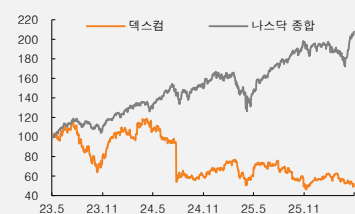


투자의견(유지)	매수
목표주가(유지)	USD 100
현재주가(26/5/1)	USD 61.35
상승여력	63.0%

나스닥 종합(p)	25,114.44
EPS 성장률(26F, %)	22.5
P/E(26F, x)	23.4
배당수익률(%)	0.0

시가총액(십억USD)	23.67
시가총액(조원)	34.94
상장주식수(백만주)	385.9
60일 평균 거래대금(백만USD)	301.30
52주 최저가(USD)	54.84
52주 최고가(USD)	89.53

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-1.6	5.4	-12.7
상대주가	-14.5	-0.5	-38.4



[첨단의료기기/디지털헬스]

김충현, CFA

choonghyun.kim@miraeeasset.com

덱스컴

전 당뇨 환자군에서 고른 성장세

1Q26 Review: 매출 시장기대치 부합, 조정 EBITDA 시장 기대치 상회

매출 119.2억달러(15% YoY)로 시장 기대치에 부합. 조정 EBITDA 3.7억 달러 (58% YoY, 마진 30.6%)으로 시장 기대치 상회.

‘26년 가이던스 매출 51.6억~52.5억달러(11~13% YoY), 매출총이익률 63~64%, 조정 EBITDA 마진 31~31.5%, 영업이익률 23~23.5% 제시.

목표주가 100달러 및 매수의견 유지

미국시장: 전 환자 층에서 성장 모멘텀이 확인되며, 올해 1월부터 판매 개시된 G7 15일 센서는 연말까지 약 50% 전환율이 목표.

특히 3대 PBM의 비인슐린 당뇨환자 보장에 의한 2형 당뇨 환자군에서 점유율 확대가 눈에 띄고 있음. 올 여름부터 Prime Therapeutics의 가세로 비인슐린 당뇨 환자 커버리지는 700만 명으로 증가. 빠르면 연내 미국에서 비 인슐린 2형 당뇨 환자 (약 1,200만 명)에 대한 공보험 보장이 개시될 가능성. CGM의 2형 당뇨의 확장 스토리는 여전히 유효.

기저 인슐린 환자를 위해 환자의 일일 혈당 패턴을 학습하여 기저 인슐린 투여 시기와 용량을 더욱 정확하게 파악할 수 있는 Dexcom Smart Basal에 대한 FDA 허가를 획득. Basal 환자 침투율은 현재 약 20~25% 수준에 불과.

해외시장: 수요 측면에서는 신규 환자 유치가 사상 최고치 경신. ‘26년 중 Stelo 및 신규 CGM 시스템을 해외시장에 출시하여 추가적인 시장 확장을 추진할 계획.

OTC: Stelo는 작년 1.3억달러 매출을 기록. 올해는 전체 성장의 1% 기여 목표

’26 예상 실적: 매출 52.60억달러(13% YoY), 조정 EBITDA 16.9억달러(25% YoY, 마진 32%).

밸류에이션: 현 주가는 12개월 선행 P/S 기준 4배로 글로벌 Peer(4배)와 유사하나 동사의 지난 5년 평균(11배) 대비 저평가 상태. 이는 2018년 미국에서 CGM의 공 보험 보장이 본격화하기 전 수준의 밸류에이션.

결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (USD 100mn)	40	47	53	60	68
영업이익 (USD 100mn)	6	9	12	15	18
영업이익률 (%)	15.0	19.1	22.6	25.0	26.5
순이익 (USD 100mn)	6	8	10	13	14
EPS	1.46	2.14	2.63	3.34	3.65
ROE (%)	27.6	34.5	30.5	28.5	24.0
P/E (배)	53.1	31.0	23.4	18.4	16.8
P/B (배)	8.2	5.3	4.0	3.3	2.7

주: GAAP 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 덱스컴, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 1Q26 실적 비교표

(백만 달러, %, %p)

	1Q25	4Q25	1Q26			성장률	
			확정 실적	미래에셋증권	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	1,036	1,260	1,192	1,177	1,175	15.0	-5.4
영업이익	230	422	365	374	316	58.2	-13.7
영업이익률 (%)	134	323	255	258	218	90.9	-21.0
순이익	12.9	25.6	21.4	21.9	18.5	8.5	-4.2

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 수익 예상 변경표

(백만 달러, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	26F	27F	26F	27F	26F	27F	
매출액	5,272	6,010	5,265	6,002	-0.1	-0.1	1Q26 실적반영
영업이익	1,206	1,495	1,196	1,484	-0.8	-0.8	
순이익	1,374	1,637	1,011	1,285	-26.5	-21.5	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

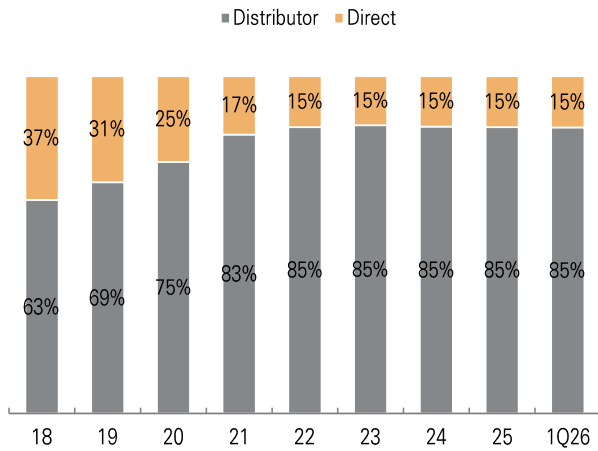
표 3. 분기별 실적 전망표

(백만 달러, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출액	1,036	1,157	1,209	1,260	1,192	1,291	1,358	1,423	4,662	5,265	6,002
Sensor	997	1,118	1,175	1,175	1,175	1,245	1,309	1,372	4,465	5,101	5,790
Hardware	39	39	34	85	17	47	49	52	197	164	212
EBITDA	230	328	368	422	365	396	444	482	1,349	1,687	2,029
영업이익	134	213	243	323	255	274	315	352	912	1,196	1,484
순이익	105	180	284	346	196	240	273	302	836	1,011	1,285
매출성장률(%)	12.5	15.2	21.6	13.1	15.0	11.6	12.3	13.0	15.6	12.9	14.0
Sensor	16.7	18.0	23.5	10.0	17.8	11.3	11.4	16.7	16.8	14.2	13.5
Transmitter & Receiver	-41.8	-31.4	-19.3	87.8	-56.7	18.9	42.6	-38.8	-6.9	-16.7	29.1
EBITDA 마진 (%)	22.2	28.3	30.5	33.5	30.6	30.7	32.7	33.9	28.9	32.0	33.8
영업이익률 (%)	12.9	18.4	20.1	25.6	21.4	21.2	23.2	24.7	19.6	22.7	24.7
순이익률 (%)	10.2	15.5	23.5	27.5	16.5	18.5	20.1	21.2	17.9	19.2	21.4

