.3</b>	<b>9.8</b>	<b>13.9</b>	<b>13.9</b>	<b>13.8</b>	<b>12.6</b>	<b>12.8</b>	<b>13.0</b>
Integrated Care 마진 (%)	10.0	10.5	16.8	14.6	12.6	17.0	16.6	14.4	13.1	15.2	15.7
BetterHelp 마진 (%)	6.3	11.7	9.1	21.2	5.7	9.6	9.7	12.7	12.0	9.4	8.3
<b>영업이익률 (%)</b>	<b>-12.3</b>	<b>-11.0</b>	<b>-9.8</b>	<b>-5.3</b>	<b>-13.5</b>	<b>-130.9</b>	<b>-8.1</b>	<b>-8.1</b>	<b>-9.6</b>	<b>-39.8</b>	<b>-9.0</b>

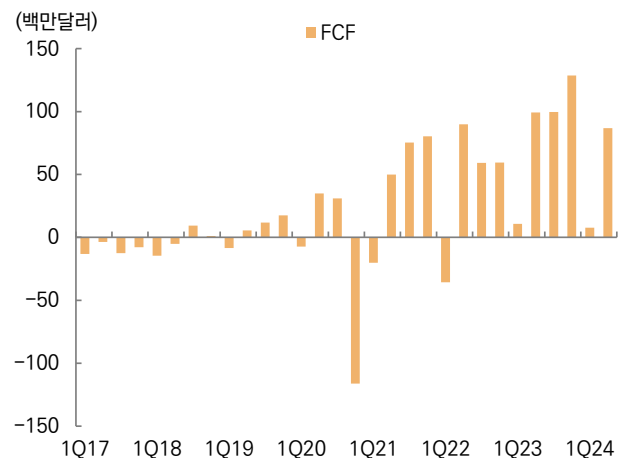
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 매출 및 조정 EBITDA 마진 추이

그림 2. FCF 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 지분율

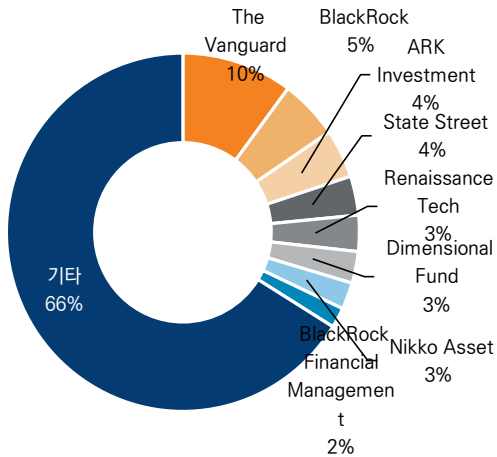
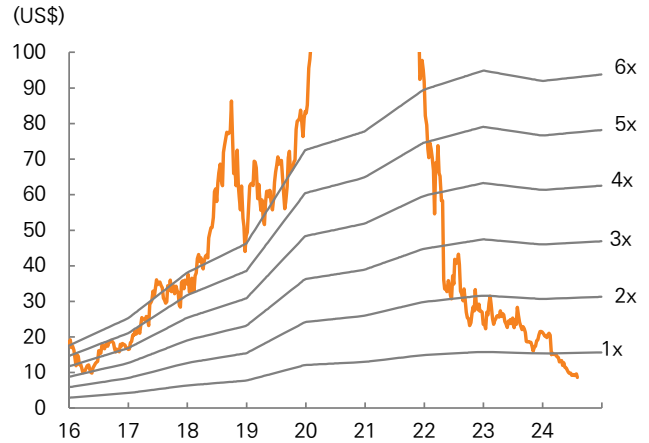


그림 4. 12개월 FWD P/S 밴드 차트



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

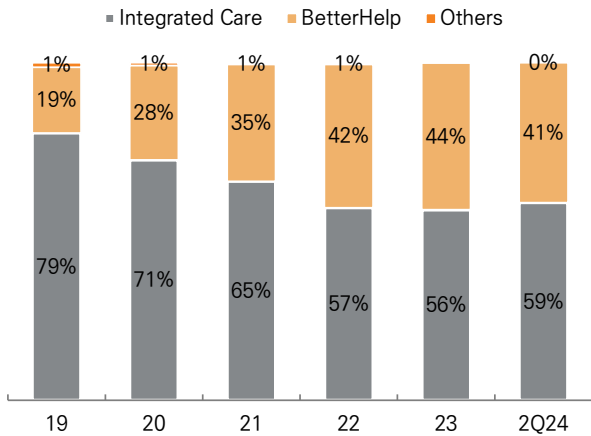
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. Global peer valuation

