MIRAE ASSET 미래에셋증권

Equity Research
2025.11.3

투자의견(유지)	매수
목표주가(하향)	▼ USD 90.0
현재주가(25/10/31)	USD 58.22
상승여력	54.6%

나스닥 종합(p)	23,724.96
EPS 성장률(25F,%)	48.3
P/E(25F,x)	26.8
배당수익률(%)	0.0
시가총액(십억USD)	22.71
시가총액(조원)	32.32
상장주식수(백만주)	390.0
60일 평균 거래대금(백만USD)	381.59
52주 최저가(USD)	58.22
52주 최고가(USD)	90.75

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-13.5	-18.4	-17.4
상대주가	-17.4	-40.0	-37.0

[첨단의료기기/디지털헬스]

김충현, CFA
choonghyun.kim@miraeasset.com

DXCM US · 글로벌 의료기기 · 미국

덱스컴

해결중인 공급 이슈와 견조한 실적

3Q25 Review: 매출 및 조정 EBITDA 시장기대치에 부합

매출은 전년 대비 22% 증가한 12.1억 달러로 시장기대치에 부합하며 사상 최대 실적을 다시 한 번 경신했다. 영업이익은 전년 대비 60% 증가한 2.4억 달러(OPM 20.1%)를 기록했고, 조정 EBITDA는 전년 대비 23% 증가한 3.7억 달러(조정 EBITDA 마진 30.5%)를 기록하며 역시 사상 최대 실적을 경신했다. 지난 분기 문제가 되었던 공급망 이슈는 상당히 개선된 것으로 보인다.

동사는 목표주가 배수를 동사 주가의 지난 2년 평균인 P/S 8배(기존 9.5배)로 하향함에 따라 목표주가를 110달러에서 90달러로 하향한다. 상승여력이 54.6%인 점을 고려하여 매수의견은 유지한다.

목표주가 90달러로 하향하나, 매수의견 유지

동사는 전 세계적으로 견조한 성장에 힘입어 다시 한번 사상 최대 실적을 경신했다. 미국 시장에서는 15일용 센서가 출시되었으며 점진적으로 출시 지역과 공급량을 늘려나갈 계획이다. 또한, 기저 인슐린 환자 침투율을 높이기 위해 개인 맞춤형 인슐린 투여 시기와 용량을 제시하는 AI 솔루션인 Dexcom Smart Basal의 FDA와 CE 허가를 진행 중이다. 해외시장은 프랑스와 캐나다 등 보험 보장이 확대되는 국가와 Dexcom One이 성장을 견인하고 있다.

동사는 인슐린을 사용하지 않는 당뇨환자를 위한 RCT 임상시험을 진행 중으로 당뇨 시장 전체로 CGM 활용도를 높이려는 노력을 지속하고 있다. OTC용 CGM인 Stelo는 2025년 동안 7,800만 달러 매출을 기록하며 출시 12개월 만에 1억 달러를 넘어섰다. 동사는 Stelo를 통해 전체 매출의 2~3%를 달성하는 것이 목표다.

동사의 2025년 실적은 매출 46.5억 달러(15% YoY), 조정 EBITDA 13.4억 달러(21% YoY, 조정 EBITDA 마진 28.8%)를 예상한다.

현 주가는 12개월 선행 P/S 기준 5배로 및 글로벌 Peer(6배) 대비 프리미엄을 받고 있으나 지난 5년 평균(12배) 대비 저평가 상태다. 2018년 미국에서 CGM의 공보험 보장이 본격화되기 전 수준의 밸류에이션이다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (백만USD)	3,622	4,033	4,650	5,277	6,042
영업이익 (백만USD)	598	600	876	1,201	1,496
영업이익률 (%)	16.5	14.9	18.8	22.8	24.8
순이익 (백만USD)	542	576	851	1,174	1,434
EPS (USD)	1.40	1.46	2.17	2.99	3.66
ROE (%)	25.8	27.6	32.0	30.8	28.0
P/E (배)	88.5	53.1	26.8	19.4	15.9
P/B (배)	10.6	8.2	4.8	3.8	3.1

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

표 1. 3Q25 실적 비교표 (백만 달러, %, %p)

	3Q24	2Q25	3Q25			성장률	
			확정 실적	미래에셋증권	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	994	1,157	1,209	1,153	1,181	21.6	4.5
조정EBITDA	300	328	368	369	377	22.8	12.5
영업이익	152	213	243	252	273	59.5	14.1
영업이익률 (%)	15.3	18.4	20.1	21.9	23.1	31.2	9.1

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 수익 예상 변경표 (백만 달러, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	25F	26F	25F	26F	25F	26F	
매출액	4,616	5,377	4,650	5,277	0.7	-1.9	3Q25 실적반영
영업이익	927	1,241	876	1,201	-5.5	-3.2	
순이익	870	1,181	851	1,174	-2.2	-0.6	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