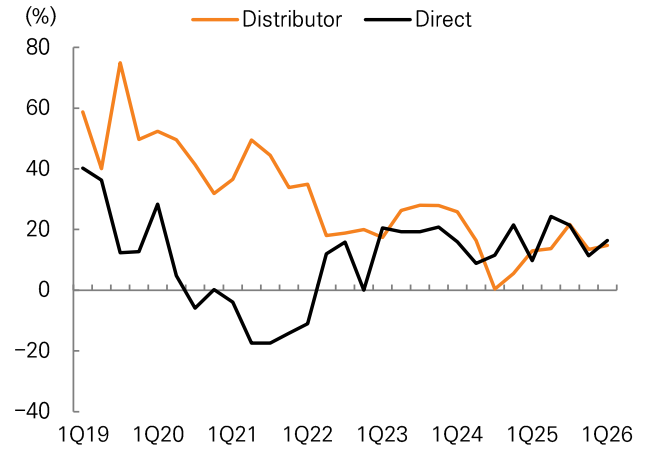
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 유통채널별 매출 비중



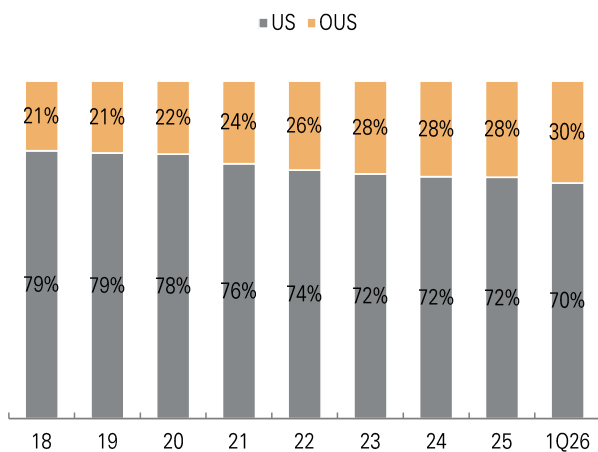
자료: Dexcom, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 유통채널별 매출성장률 추이



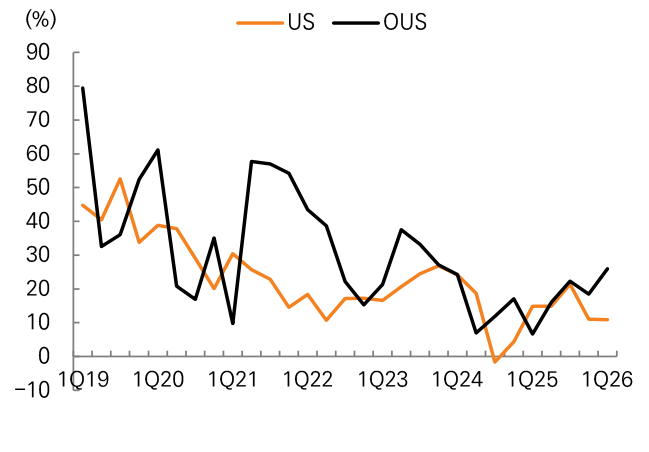
자료: Dexcom, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 지역별 매출 비중



자료: Dexcom, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 지역별 매출성장률 추이



자료: Dexcom, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. Dexcom의 접근가능시장 확대 목표



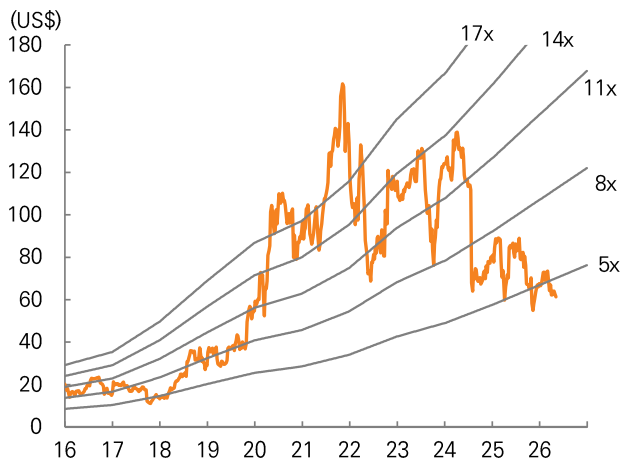
자료: Dexcom, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 당뇨관리 기기 중 가장 강력한 Interoperability



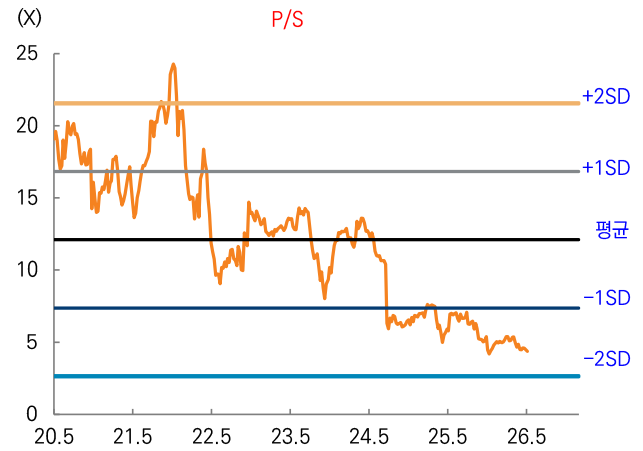
자료: Dexcom, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 12개월 FWD P/S 밴드 차트