회사명	시가총액 (십억원)	영업이익률 (%)			P/E (X)			P/S (X)			EV/EBITDA(x)			매출 (십억원)		
		23	24F	25F	23	24F	25F	23	24F	25F	23	24F	25F	23	24F	25F
레스메드	43,166	24.0	32.5	32.7	29.4	24.4	22.2	6.7	6.4	5.9	21.5	18.2	16.8	6,250	6,802	7,369
덱스컴	38,590	16.5	19.6	21.2	41.6	41.6	35.2	7.0	7.0	6.1	50.6	24.4	20.2	4,733	5,547	6,401
인술렛	18,919	13.0	13.6	14.7	61.0	63.8	52.9	7.7	7.0	5.9	39.1	35.9	30.1	2,218	2,742	3,245
JD Health	11,822	1.7	2.8	3.7	28.6	18.8	15.6	1.1	1.0	0.9	79.6	19.9	12.7	9,875	11,803	13,798
Ali Health	9,193	1.7	4.8	5.8	48.0	27.5	21.4	1.6	1.5	1.4	61.1	26.7	19.7	4,974	6,037	6,830
Tempus AI	8,881	-36.9	-22.3	-9.8	-	-	-	-	9.4	7.0	-	-	-	695	948	1,265
M3	8,521	26.4	26.2	26.1	21.0	19.6	18.0	3.8	3.5	3.2	13.2	10.4	9.5	2,184	2,395	2,636
R1 RCM	8,151	6.6	9.6	12.8	-	147.2	38.9	2.6	2.3	2.0	12.3	12.8	10.8	2,945	3,569	3,994
Doximity	6,963	34.5	44.9	45.3	38.0	27.9	25.8	10.9	9.9	9.1	24.3	17.6	16.1	628	709	770
Inspire Medical	5,904	-6.4	-1.9	1.2	-	924.3	163.6	6.5	5.5	4.5	-	84.6	50.5	816	1,092	1,313
Radnet	5,870	6.1	6.8	7.6	116.9	104.9	78.9	2.3	2.4	2.2	20.6	17.5	15.7	2,112	2,445	2,666
Hims & Hers	5,445	-3.4	2.9	7.5	-	110.2	37.5	4.1	3.2	2.5	1,479	27.7	19.4	1,139	1,721	2,195
GoodRx	4,496	-3.6	24.0	24.9	-	27.1	21.4	4.6	4.1	3.7	36.5	13.3	11.6	980	1,117	1,226
아이리듬 테크놀로지스	3,603	-25.4	-16.4	-8.8	-	-	-	4.8	4.5	3.8	-	170.8	46.9	644	805	942
탠덤 다이아비티즈 케어	3,157	-31.2	-13.6	-8.3	-	-	-	2.9	2.7	2.4	-	-	46.1	977	1,201	1,339
Ping An Health	2,219	-12.9	-9.2	-5.5	-	-	156.6	2.4	2.3	2.0	-	-	-	862	962	1,098
텔라닥 헬스	2,014	-9.6	-14.3	-4.1	-	-	-	0.6	0.6	0.6	-	3.7	3.3	3,400	3,577	3,650
Phreesia Inc	1,934	-38.3	-16.8	-5.9	-	-	-	3.6	3.4	2.8	-	58.1	27.2	468	580	685
루닛	1,136	-168.3	-74.1	-10.7	-	-	-	40.3	22.4	12.7	-	-	40	25	51	89
Definitive Health	850	-131.2	29.8	30.6	4.7	11.5	10.3	1.8	2.4	2.3	-	8.5	7.6	329	352	369
뷰노	445	-118.1	-25.1	4.4	-	-	366.3	23.2	14.5	10.1	-	-	62.5	13.3	30.7	44
<b>전체 평균</b>		<b>-21.7</b>	<b>1.1</b>	<b>8.8</b>	<b>43.3</b>	<b>119.1</b>	<b>71.0</b>	<b>6.9</b>	<b>5.5</b>	<b>4.3</b>	<b>167.1</b>	<b>34.4</b>	<b>24.6</b>	<b>2,203</b>	<b>2,594</b>	<b>2,949</b>