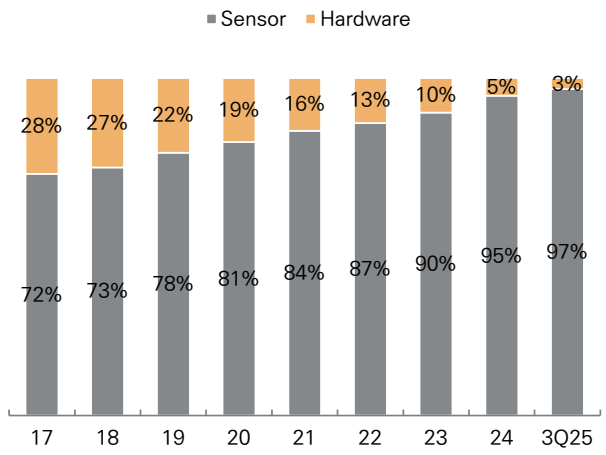
–

표 3. 분기별 실적 전망표 (백만 달러, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	**921**	**1,004**	**994**	**1,114**	**1,036**	**1,157**	**1,209**	**1,247**	**4,033**	**4,650**	**5,277**
Sensor	854	947	952	1,069	997	1,118	1,175	1,202	3,822	4,492	5,097
Hardware	67	57	42	45	39	39	34	46	211	158	180
EBITDA	**221**	**284**	**300**	**300**	**230**	**328**	**368**	**412**	**1,105**	**1,338**	**1,717**
영업이익	**101**	**158**	**152**	**189**	**134**	**213**	**243**	**287**	**600**	**876**	**1,201**
순이익	**146**	**144**	**135**	**152**	**105**	**180**	**284**	**282**	**576**	**851**	**1,174**
매출성장률(%)	**24.2%**	**15.3%**	**2.0%**	**7.6%**	**12.5%**	**15.2%**	**21.6%**	**12.0%**	**11.3%**	**15.3%**	**13.5%**
Sensor	31.0%	21.7%	8.9%	12.8%	16.7%	18.0%	23.5%	12.5%	17.6%	17.5%	13.5%
Transmitter & Receiver	-25.6%	-38.6%	-58.1%	-48.6%	-41.8%	-31.4%	-19.3%	1.3%	-43.1%	-25.3%	14.3%
EBITDA 마진 (%)	**24.0%**	**28.3%**	**30.2%**	**27.0%**	**22.2%**	**28.3%**	**30.5%**	**33.0%**	**27.4%**	**28.8%**	**32.5%**
영업이익률 (%)	11.0%	15.7%	15.3%	17.0%	12.9%	18.4%	20.1%	23.1%	14.9%	18.8%	22.8%
순이익률 (%)	15.9%	14.3%	13.5%	13.6%	10.2%	15.5%	23.5%	22.6%	14.3%	18.3%	22.2%

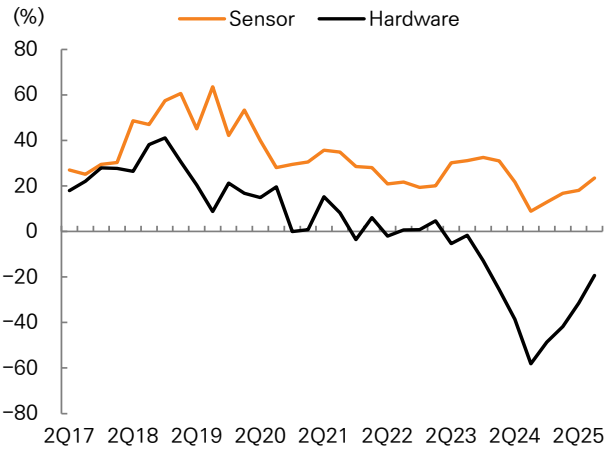
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 품목별 매출 비중



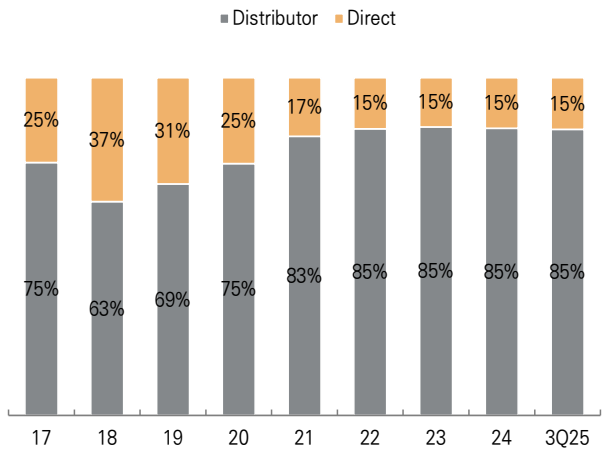
자료: Dexcom, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 품목별 매출성장률 추이



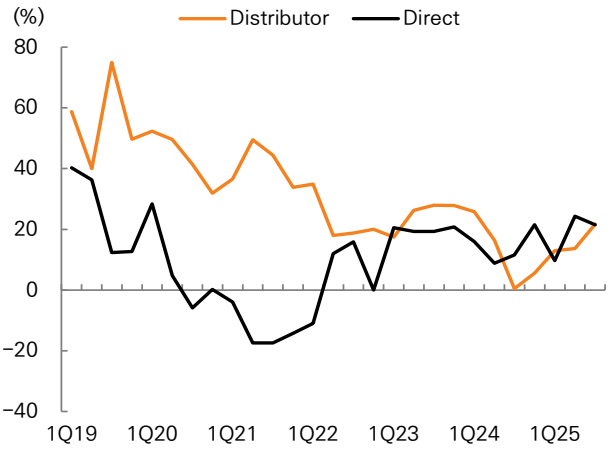
자료: Dexcom, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 유통채널별 매출 비중



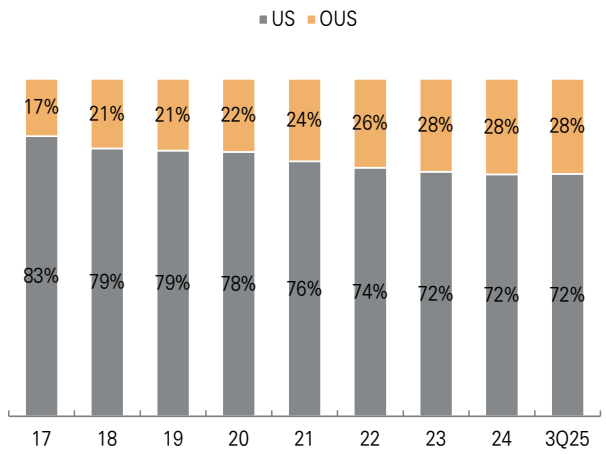
자료: Dexcom, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 유통채널별 매출성장률 추이



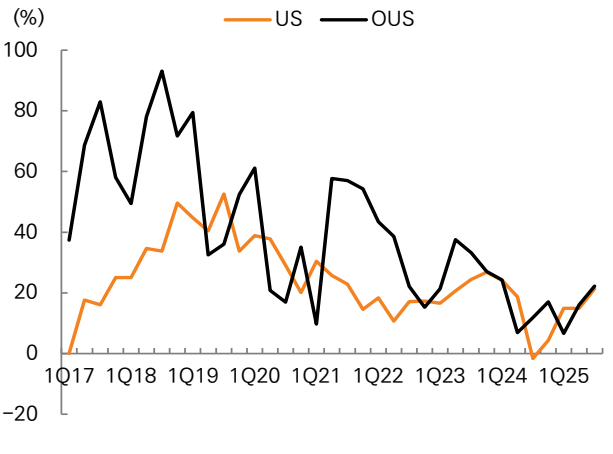
자료: Dexcom, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 지역별 매출 비중