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 12개월 FWD P/S와 표준편차



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. Global peer valuation

회사명	시가총액 (십억원)	영업이익률 (%)			PER (배)			PSR (배)			EV/EBITDA(배)			매출액 (십억원)		
		25	26F	27F	25	26F	27F	25	26F	27F	25	26F	27F	25	26F	27F
레스메드	43797.9	32.7	36.0	36.5	19.8	18.5	16.7	5.4	5.3	4.9	15.0	13.1	12.1	7,212	8,312	8,936
덱스컴	34864.2	19.6	23.3	24.6	27.7	24.1	20.3	4.9	4.5	4.0	18.0	13.8	11.9	6,629	7,688	8,602
인슬렛	17855.1	17.5	18.6	19.5	38.6	27.6	21.8	4.5	3.7	3.1	36.0	15.4	12.7	3,850	4,926	5,879
아이리듬 테크놀로지스	5749.3	-7.7	0.2	3.7	-	1632.4	114.3	4.9	4.4	3.8	-	36.2	25.6	1,062	1,302	1,506
Minimed	5008.3	-7.4	3.3	5.6	-	54.1	20.3	-	1.1	1.0	-	8.9	6.3	3,801	4,507	4,960
Inspire Medical	2404.7	5.6	6.7	8.0	11.0	30.2	22.3	1.8	1.7	1.6	37.8	6.4	5.4	1,297	1,420	1,548
탠덤 다이아비티즈 케어	1959.2	-18.5	-4.5	0.4	-	-	-	1.3	1.2	1.1	-	23.5	11.2	1,443	1,590	1,775
Phreesia Inc	865	-1.4	6.8	8.9	74.6	17.3	12.5	1.2	1.1	1.1	33.0	4.8	4.2	683	765	803
Definitive Health	209	-92.9	20.4	16.2	1.5	6.4	5.7	0.4	0.6	0.6	-	2.2	2.4	343	331	333
M3	9,544	20.2	21.5	22.0	20.6	18.3	16.2	2.9	2.6	2.4	10.8	9.1	8.1	3,323	3,688	4,046
Doximity	6,795	39.9	54.2	52.2	20.4	16.2	15.5	7.4	7.2	6.6	28.6	10.9	10.4	795	952	1,033
GoodRx	1,272	11.0	21.3	21.8	18.5	8.1	6.9	1.1	1.1	1.1	7.0	4.6	4.4	1,133	1,125	1,187
JD Health	27,377	6.4	5.6	6.0	23.3	19.8	16.7	1.7	1.5	1.3	25.7	17.7	14.7	14,530	18,848	21,783
Ali Health	13,287	2.1	6.4	6.9	31.8	26.1	21.8	1.9	1.8	1.6	71.7	25.4	21.1	5,912	7,565	8,480
Hims & Hers	9,328	4.5	5.5	7.0	48.9	34.9	24.6	2.6	2.3	1.9	46.2	21.5	16.3	3,338	4,065	4,839
Ping An Health	4,368	5.4	6.0	7.9	50.6	44.6	33.3	3.5	3.4	3.0	60.1	35.3	24.8	1,082	1,294	1,470
텔라닥 헬스	1,717	-10.4	-6.8	-5.3	-	-	-	0.5	0.5	0.5	7.7	5.0	4.8	3,597	3,704	3,754
Tempus AI	14,532	-19.9	-3.3	-1.0	-	-	-	7.5	6.2	5.1	-	158.1	79.2	1,808	2,350	2,867
Radnet	6,553	3.0	5.4	6.9	288.6	92.7	55.4	2.1	1.8	1.6	32.1	14.3	12.3	2,901	3,656	4,071
Heartflow	3,641	-36	-21	-10	-	-	-	3	11	9	-	-	-	250	325	402
씨어스테크놀로지	1,825	33.9	39.5	42.5	338.3	19.4	13.6	37.7	15.7	10.5	-	41	22	48	117	173
Omada Health	1,338	-5	-4	-0	-	364	84	1	3	2	-	63	34	370	471	565
루닛	1,281	-100.0	-64.4	-45.4	-	-	-	15.6	13.3	11.5	-	-	-	83	96	111
메추	421	-251.5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2	-	-
뉴로핏	243	-631	-26	26	-	-	-	75	-	-	-	-	-	3	17	31
전체 평균		-39.5	3.3	8.1	67.6	136.4	29.0	8.0	4.1	3.4	30.7	25.3	16.4	-	-	-

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

인슐린 집중 치료 시장

미국 시장

미국은 8.3억달러(11% YoY)를 기록했다. 전반적인 당뇨 관리 스펙트럼 전반에서 성장 모멘텀이 확인되었으며, 특히 2형 당뇨 환자군에서의 점유율 확대가 두드러졌다.

그중에서도 비인슐린(Type 2 non-insulin) 환자군에서 가장 큰 증가가 나타났는데, 이는 PBM 3대 보험사 기준으로 이미 600만 명 이상의 커버리지가 확보된 상태에서 인식 개선과 현장 영업 활동이 맞물린 결과로 해석된다. 또한, Prime Therapeutics가 올해 여름부터 모든 당뇨 환자를 대상으로 CGM 커버리지를 확대하기로 결정함에 따라, 연말 기준 700만 명 이상의 비인슐린 Type 2 환자군 커버리지가 가능할 것으로 전망된다.

다만, 메디케어에서는 아직 비인슐린 환자군의 보험 보장을 제공하고 있지 않다. 현재 약 300명 규모의 비인슐린 Type 2 환자를 대상으로 한 RCT도 진행 중이며, 해당 결과는 2026년 ADA 학회에서 발표될 예정이다.

동사는 기저 인슐린 환자를 위한 새로운 기능으로 환자의 일일 혈당 패턴을 학습하여 기저 인슐린 투여 시기와 용량을 더욱 정확하게 파악할 수 있는 Dexcom Smart Basal에 대한 FDA 허가를 획득했다.

Q) 미국 센서 수요 회복 배경은 무엇인가?

A) 우리는 2025년 중반 발생했던 센서 품질 및 공급 이슈를 개선했고, 보증율 및 클레임 비율이 감소했다. 여기에 15일 제품 출시, 영업 활동 확대, 커버리지 기대감이 복합적으로 작용하며 4분기 이후 수요가 회복되었다.

Q) G7 및 제품 믹스 변화는?

A) 우리는 G6에서 G7으로의 전환이 빠르게 진행 중이며, 2026년 중반부터 G6는 단계적으로 종료될 예정이다. 현재 미국 대부분 사용자는 이미 G7으로 전환되었다.

Q) 15일 센서(15 Day) 출시가 수익성에 미치는 영향은?

A) 15일 센서 가격은 기존 G7 10일 제품과 동일하다. 즉 월 기준 매출은 동일하며, 리베이트 적용 비율도 기존과 동일하게 100% 유지된다. 우리는 15일 센서가 2026년부터 점진적으로 마진 개선에 기여할 것으로 본다. 초기에는 신규 환자 중심으로 확산되기 때문에 기여도가 제한적이지만, 기존 사용자 전환이 본격화되는 2027년 이후부터는 본격적인 원가 절감 효과가 나타날 것이다.