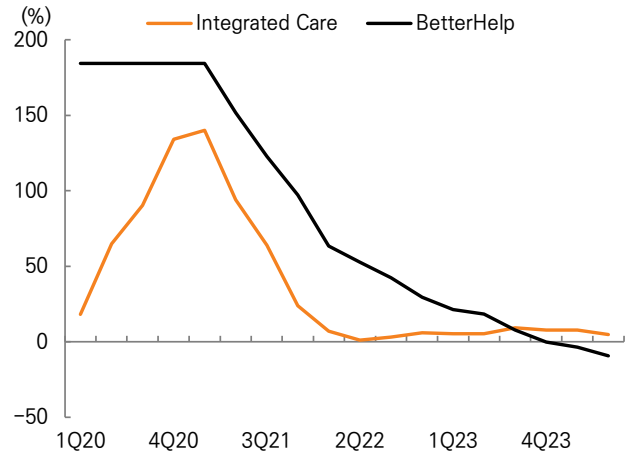
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 품목별 매출 비중



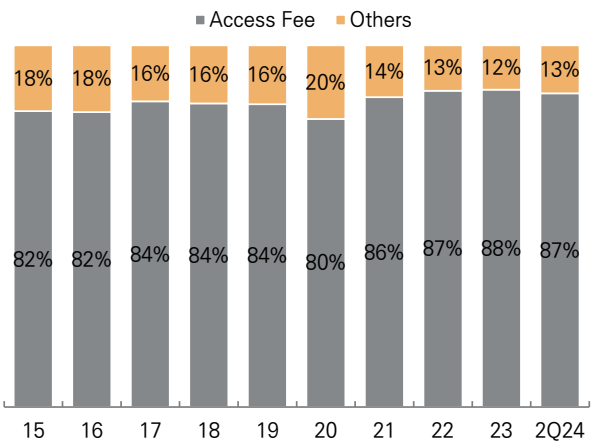
자료: TDOC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 품목별 매출성장률 추이



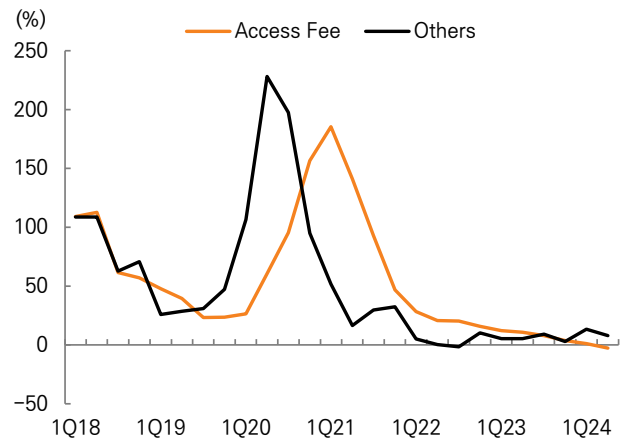
자료: TDOC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 서비스별 매출 비중



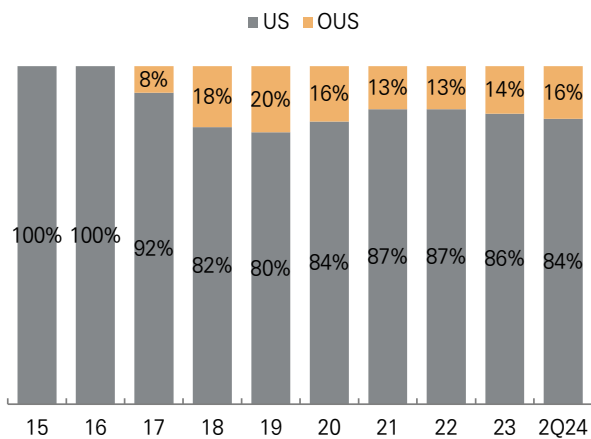
자료: TDOC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 서비스별 매출성장률 추이