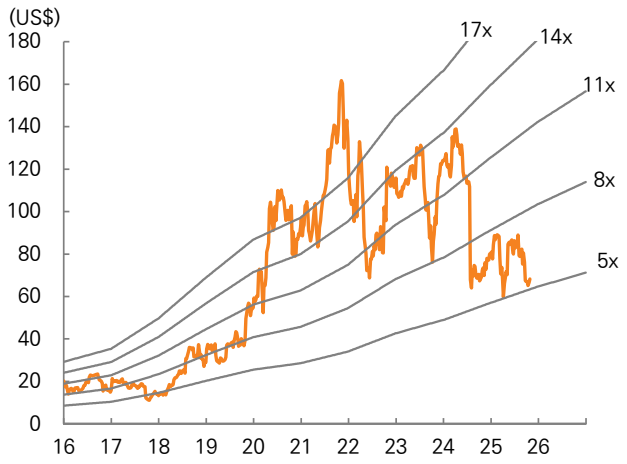
자료: Dexcom, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 지역별 매출성장률 추이



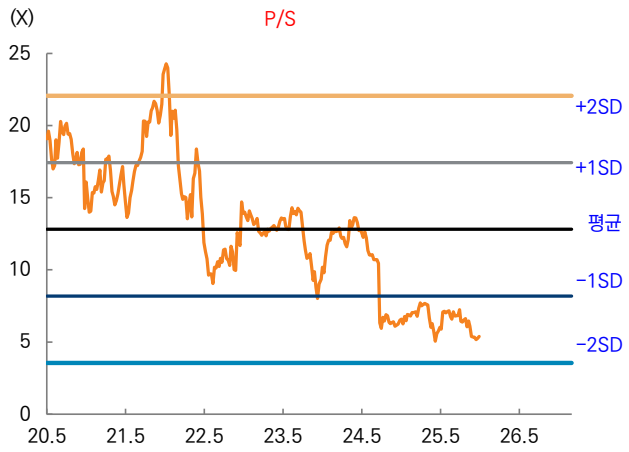
자료: Dexcom, 미래에셋증권 리서치센터

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)		
		24	25F	26F	24	25F	26F	24	25F	26F	24	25F	26F	24	25F	26F
레스메드	51,496	32.7	35.8	36.5	25.4	22.6	20.4	6.9	6.4	6.0	20.3	16.3	14.9	7,212	8,011	8,605
덱스컴	32,448	14.9	20.4	22.8	33.4	28.2	23.7	5.0	4.9	4.3	24.9	16.4	13.5	5,503	6,637	7,494
인슐렛	31,486	14.9	17.3	18.3	76.9	67.1	53.8	9.3	8.4	7.1	45.3	37.0	30.1	2,826	3,733	4,426
아이리듬 테크놀로지스	8,624	-19.5	-7.3	-2.4	-	-	-	8.5	8.2	7.0	-	98.1	60.7	807	1,055	1,233
Inspire Medical	3,046	4.5	1.1	3.4	37.5	90.8	46.8	2.5	2.4	2.1	68.4	11.6	10.3	1,095	1,293	1,476
탠덤 다이어비티즈 케어	1,352	-10.5	-14.3	-5.7	-	-	-	0.9	0.9	0.9	-	-	15.4	1,283	1,418	1,554
베타 바이오닉스	1,712	-69	-78	-67	-	-	-	3	12	9	-	-	-	89	138	188
Phreesia Inc	1,938	-13.8	-1.2	3.3	-	69.0	32.3	3.0	2.8	2.5	557.9	14.0	10.9	577	678	760
Definitive Health	564	-281.8	22.2	22.8	1.5	12.2	10.5	1.3	1.7	1.6	-	5.7	5.9	344	339	341
Doximity	17,665	39.9	53.6	53.9	55.8	43.7	39.8	21.0	19.5	17.5	41.6	33.1	29.6	795	902	1,005
M3	13,662	21.2	20.7	20.7	31.3	30.8	27.3	4.8	4.1	3.7	17.0	16.2	14.6	2,607	3,396	3,800
GoodRx	1,673	8.3	25.4	27.0	23.0	9.0	7.3	1.6	1.5	1.4	12.0	5.1	4.9	1,081	1,134	1,194
JD Health	35,734	5.6	4.5	5.1	37.2	32.7	28.6	2.7	2.5	2.2	23.6	41.9	33.9	11,035	14,143	16,448
Hims & Hers	14,683	4.2	9.4	9.6	54.4	46.7	37.6	5.0	4.4	3.7	71.5	31.8	25.5	2,015	3,352	4,016
Ali Health	17,197	2.1	6.4	7.2	59.6	36.2	30.2	2.8	2.5	2.3	97.0	37.3	29.9	5,912	6,892	7,652
Ping An Health	5,461	-1.9	1.6	3.8	135.4	105.8	67.3	3.3	5.0	4.3	74.8	126.3	63.8	912	1,106	1,260
텔라닥 헬스	2,189	-39.7	-9.8	-5.6	-	-	-	0.6	0.6	0.6	20.2	6.5	6.2	3,506	3,612	3,653
Tempus AI	22,306	-99.7	-17.7	-6.5	128.0	-	-	16.0	12.4	10.0	-	3,240.7	138.1	946	1,803	2,236
Radnet	8,352	5.7	4.0	6.9	377.4	172.7	85.2	2.9	3.0	2.7	26.6	21.8	18.7	2,496	2,825	3,064
Heartflow	4,428	-49	-38	-29	-	-	-	-	19	15	-	-	-	172	234	291
루닛	2,021	-26	-10	-5	-	-	-	-	6	5	-	-	484	232	339	407
Omada Health	1,272	-124.9	-61.3	-43.0	-	-	-	17.1	15.9	12.4	-	-	-	54	80	102
씨어스테크놀로지	1,013	-107.2	19.3	30.9	-	159.7	70.1	54.4	31.5	21.3	-	138	63	8	32	48
뷰노	337	-48.1	-3.1	15.2	-	-	-	10.9	8.5	6.1	-	-	-	25.9	39.8	56
뉴로핏	255	-661	-	-	-	-	-	37	-	-	-	-	-	2	6	17
전체 평균		**-55.9**	**0.0**	**5.1**	**76.9**	**61.8**	**38.7**	**9.6**	**7.7**	**6.2**	**78.7**	**216.5**	**53.7**	**2,061.5**	**2,528.0**	**2,853.1**

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

인슐린 집중 치료 시장

센서 매출은 전년 대비 23% 증가한 11.8억 달러였고, 하드웨어 매출은 전년 대비 19% 감소한 34백만 달러를 기록했다.

미국 시장

미국 매출은 전년 대비 21% 증가한 8.5억 달러를 기록했다. 신규고객 유치는 견조하게 증가하고 있다. 시장의 기대가 큰 15일 센서의 미국 출시가 시작되었으며, 점차 출시 지역과 공급량을 늘려나갈 것으로 예상한다.