우리는 임상과 실제 사용 환경에서 모두 높은 센서 지속성(sensor survival)을 확인했다. 접착 패치 개선을 통해 성능이 추가 개선되었으며, 이는 전체 제품군에 확대 적용될 예정이다. 15일 플랫폼은 G7, Stelo 등 전 제품군으로 확장되며, 장기적으로 제조 원가 경쟁력을 강화하는 핵심 기반이 된다.

Q) 매출 계절성은 어떻게 변화하는가?

A) 우리는 DME(내구성 의료기기) 비중 감소와 약국 채널 확대에 따라 계절성이 완화되고 있다고 판단한다. 1분기 매출은 전분기 대비 약 6~7% 감소하는 패턴이 예상된다.

Q) CGM 시장 성장 여력과 향후 커버리지 확대는 어떻게 보나?

A) 우리는 현재 CGM(연속혈당측정기, Continuous Glucose Monitoring)이 여전히 초기 단계라고 판단한다. 당뇨 및 대사질환 환자 규모를 고려할 때 시장 잠재력은 매우 크다. 특히 인슐린 비사용 2형 당뇨(Type 2 Non-Insulin) 환자에 대한 커버리지 확대가 핵심이다. 이미 상업보험 영역에서는 커버리지가 확대되기 시작했으며, 향후 메디케어까지 확대될 경우 약 1,200만 명 이상의 추가 환자가 CGM 접근성을 확보하게 된다. 글로벌 기준에서도 장기적으로 미국보다 더 큰 시장이 형성될 것으로 예상된다.

Q) CMS 커버리지 확대 시점과 임상 데이터 일정은?

A) 우리는 CMS(미국 메디케어·메디케이드 서비스 센터)와 논의를 지속 중이며, 2형 비인슐린 환자 대상 커버리지 확대가 가까운 시일 내 이뤄질 것으로 기대한다. 경쟁사는 2026년 상반기를 언급하고 있으며, 우리는 그와 유사한 시점 가능성을 염두에 두고 있다. RCT(무작위 임상시험, Randomized Controlled Trial)는 약 300명 규모로 진행 중이며, 2개 그룹(표준 치료 vs CGM 사용) 비교로 구성되어 있고, 2026년 중반 결과 발표를 목표로 한다.

우리는 가격 협상에서 전통적으로 volume vs price 구조를 유지해왔다. CMS 커버리지 확대 시 가격은 competitive bidding 구조를 통해 결정되며, 이는 2028년부터 본격 반영될 가능성이 높다. 현재 가이던스에는 CMS 확대 효과는 반영되어 있지 않다.

Q) 사용자 활용률(Utilization) 변화는 어떻게 보나?

A) 우리는 환자군별로 활용률이 안정적으로 유지되고 있다고 판단한다. 자동 인슐린 전달(AID) 사용자는 90% 이상, 인슐린 사용자(Type 1 및 Type 2 IIT)는 85~90%, 기저 인슐린(Basal) 사용자는 80~85% 수준이다. 비인슐린 환자도 보험 커버리지 환경에서는 Basal 환자와 유사한 수준의 높은 활용률을 보이고 있다.

Q) 2026년 매출 성장의 핵심 드라이버는 무엇인가?

A) 우리는 환자 수(patient base) 증가가 가장 중요한 요소라고 본다. 현재 환자 기반은 연간 20% 이상 성장하고 있으며, 가격은 약 2% 수준 상승이 반영된다. 최종 매출 성장률은 환자 증가, 유지율(retention), 활용률(utilization), 제품 믹스에 의해 결정된다. 가이던스 기준 11~13% 성장은 기록적인 신규 환자 유입 없이도 달성 가능하다.

Q) Basal 및 Smart Basal 전략은?

A) 현재 파일럿 프로그램은 미국 내 일부 병원에서도 시작되었으며, 적정 용량 도달 속도를 높이는 것이 핵심 가치다.

해외 시장

매출 3.6억달러(26% YoY)를 기록했다. 프랑스와 캐나다 등 최근 커버리지가 확대된 국가에서 특히 높은 성장률이 나타났으며, 국가별 reimbursement 환경에 맞춘 제품 포트폴리오 전략이 실제 점유율 확대에 기여하고 있다. '26년 중 Stelo 및 신규 CGM 시스템을 해외 시장에 출시하여 추가적인 시장 확장을 추진할 계획이다.

Q) 국제 시장 성장 전략은 무엇인가?

A) 우리는 현재 매출의 약 30% 수준인 해외 비중을 장기적으로 미국보다 더 크게 확대할 계획이다. 우리는 신규 국가 진입과 함께 각 국가별 가격 구조에 맞춘 제품 포트폴리오 전략을 병행한다. 또한 임상 데이터 축적과 환자·의사 인식 제고가 커버리지 확대의 핵심이다.

유럽은 이미 안정적 기반을 확보했고, 아시아태평양(APAC) 지역은 이제 초기 단계다. 다만 해외 시장은 미국 대비 커버리지 확대 속도가 느리기 때문에, 임상 데이터 축적과 보험자 설득이 핵심이다. 향후 신규 국가 진입과 제품 포트폴리오 다변화를 통해 시장을 확장할 것이다.

Q) 해외 매출이 미국을 초과하는 시점은 언제인가?

A) 우리는 해당 전환이 5년 이내에는 어렵고, 보다 장기적인 시나리오라고 판단한다. 미국 시장 역시 여전히 높은 성장 잠재력을 보유하고 있기 때문이다.

인슐린 요법을 사용하지 않는 당뇨 시장

동사는 인슐린 요법을 사용하지 않는 당뇨 환자 시장을 공략하기 위한 신제품(브랜드명 Stelo)를 미국에서 출시하였다. 2,500만 명이 속하는 시장이며, 이들은 혈당 수치를 통해 저혈당 예방이 아닌 삶의 질을 향상시킬 정보(식사/운동/약물 효과)를 얻는 것이 목적이다.

Stelo는 iCGM 기준을 충족한 G7 폼팩터, 제품 사용 시간은 15일이며, 현금 지불 모델이다. 가격은 센서 2개(30일 사용 가능)에 99달러, 구독 모델 적용 시 월 89달러다.

Stelo 애플리케이션은 AI 기반 개인화 기능과 영양 데이터 분석 기능이 강화된 새로운 버전으로 업데이트될 예정이다.

Q) Stelo의 역할과 성장성은?

A) 우리는 Stelo가 OTC(일반 소비자용) 시장에서 중요한 역할을 한다고 본다. 2025년 매출은 약 1.3억 달러였으며, 2026년에는 전체 성장률의 약 1%p 기여가 예상된다. 특히 비보험 2형 당뇨 환자를 초기 유입시키고 이후 G7으로 전환하는 funnel 역할을 수행한다.