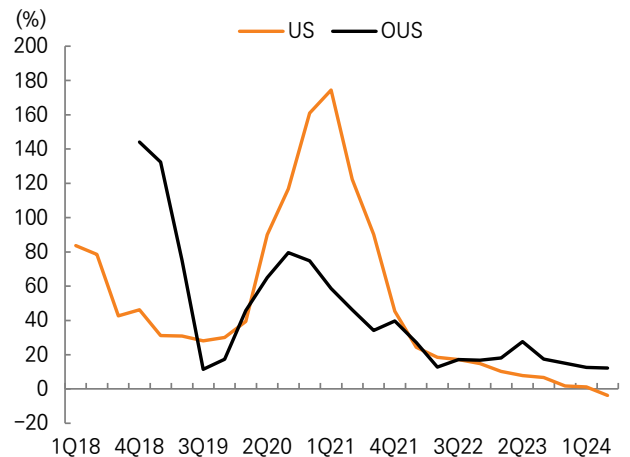
자료: TDOC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 지역별 매출 비중



자료: TDOC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 지역별 매출성장률 추이



자료: TDOC, 미래에셋증권 리서치센터

### Integrated Care 사업부문

Integrated Care 사업은 전년 대비 5% 성장한 3.8억 달러를, 조정 EBITDA는 전년 대비 69% 상승한 64백만 달러를 기록했다. 조정 EBITDA마진은 17%로 6.4%p 개선되었다. 비용 통제 및 효율성 강화 프로그램이 성과를 보이고 있다.

전체 미국 고객은 지난 분기 대비 60만 명을 추가하며 9,240만 명으로 확대되었다. 미국 전체 고객당 Integrated Care 매출은 신규 고객 유입에 의해 1.36달러로 전년 대비 4% 감소했다. 원격의료 사용횟수는 416만 건으로 전년 대비 11% 감소했다. 만성질환 프로그램 등록 고객은 117만명으로 전년 대비 9% 상승하였다.

신규 예약의 3/4는 기존고객에서의 교차판매로, 1/4는 신규 고객 유치로 이루어졌다. 고객들로부터 만성질환 패키지 솔루션에 대한 관심이 지속적으로 크다. 당사는 하나의 패키지 가격으로 여러 만성질환 관리 프로그램을 제공하고 있다. 예를 들면, Diabetes Plus 번들을 구매하는 고객은 다양한 만성 관리 프로그램, 당뇨병 관리, 고혈압 및 체중 관리 솔루션을 이용할 수 있는 것이다.

### BetterHelp 사업부문

BetterHelp 사업은 광고비용이 급격하게 상승함에 따라 광고 효율화 정책을 시행함에 따라 전년 대비 9% 감소한 2.7억 달러를 기록했고, 조정 EBITDA는 전년 대비 26% 감소한 25백만 달러를 기록했다. 이로 인해 조정 EBITDA 마진은 9.6%로 2.1%p 감소하였다. 유료 사용고객은 40.7만 명으로 전년 대비 15% 감소했다.

당사는 지난 몇 분기 동안 광고비용 증가와 미국 대선으로 인한 광고가격 영향을 파악하기 힘들다는 점을 들어 BetterHelp 사업부문의 가이던스를 제시하지 않았다. 다만, 고객 인수 비용이 현재 수준으로 지속된다면, 2024년 하반기 매출이 낮은 두 자릿수로 감소할 것으로 전망했다.

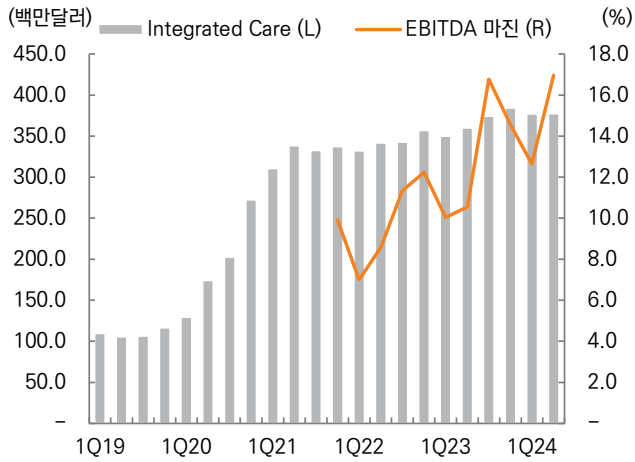
#### Q) BetterHelp 사업부문은 이제 회사에 전략적 중요성이 떨어지는건가?