또한 동사는 개인화된 서비스를 위해 2025년 상반기에 Stelo, G-Series, DexCom ONE+ 핵심 제품에 걸쳐 AI 식단 기록을 포함한 17개의 앱 업데이트를 출시했다. 이는 복잡한 당뇨병 및 대사 건강 관리와 같은 사용자와 보호자의 실질적인 요구를 충족하고, 고객의 편의를 위해 사용자 경험을 간소화하는 데 중점을 두고 있다.

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 대하여 FDA 및 CE 판매허가를 검토받고 있다.

해외 시장

해외 매출은 DexCom ONE+ 플랫폼이 성장을 견인하며 전년 대비 22% 증가한 3.6억 달러를 기록했다. 프랑스와 캐나다가 보험 보장 확대정책에 힘입어 견조하게 성장하고 있다. 이 두 나라는 모두 기저 인슐린 환자에 보험 적용이 가능한 나라다. 앞으로도 2형 당뇨 환자에 대한 보험보장 확대 기회가 있을 것으로 보인다.

Q) G7의 품질 이슈는?

A) 우리는 품질에 이슈가 되는 원인 부품을 찾았고, 정확도, 신뢰성, 그리고 연초에 겪었던 배포 관련 문제 등을 해결하기 위해 최선을 다하고 있다. 많은 고객들이 상반기보다 문제가 개선되었다는 피드백을 주고 있다. 환자 이탈률은 비교적 안정적이었고, 현재 이탈률 관리에 많은 관심을 가지고 있다. 모든 환자 데이터를 수집하는 데는 약 45일이 소요된다는 점에서 아직 전체 데이터를 말하기는 좀 이르지만, 우리는 긍정적인 데이터를 많이 접하고 있다.

다만, 품질 이슈는 3분기 동안 신규 고객 유치에 다소 영향을 미쳤을 가능성이 높다. 다행히 미국에서는 여전히 수십만 명의 신규 고객이 유입되고 있으며, 미국 외 지역에서도 확실히 강세를 보이고 있다. 이번 분기는 기록적인 수치에 약간 못 미치는 실적을 기록했지만, 여전히 매우 강력한 성과를 거두었다. 4Q25과 2026년에 다시 역대 최고 실적을 경신하는 것이 목표다. 여기는 보험보장 확대 시나리오가 포함되지 않았다.

Q) 신규 환자는 어느 환자의 기여도가 높았나?

A) 보험 적용 범위가 넓어지면서 2형 당뇨 환자 전체에서 성장세가 높아지고 있다.

Q) G7이 15일 센서로 전환되는 시간과 마진에 미치는 영향은?

A) G6나 G7으로 전환되었던 패턴을 살펴보면 실제로 몇년이 소요된다. 내년에 가이드라인을 발표하면서 우리의 가정에 대해 좀 더 자세히 설명해 드릴 예정이다.

Q) 미국에서 환자당 매출이 대략 1,400~1,500달러 정도인데, 지속적으로 감소추세인가?

A) DME에서 약국으로 유통채널이 이동하는 영향으로 보고 있다.

Q) 최근 G6로 돌아가는 고객이 많다는 이야기를 들었다?

A) 그런 사용자도 있겠지만, 그 수는 매우 적다.

Q) 1형환자와 2형환자의 활용률은?

A) AID 고객이 90% 이상으로 가장 높은 활용도를 보인다. 집중인슐린 사용자는 85%의 활용률을 보인다. 2형 환자는 80%에서 85% 사이의 사용률을 보인다. 비인슐린 2형 당뇨환자는 75%의 사용률을 보인다.

Q) G8과 듀얼센서 상황은?

A) G8은 기대가 크다. 핵심 부품 중 일부는 기존보다 50% 더 작은 크기로 제작되었고, 더 많은 기능을 담았다. 차세대 맞춤형 칩셋을 탑재해서 다중 분석 물질 감지를 지원한다. 또한, 연속혈당측정(CGM)의 성능과 안정성 측면에서도 한계를 뛰어넘고자 한다. 우리는 G8을 한창 개발 중이며, 필요한 임상 연구를 진행하고 출시 일정이 가까워짐에 따라 일정에 대한 자세한 내용을 더 많이 공유해 드리겠다. 다중 분석물 감지를 둘러싼 경쟁적인 측면을 생각해 보면, 현재 케톤에 대한 논의가 활발하게 진행되고 있다.

그리고 대부분의 논의는 케톤의 임상적 유용성, 즉 포도당 측정과 동시에 연속 케톤 측정이 가능하다는 점에 집중되어 있다. 연속 혈당 측정(CGM)의 경쟁력 있는 솔루션을 고려할 때, 중요한 것은 사용자에게 무엇을 제공할 수 있느냐다. 안전성과 같은 측면에 초점을 맞추면, 당뇨병 환자에게 있어서 연속 혈당 측정의 가장 중요한 안전성 요소는 저혈당, 즉 사망으로 이어질 수 있는 심각한 저혈당을 줄이는 것이다.

우리처럼 저혈당이 발생하기 전에 미리 알려주는 'Urgent Low Soon' 기능이 있는 시스템은 상당한 안전 요소다. 고혈당에 대해서도 마찬가지로, 고혈당 상태가 너무 오래 지속되어 인슐린을 더 투여해야 할 때만 사용자에게 알림을 보내는 'Smart High Alert' 기능이 있다. 현재 우리가 개발 중인 케톤 센서는 환자와 처방 의사 모두에게 안전성과 사용 편의성을 제공하는 기능에 집중하고 있다.

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 혈당수치를 통해 저혈당 예방이 아닌 삶의 질을 향상시킬 정보(식사/운동/약물효과)를 얻는 것이 목적이다.

Stelo는 iCGM 기준을 충족한 G7 폼팩터, 제품 사용시간은 15일이며, 현금 지불 모델이다. 가격은 센서 2개(30일 사용 가능)에 99달러, 구독 모델 적용 시 월 89달러다. Stelo 매출은 2024년 2,200만 달러, 3Q25 누적으로 1억 달러를 돌파했다. 향후 미국 외 해외시장으로 확장할 계획이다. 2025년 매출 목표는 9천만~1.3 억 달러다.

2025년 7월부터 미국 3대 PBM이 인슐린 사용 여부와 관계없이 모든 당뇨병 환자가 사용하는 동사의 CGM에 대해 보험 보장을 제공하고 있다. 이로 인해 동사는 인슐린을 사용하지 않는 2형 당뇨환자 600만 명의 보험 보장을 확보하게 되었다. 이는 이는 미국에서 인슐린을 사용하지 않는 2형 당뇨환자의 절반에 해당한다. 또한, 대형 PBM의 보험보장 계획은 일반적으로 중소형 PBM에도 영향을 끼친다는 점에서 중요하다. 동사는 인슐린을 사용하지 않는 당뇨환자를 대상으로 한 RCT 임상시험을 진행하며 임상적 근거를 확보하고 있다.