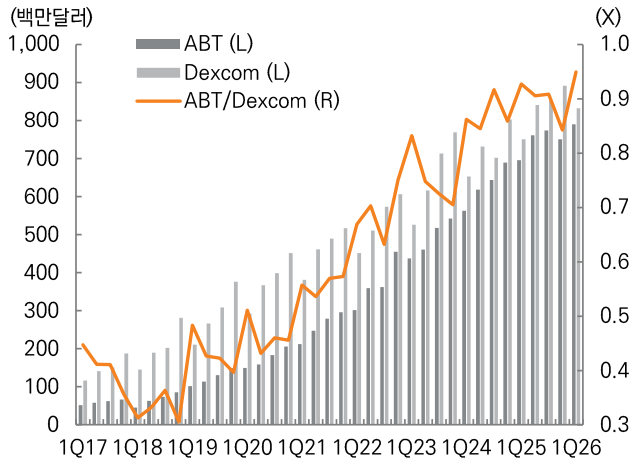
Q) 소프트웨어 및 AI 전략은 무엇인가?

A) 우리는 하드웨어뿐 아니라 소프트웨어 개선이 핵심 경쟁력이라고 판단한다. 환자 온보딩, 의사 처방, 데이터 해석 전 과정에서 AI 기반 기능을 강화하고 있으며, 대부분 기능은 임상 또는 실제 데이터 기반 검증을 거친다.

Q) 장기 성장 전략은 무엇인가?

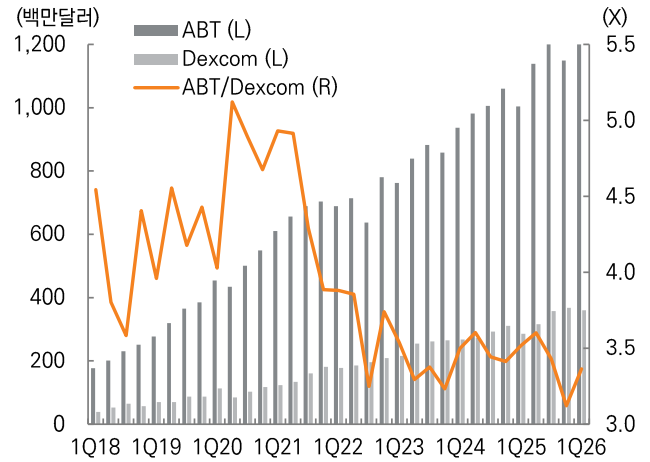
A) 우리는 당뇨 시장을 넘어 prediabetes 및 웰니스 영역까지 확장할 계획이다. CGM은 단순 의료기기를 넘어 대사 건강 관리 플랫폼으로 진화할 것이며, 이는 장기적으로 사용자 기반 확대와 매출 성장의 핵심 동력이 될 것이다.

그림 9. 미국 시장에서의 Dexcom vs. ABT 매출 추이



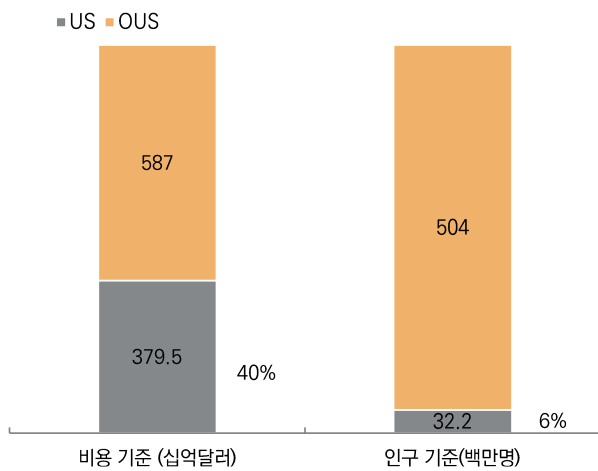
자료: 각사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 해외 시장에서의 Dexcom vs. ABT 매출 추이



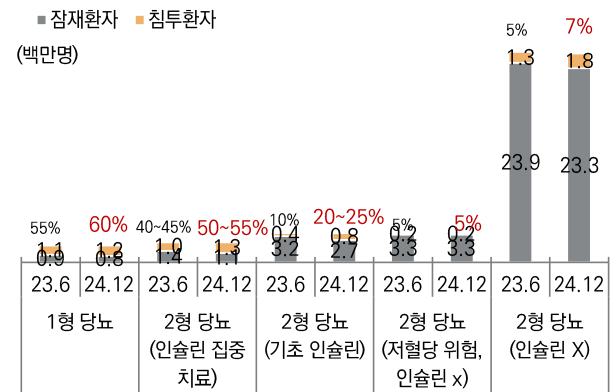
자료: 각사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. 전세계 당뇨 환우 중 비용 기준 40%인 미국



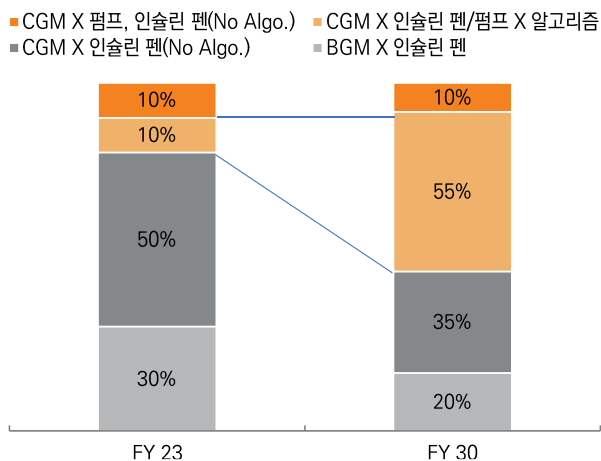
자료: IDF, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. 미국 당뇨 환자별 CGM 침투율 추이



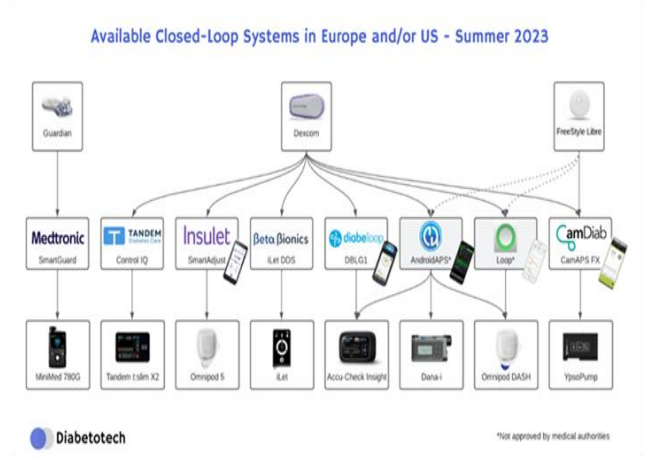
자료: DXCM, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. 스마트 인슐린 주입 시스템의 확대