A) BetterHelp는 업계 1위로 100만명이 넘는 고객에게 서비스를 제공하고 있다. 우리는 해외 시장 및 보험 시장으로 확장을 진행하고 있다. BetterHelp는 우리의 전반적인 매출, 이익, 잉여현금흐름 창출에 중요한 기여자다. 현재 BetterHelp는 전환기를 맞고 있다. 단기적인 실적 가시성이 제한되어 있기 때문에, 현재 우리가 중요한 것은 매출과 이익의 균형을 잘 맞춰 관리하는 것이다.

#### Q) BetterHelp 사업의 보험시장 진입 상황은?

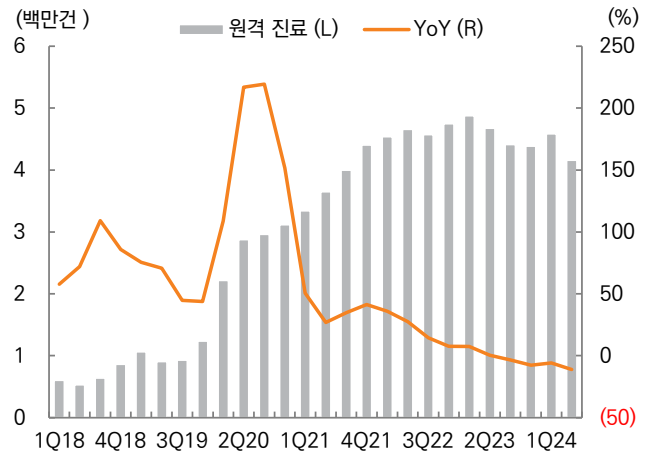
A) 우리 서비스를 더 이상 이용하지 않는 상당수의 고객들은 높은 자기부담금과 제한적인 보험 범위가 주된 이유다. 우리는 최소 연말까지 제공할 수 있는 기술적 역량을 갖추기 위해 노력하고 있다. 보험 시장 진입은 2025년에 걸쳐 이루어질 것이다.

그림 11. Integrated care 매출 및 EBITDA 마진 추이



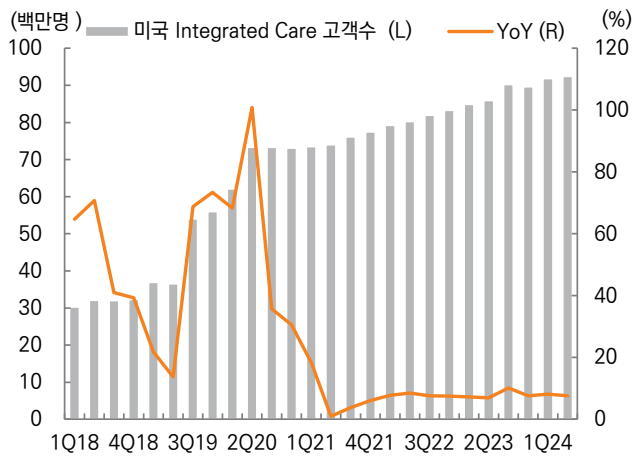
자료: TDOC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. 분기별 원격진료 수 추이



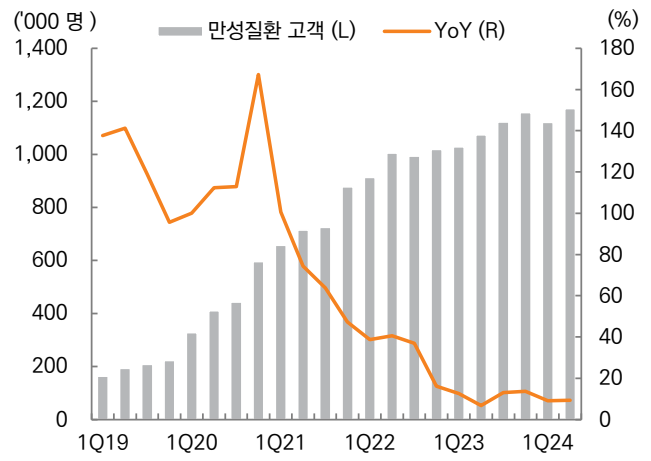
자료: TDOC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. 분기별 Integrated Care 고객수 추이