Q) 2026년 보험 적용 범위 확대 가능성은?

A) 내년의 기본적인 시나리오에 보험 적용확장은 포함하지 않았다.

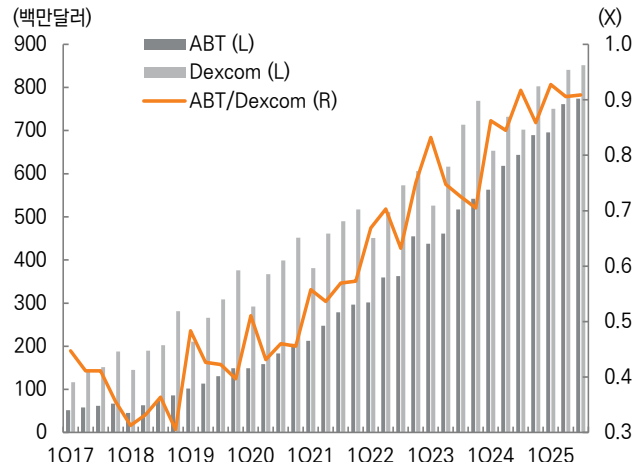
Q) 현재 침투율이 기저 환자 20~25%, 비인슐린 집중 5% 미만인데, 적정 침투율?

A) 우리는 기저 인슐린 시장에서 60%를 달성할 것으로 예상한다. 비인슐린 및 2형 저위험군의 침투율은 예측하기 어렵다.

Q) 해외에서 Dexcom one 전략이 성공적인데, G7플랫폼 외 다른 플랫폼의 확장가능성?

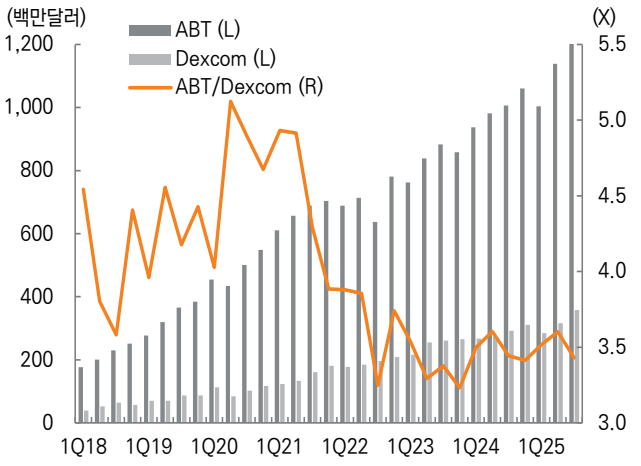
A) 광범위한 시장을 어떻게 접근할지 고민 중이다. DexCom ONE+은 잘 하고 있고, 프랑스에서의 성장은 대부분 DexCom ONE+ 플랫폼 덕분이다. DexCom ONE+는 다양한 고객의 요구를 충족하는 우리 포트폴리오 접근 방식에서 매우 중요한 부분이다. 또 다른 예로, Stelo를 통해 기회를 확대하고 있다. Stelo는 제2형 당뇨병부터 전당뇨병, 그리고 대사 건강을 더 잘 이해하고자 하는 사용자까지 다양한 사용자 층을 아우르는 제품이다. 우리는 광범위한 인구 집단의 결과에 집중하고자 하며, 다양한 제품과 소프트웨어 경험을 통해 이를 실현하고자 한다.

그림 9. 미국 시장에서의 Dexcom vs. ABT 매출 추이



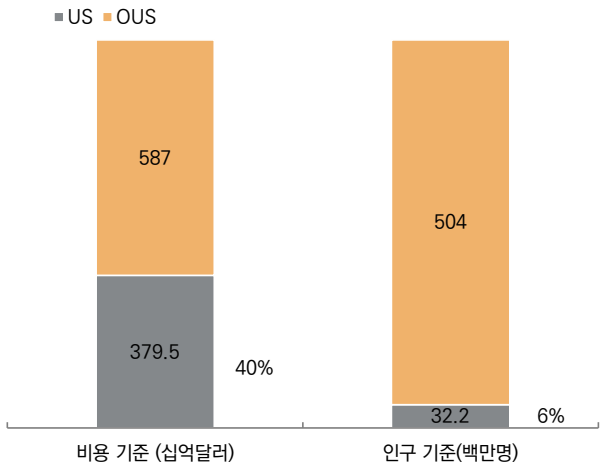
자료: 각사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 해외 시장에서의 Dexcom vs. ABT 매출 추이



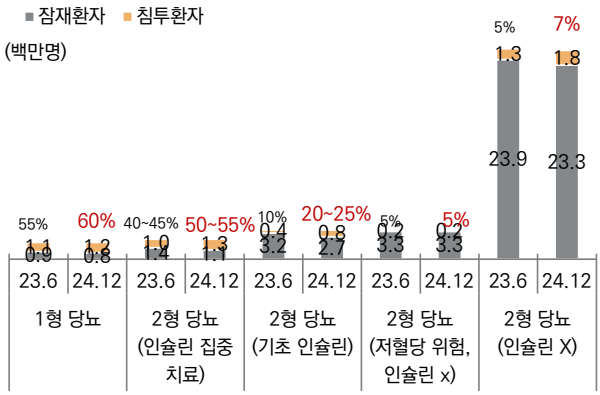
자료: 각사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. 전세계 당뇨 환우 중 비용 기준 40%인 미국



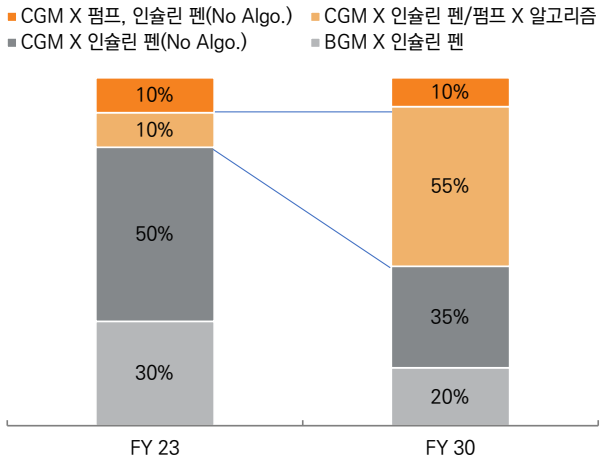
자료: IDF, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. 미국 당뇨 환자별 CGM 침투율 추이