자료: MDT, 미래에셋증권 리서치센터

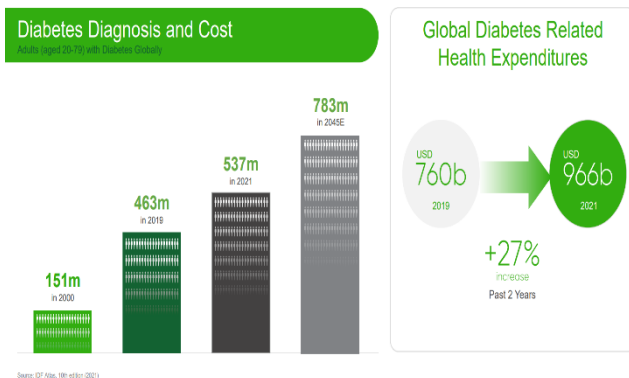
그림 14. FDA나 CE 허가를 받은 인공췌장 시스템(2023년 7월)



자료: Diabetotech, 미래에셋증권 리서치센터

그림 15. 당뇨병 시장의 비용 증가 추이

A Global Crisis that Remains Uncontrolled



자료: Dexcom, 미래에셋증권 리서치센터

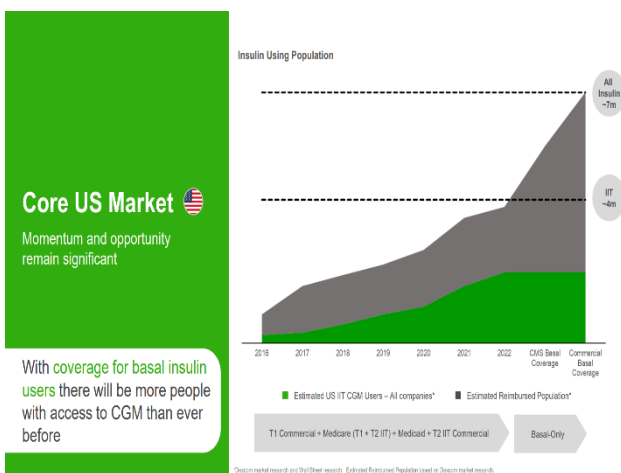
그림 16. 차세대 CGM인 G7

G7: The New Standard in CGM Technology



자료: Dexcom, 미래에셋증권 리서치센터

그림 17. 미국 인슐린 집중치료환자 규모



자료: Dexcom, 미래에셋증권 리서치센터

그림 18. 미국 시장에서의 상업화 기능 강화

Commercial Execution

Growing presence within primary care

STRATEGIC INITIATIVES

- 01 Drove reimbursement through clinical evidence (MOBILE study)
- 02 Doubled size of sales force in 2021
- 03 Introduced sampling program to highlight the Dexcom experience
- 04 Empowered sales team with digital tools



Over the past two years:

- ✓ We doubled total primary care prescriber base
- ✓ We doubled the average monthly new patients starting in primary care

자료: Dexcom, 미래에셋증권 리서치센터

그림 19. 해외 시장의 포트폴리오 전략

Dexcom's Portfolio Strategy: Meeting the Needs of Each Market



자료: Dexcom, 미래에셋증권 리서치센터

그림 20. 주요 해외시장 규모



자료: Dexcom, 미래에셋증권 리서치센터

그림 21. 2형 당뇨병 시장 확대 전략

Type 2 Diabetes: 3 Elements of an Effective Solution



자료: Dexcom, 미래에셋증권 리서치센터

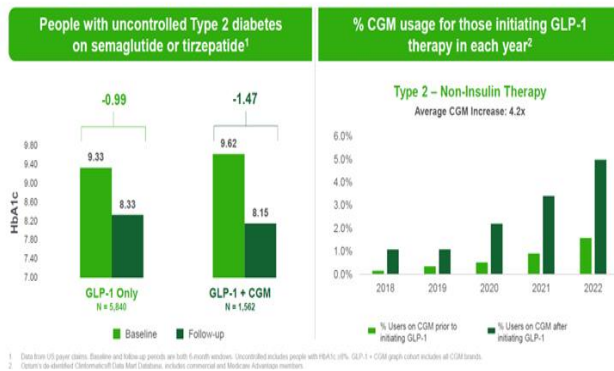
그림 22. 2형 당뇨병 환자를 위한 제품인 Stelo



자료: Dexcom, 미래에셋증권 리서치센터

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

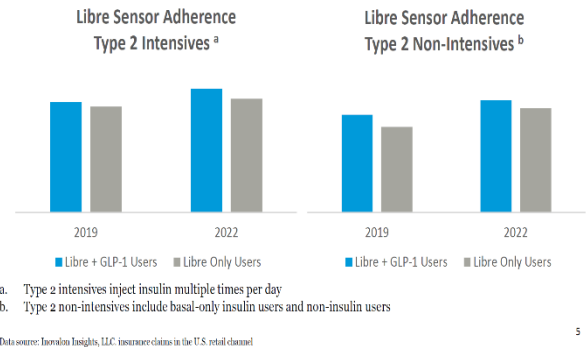
CGM adds **meaningful clinical value** beyond GLP-1 therapy and clinicians want to prescribe these products together...