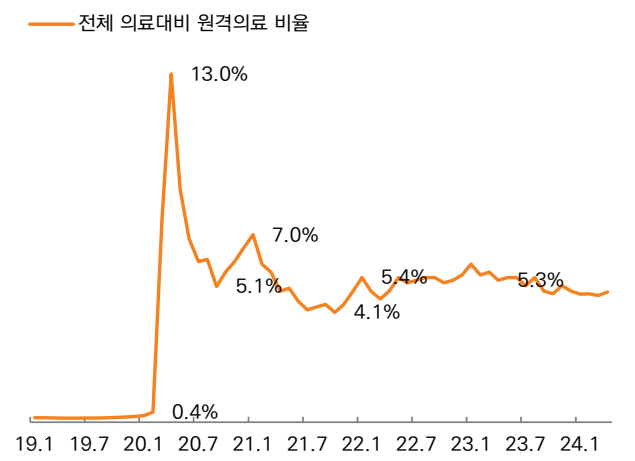
자료: TDOC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 14. 만성질환 고객수 추이



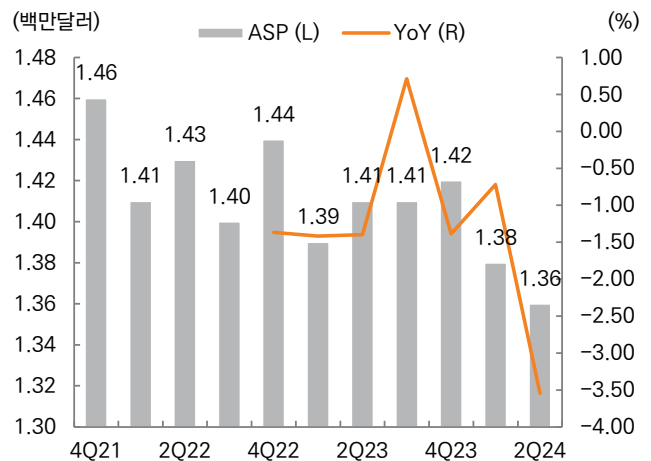
자료: TDOC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 15. 전체 의료 대비 원격의료 비율 추이



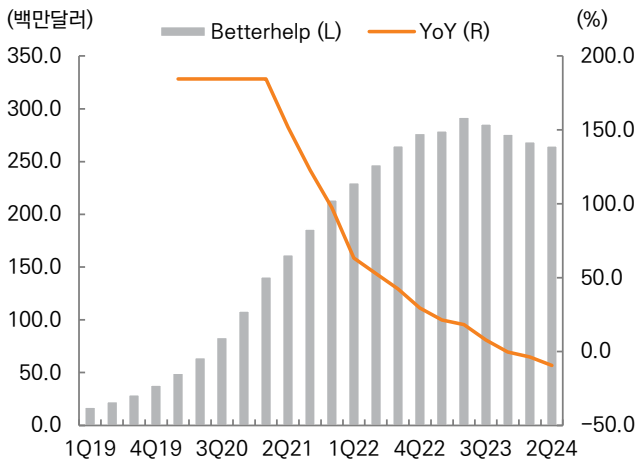
자료: Fairhealth.org, 미래에셋증권 리서치센터

그림 16. Integrated Care 고객당 평균 매출 추이



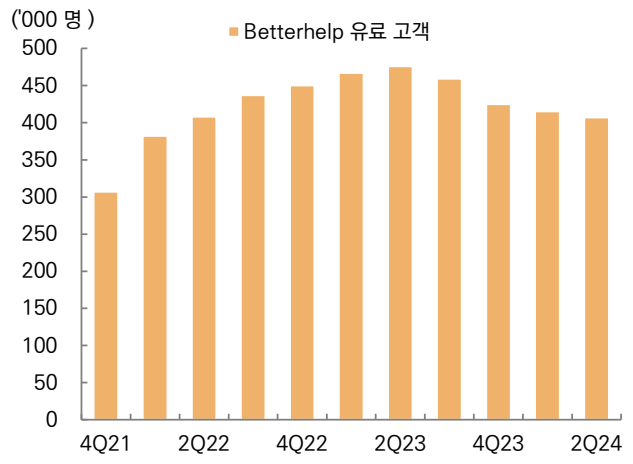
자료: TDOC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 17. BetterHelp 매출 및 매출성장률 추이