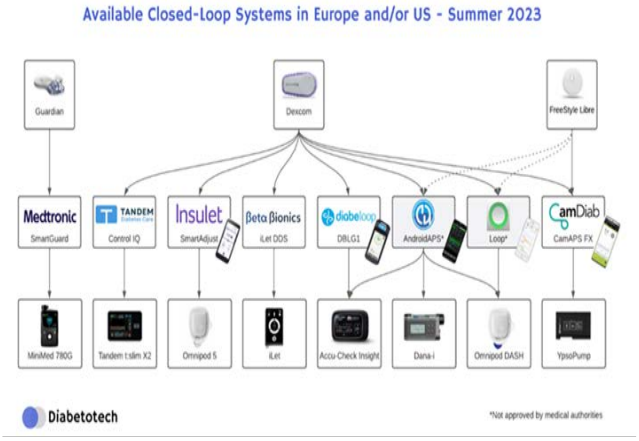
자료: DXCM, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. 스마트 인슐린 주입 시스템의 확대



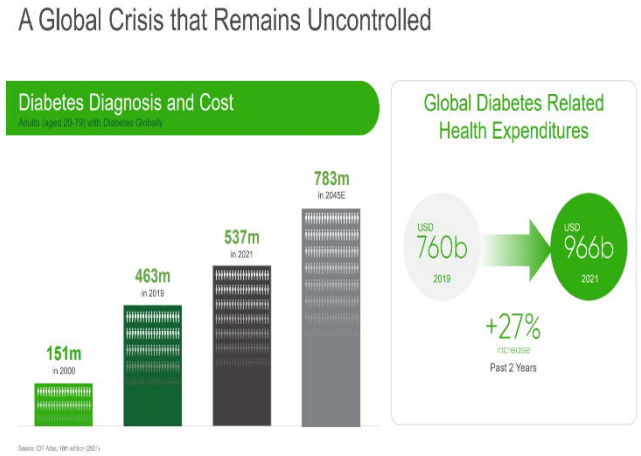
자료: MDT, 미래에셋증권 리서치센터

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



자료: Diabetotech, 미래에셋증권 리서치센터

그림 15. 당뇨병 시장의 비용 증가 추이

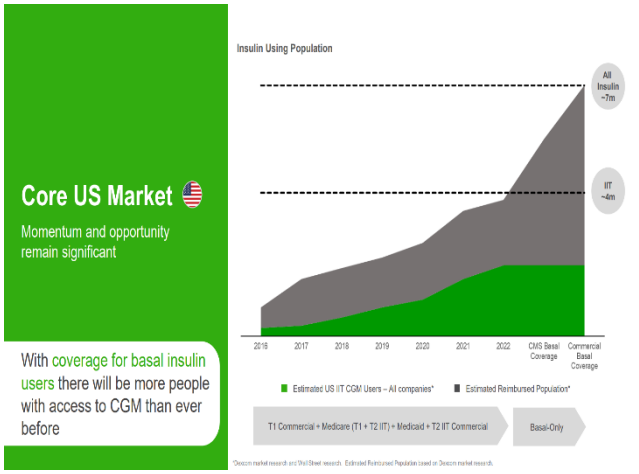


자료: Dexcom, 미래에셋증권 리서치센터

그림 16. 차세대 CGM인 G7

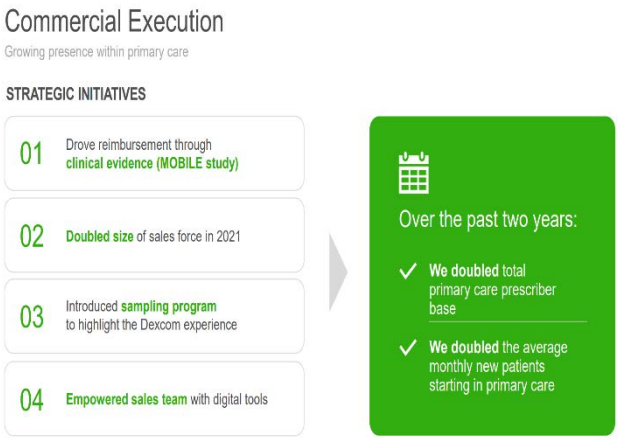
자료: Dexcom, 미래에셋증권 리서치센터

그림 17. 미국 인슐린 집중치료환자 규모



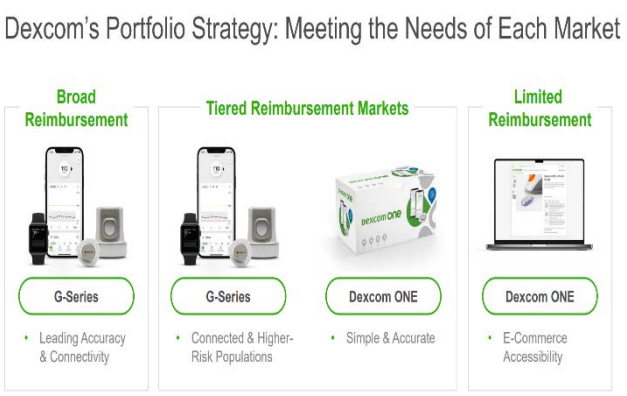
자료: Dexcom, 미래에셋증권 리서치센터

그림 18. 미국 시장에서의 상업화 기능 강화



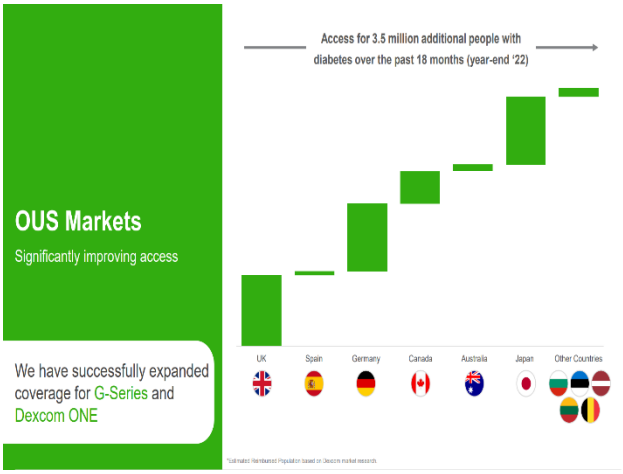
자료: Dexcom, 미래에셋증권 리서치센터

그림 19. 해외 시장의 포트폴리오 전략



자료: Dexcom, 미래에셋증권 리서치센터

그림 20. 주요 해외시장 규모

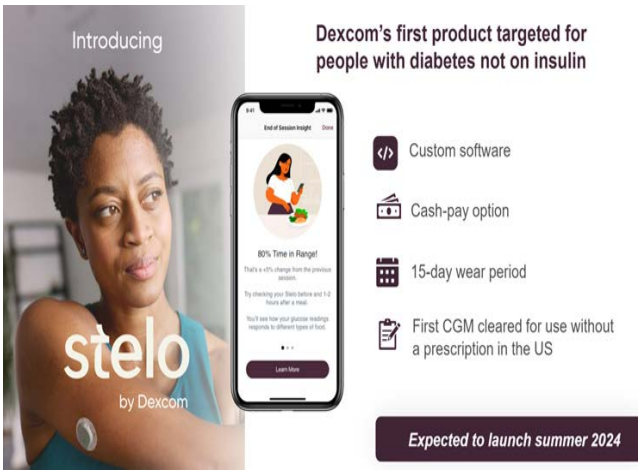


자료: Dexcom, 미래에셋증권 리서치센터

그림 21. 2형 당뇨시장 확대 전략

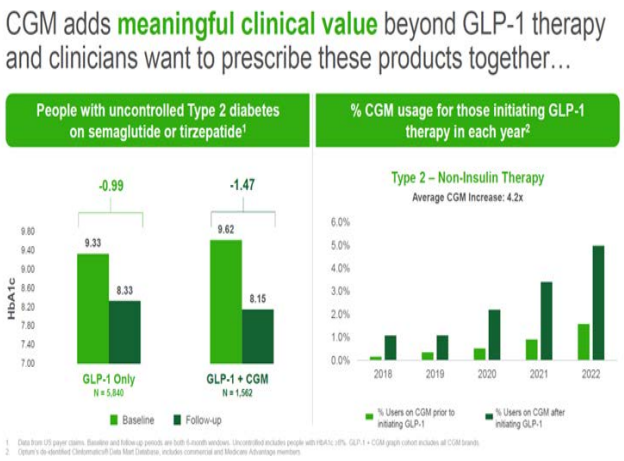
자료: Dexcom, 미래에셋증권 리서치센터

그림 22. 2형 당뇨 환자를 위한 제품인 Stelo



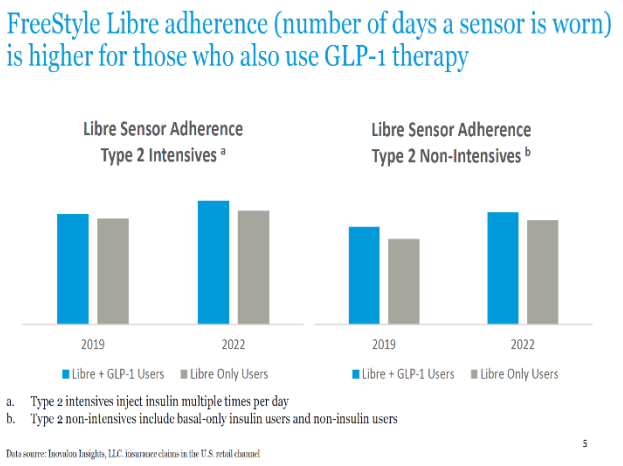
자료: Dexcom, 미래에셋증권 리서치센터

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



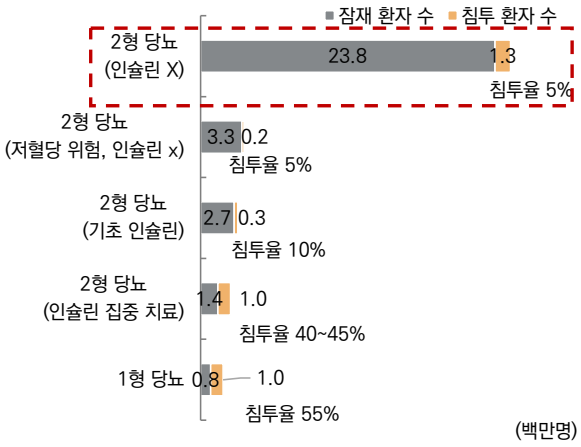
자료: DXCM, 미래에셋증권 리서치센터

그림 24. GLP-1과 병용치료를 하는 환자의 순응도가 더 높음



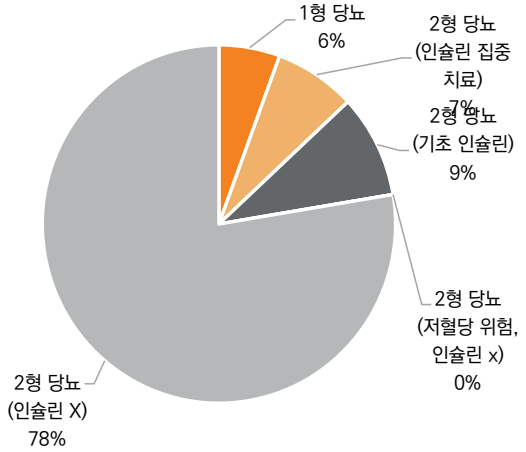
자료: ABT, 미래에셋증권 리서치센터

그림 25. 미국의 당뇨 환자별 연속혈당측정기 침투율



자료: DXCM, 미래에셋증권 리서치센터