자료: DXCM, 미래에셋증권 리서치센터

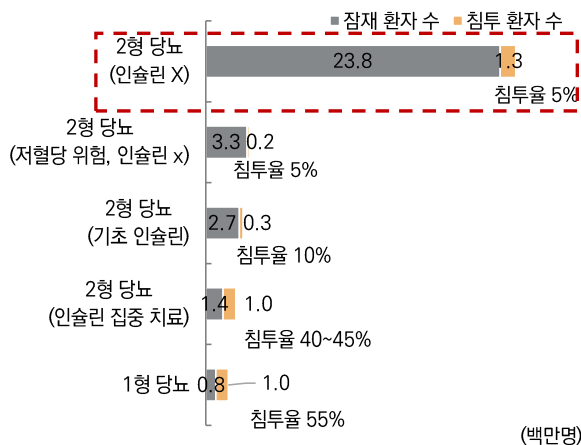
그림 24. GLP-1과 병용치료를 하는 환자의 순응도가 더 높음

FreeStyle Libre adherence (number of days a sensor is worn) is higher for those who also use GLP-1 therapy



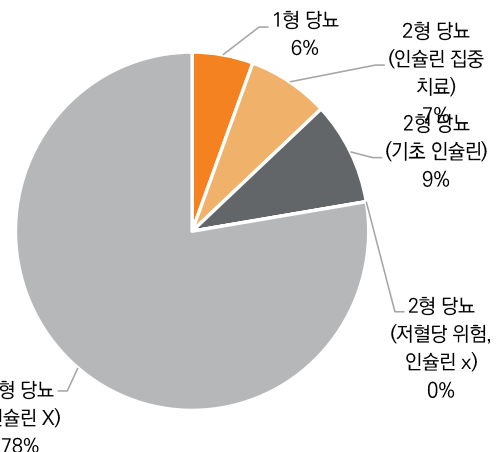
자료: ABT, 미래에셋증권 리서치센터

그림 25. 미국의 당뇨병 환자별 연속혈당측정기 침투율



자료: DXCM, 미래에셋증권 리서치센터

그림 26. 미국의 당뇨병 환자 구분



자료: DXCM, 미래에셋증권 리서치센터

주요 리스크

재무 리스크

동사는 부채비율이 1Q26 기준 124%로 높은 편이고 직판 전환으로 인해 운전자본도 지속적으로 증가하고 있다. 그러나 영업현금흐름이 증가하면서 잉여현금흐름이 빠르게 증가하고 있고, 현금성 자산도 1Q26 기준 24.2억 달러를 보유하고 있어 재무 리스크가 크다고 보기는 어렵다.

현재 보유한 가장 큰 부채는 1Q26 기준 12.4억 달러의 전환사채(전환가격 162.41달러인 28년 5월 만기 12.5억 달러)다.

사업 리스크

주력 시장인 인슐린 집중 치료 환자 시장에서 주요 국가에서 연속혈당측정기에 대한 보험 급여를 확대하려는 정책이 확대되고 있다. 이 영역에서 실질적인 경쟁은 Abbott Laboratories 밖에 없다는 것이 강점이다. 신규 경쟁자들이 시장 진입을 시도하고 있으나, 본격적인 경쟁을 시작하기에는 아직 시간이 더 필요해 보인다.

다만, 미국 시장에서 2Q24부터 외형성장이 둔화되고 있다. 크게 G7 보험 적용 확대로 인한 고객당 판매 단가 하락, 영업망 재편에 의한 생산성 하락, DME 채널에서의 성장 둔화가 원인으로 꼽힌다. 해당 이슈들을 해소하는 모습이 점진적으로 확인되고 있다.

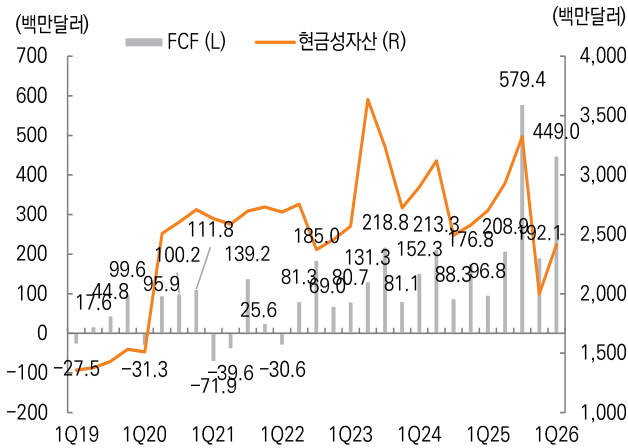
또한, 최대 경쟁사인 Abbott가 최근 인슐린 주입기 기업들과 파트너십을 강화하고 있다는 점에서 주력인 1형 당뇨 시장 방어를 위한 전략이 필요해 보인다.

동사는 연속혈당측정기 시장의 외연을 넓히기 위해 인슐린 치료를 받지 않는 환자와 비만 혹은 전당뇨 환자까지 시장을 확대하고자 한다. 이 영역은 좀 더 확실한 근거를 확보할 필요가 있어 보인다.

주가 리스크

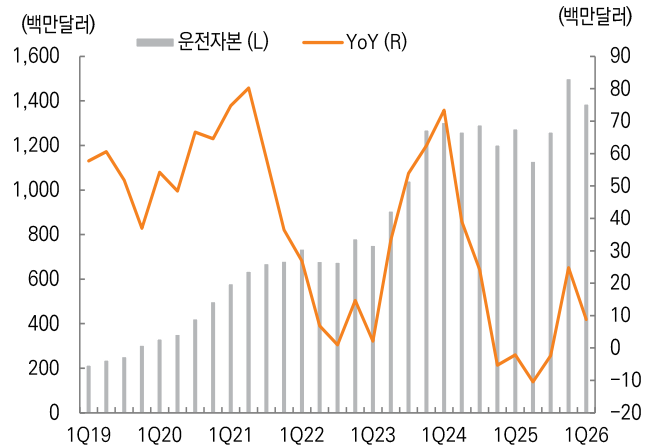
현 주가는 12개월 선행 P/S 기준 4배로 글로벌 Peer(4배)와 유사하나 동사의 지난 5년 평균(11배) 대비 저평가 상태다. 2018년 미국에서 CGM 의 공보험 보장이 본격화되기 전 수준의 밸류에이션이다.

그림 27. FCF 추이



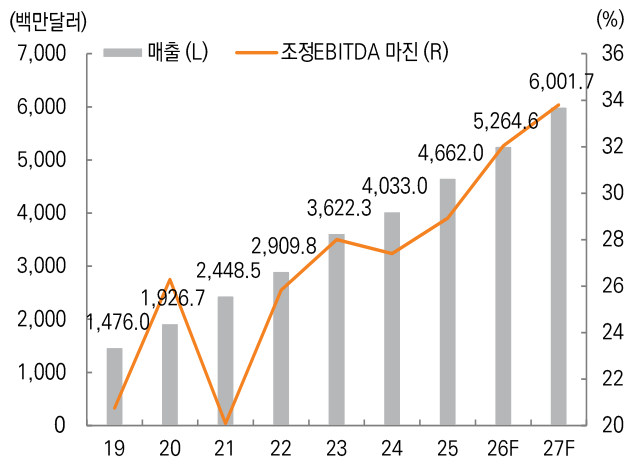
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 28. 운전자본 추이