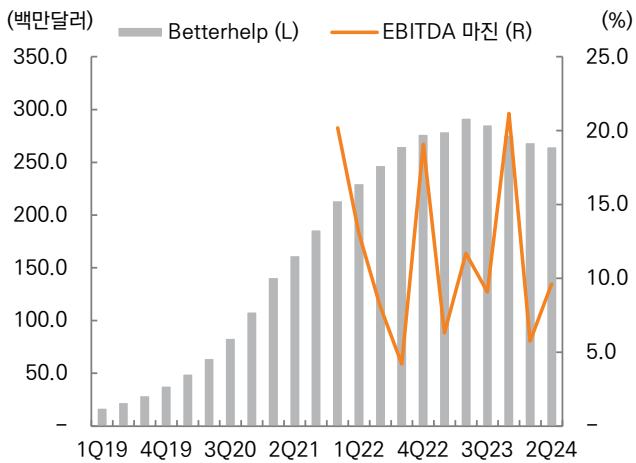
자료: TDOC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 18. BetterHelp 유료고객 수 추이



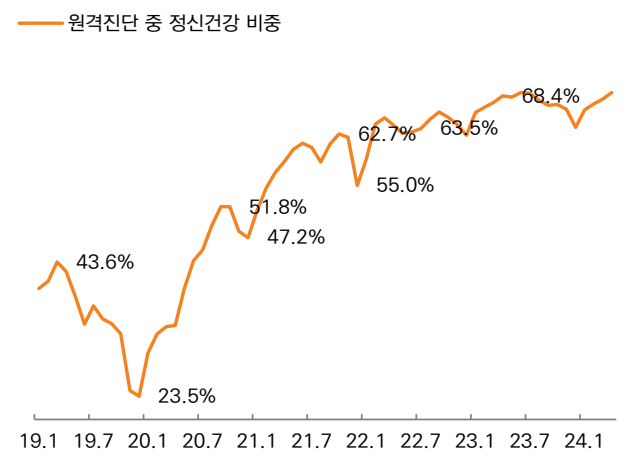
자료: TDOC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 19. BetterHelp 매출 및 EBITDA 마진 추이



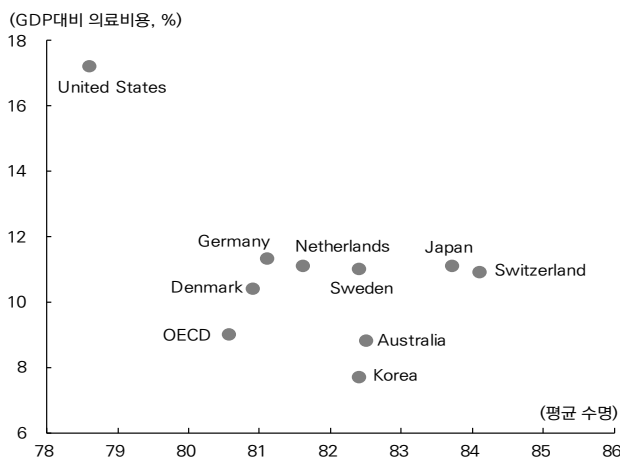
자료: Fairhealth.org, 미래에셋증권 리서치센터

그림 20. 원격의료 중 정신건강 비중 추이



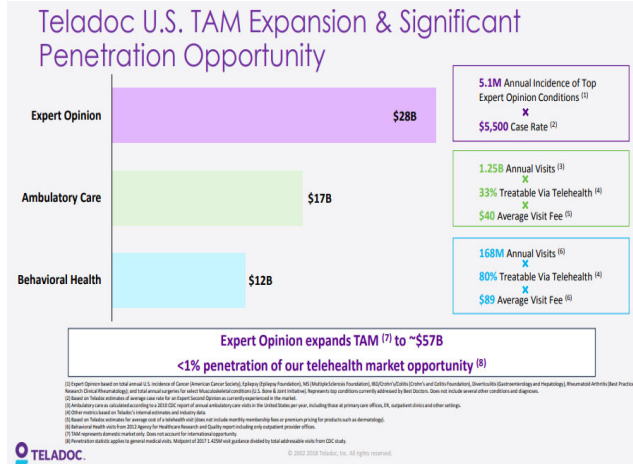
자료: Fairhealth.org, 미래에셋증권 리서치센터

그림 21. 미국, 사보험 중심 헬스케어 제도로 인한 극심한 고비용 구조



자료: OECD, 미래에셋증권 리서치센터

그림 22. 미국 원격의료의 목표시장 규모 570억 달러



자료: TDOC, 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.