그림 26. 미국의 당뇨 환자 구분



자료: DXCM, 미래에셋증권 리서치센터

그림 27. Dexcom의 접근가능시장 확대 목표

자료: Dexcom, 미래에셋증권 리서치센터

그림 28. 당뇨관리 기기 중 가장 강력한 Interoperability

자료: Dexcom, 미래에셋증권 리서치센터

그림 29. 체중관리의 중요성을 강조하는 ADA 2023 진료 지침

Weight Management

Management and reduction of weight is important for people with type 1 diabetes, type 2 diabetes, or prediabetes with overweight or obesity. To support weight loss and improve A1C, cardiovascular disease (CVD) risk factors, and well-being in adults with overweight/obesity and prediabetes or diabetes, MNT and DSMES services should include an individualized eating plan in a format that results in an energy deficit in combination with enhanced physical activity (70). Lifestyle intervention programs should be intensive and have frequent follow-up to achieve significant reductions in excess body weight and improve clinical indicators. There is strong and consistent evidence that modest, sustained weight loss can delay the progression from prediabetes to type 2 diabetes (97–99) (see Section 3, "Prevention or Delay of Type 2 Diabetes and Associated Comorbidities") and is beneficial for the management of type 2 diabetes (see Section 8, "Obesity and Weight Management for the Prevention and Treatment of Type 2 Diabetes").