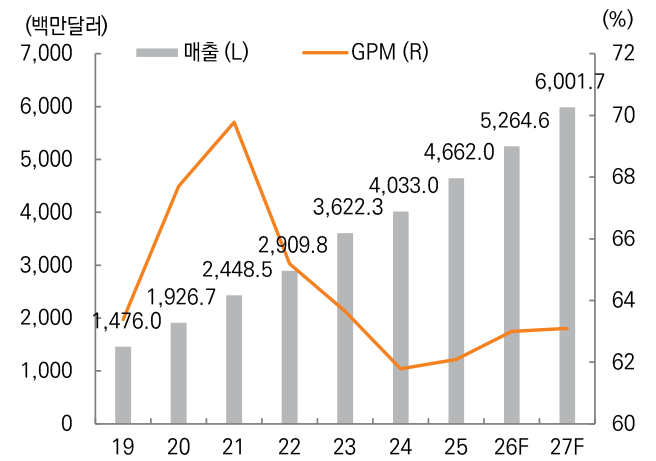
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 29. 매출 및 조정 EBITDA 마진 추이



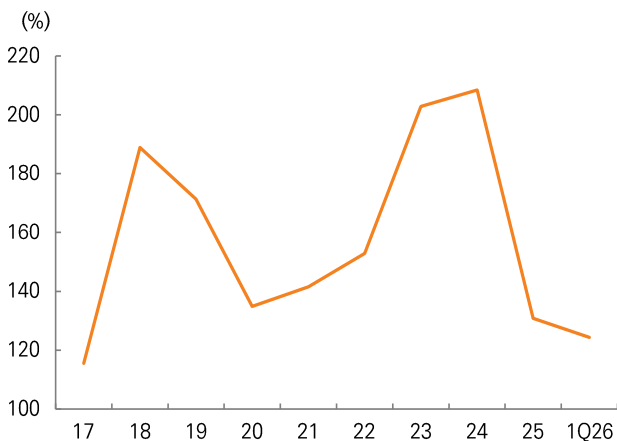
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 30. 매출 및 매출총이익률 추이



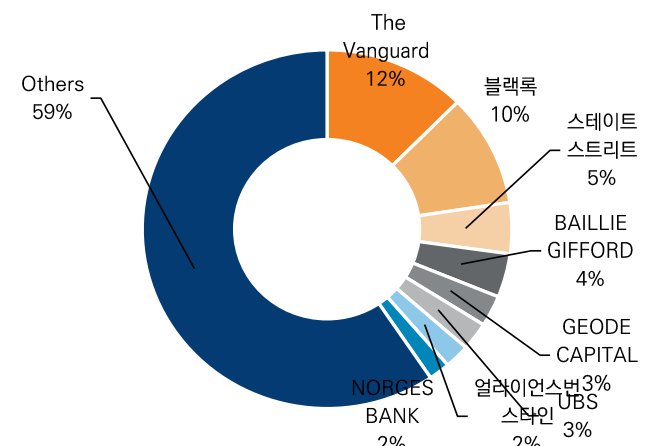
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 31. 부채비율 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 32. 지분율



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

덱스컴 (DXCM US)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(USD 100mn)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	47	53	60	68
매출원가	18	19	22	25
매출총이익	29	34	38	43
판매비와관리비	20	21	23	26
영업이익	9	12	15	18
비영업손익	2	2	2	0
금융손익	1	1	1	2
관계기업관련손익	0	0	0	0
기타이익추가	1	1	1	-2
법인세차감전순이익	11	14	17	18
법인세	3	4	4	4
당기순이익	8	10	13	14
지배주주	8	10	13	14
비지배주주	0	0	0	0

Growth & margins	2025	2026F	2027F	2028F
매출액증가율	17.5	12.8	13.2	13.3
매출총이익증가율	16.0	17.2	11.8	13.2
영업이익증가율	50.0	33.3	25.0	20.0
순이익증가율	33.3	25.0	30.0	7.7
EPS증가율	46.4	22.5	27.2	9.3
매출총이익률	61.7	64.2	63.3	63.2
영업이익률	19.1	22.6	25.0	26.5
당기순이익률	17.0	18.9	21.7	20.6

예상 현금흐름표 (요약)

(USD 100mn)	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	14	13	15	16
당기순이익	8	10	13	14
감가상각비	3	3	3	3
기타	3	0	-1	-1
투자활동 현금흐름	5	-5	-5	-6
- 자본적 지출(CAPEX)	-4	-4	-5	-5
기타	9	-1	0	-1
재무활동 현금흐름	-17	0	0	0
배당금	0	0	0	0
자본 증가	2	0	0	0
장단기금융부채의 증가(감소)	-12	0	0	0
기타	-7	0	0	0
현금의 증감	3	10	10	10
기초현금	6	9	19	29
기말현금	9	19	29	39

예상 재무상태표 (요약)

(USD 100mn)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	40	54	69	84
현금성자산	9	19	29	39
매출채권	13	14	16	18
재고자산	6	7	8	9
기타유동자산	12	14	16	18
비유동자산	23	24	26	28
투자자산	0	0	0	0
유형자산	16	18	19	21
무형자산	1	1	1	1
기타비유동자산	6	5	6	6
자산총계	63	78	95	112
유동부채	21	24	28	31
매입채무	3	4	4	5
단기차입금	0	0	0	0
기타유동부채	18	20	24	26
비유동부채	15	15	16	15
장기금융부채	13	13	13	13
기타비유동부채	2	2	3	2
부채총계	36	40	43	47
지배주주지분(연결)	27	39	52	66
자본금	0	0	0	0
자본잉여금	23	23	23	23
이익잉여금	24	34	47	61
기타	-20	-18	-18	-18
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0
자본총계	27	39	52	66

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (배)	31.0	23.4	18.4	16.8
P/S (배)	5.5	4.5	3.9	3.5
P/B (배)	5.3	4.0	3.3	2.7
EV/EBITDA (배)	23.3	17.6	13.9	11.3
EPS	2.14	2.63	3.34	3.65
BPS	12.55	15.48	18.82	22.46
DPS	0.00	0.00	0.00	0.00
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출채권회전율 (회)	4.0	4.0	4.1	4.1
재고자산회전율 (회)	8.0	7.9	7.9	7.9
매입채무 회전율 (회)	5.1	5.3	5.3	5.3
ROA (%)	13.0	14.3	14.8	13.6
ROE (%)	34.5	30.5	28.5	24.0
ROIC (%)	38.9	45.9	55.6	61.1
부채비율 (배)	130.9	102.5	84.1	71.2
유동비율 (배)	188.3	223.0	249.3	267.5
순차입금/자기자본 (배)	-23.7	-46.9	-57.9	-63.5

자료: 덱스컴, 미래셋증권 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.