In prediabetes, the weight loss goal is 7–10% for preventing progression to type 2 diabetes (100). In conjunction with support for healthy lifestyle behaviors, medication-assisted weight loss can be considered for people at risk for type 2 diabetes when needed to achieve and sustain 7–10% weight loss (101,102) (see Section 8, "Obesity and Weight Management for the Prevention and Treatment of Type 2 Diabetes"). People with prediabetes at a healthy weight should also be considered for behavioral interventions to help establish routine aerobic and resistance exercise (100,103,104) as well as to establish healthy eating patterns. Services delivered by practitioners familiar with diabetes and its management, such as an RDN, have been found to be effective (95).

For many individuals with overweight and obesity with type 2 diabetes, 5% weight loss is needed to achieve beneficial outcomes in glycemic control, lipids, and blood pressure (105). It should be noted, however, that the clinical benefits of weight loss are progressive, and more intensive weight loss goals (i.e., 15%) may be appropriate to maximize benefit depending on need, feasibility, and safety (106,107). Long-term durability of weight loss remains a challenge; however, newer medications (beyond metabolic surgery) may have potential for sustainability, impact on cardiovascular outcomes, and weight reduction beyond 10–15% (108–111).

자료: ADA, 미래에셋증권 리서치센터

그림 30. 2형 당뇨의 예방/치료를 위한 체중 관리 지침

8.5 Individuals with diabetes and overweight or obesity may benefit from modest or larger magnitudes of weight loss. Relatively small weight loss (approximately 3–7% of baseline weight) improves glycemia and other intermediate cardiovascular risk factors. **A** Larger, sustained weight losses (>10%) usually confer greater benefits, including disease-modifying effects and possible remission of type 2 diabetes, and may improve long-term cardiovascular outcomes and mortality. **B**

8.6 Nutrition, physical activity, and behavioral therapy to achieve and maintain ≥5% weight loss are recommended for most people with type 2 diabetes and overweight or obesity. Additional weight loss usually results in further improvements in the management of diabetes and cardiovascular risk. **B**

8.7 Such interventions should include a high frequency of counseling (≥16 sessions in 6 months) and focus on nutrition changes, physical activity, and behavioral strategies to achieve a 500–750 kcal/day energy deficit. **A**

8.11 For those who achieve weight loss goals, long-term (≥1 year) weight maintenance programs are recommended when available. Such programs should, at minimum, provide monthly contact and support, recommend ongoing monitoring of body weight (weekly or more frequently) and other self-monitoring strategies, and encourage regular physical activity (200–300 min/week). **A**

자료: ADA, 미래에셋증권 리서치센터

주요 리스크

재무 리스크

동사는 부채비율이 3Q25 기준 175%로 높은 편이고 직판 전환으로 인해 운전자본도 지속적으로 증가하고 있다. 그러나 영업현금흐름이 증가하면서 잉여현금흐름이 빠르게 증가하고 있고, 현금성자산도 3Q25 기준 33.2억 달러를 보유하고 있어 재무리스크가 크다고 보기는 어렵다.

현재 보유한 가장 큰 부채는 3Q25 기준 24.4억 달러의 전환사채(전환가격 150.11달러인 25년 11월 만기 12.1억 달러, 전환가격 162.41달러인 28년 5월 만기 12.5억 달러)다. 동사는 이중 25년 11월 도래하는 전환사채를 현금으로 상환할 계획이다.

사업 리스크

주력 시장인 인슐린 집중치료 환자 시장에서 주요 국가에서 연속혈당측정기에 대한 보험급여를 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 보험적용 확대로 인한 고객당 판매단가 하락, 영업망 재편에 의한 생산성 하락, DME 채널에서의 성장둔화가 원인으로 꼽힌다. 4Q24부터 해당 이슈들을 해소하는 모습이 점진적으로 확인되고 있다.

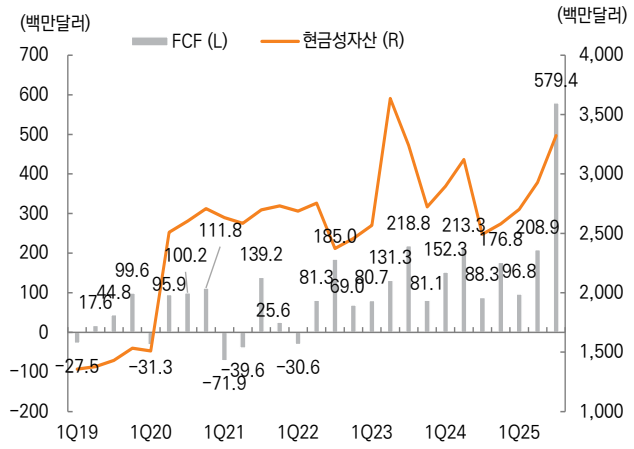
또한, 최대 경쟁사인 Abbott가 최근 인슐린 주입기 기업들과 파트너십을 강화하고 있다는 점에서 주력인 1형 당뇨 시장 방어를 위한 전략이 필요해 보인다.

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

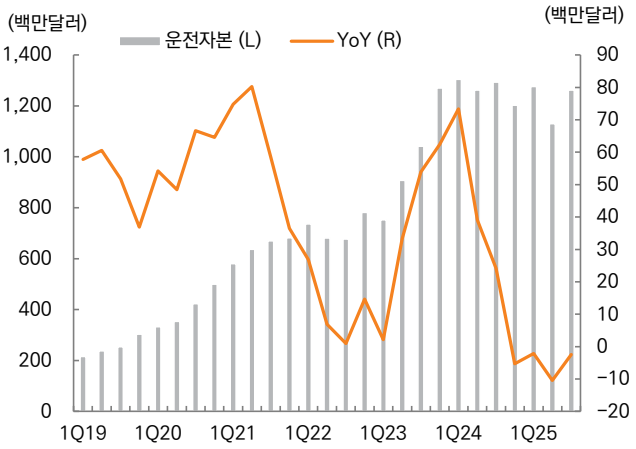
현 주가는 12개월 선행 P/S 기준 5배로 및 글로벌 Peer(6배) 대비 프리미엄을 받고 있으나 지난 5년 평균(12배) 대비 저평가 상태다. 2018년 미국에서 CGM 의 공보험 보장이 본격화되기 전 수준의 밸류에이션이다.

그림 31. FCF 추이



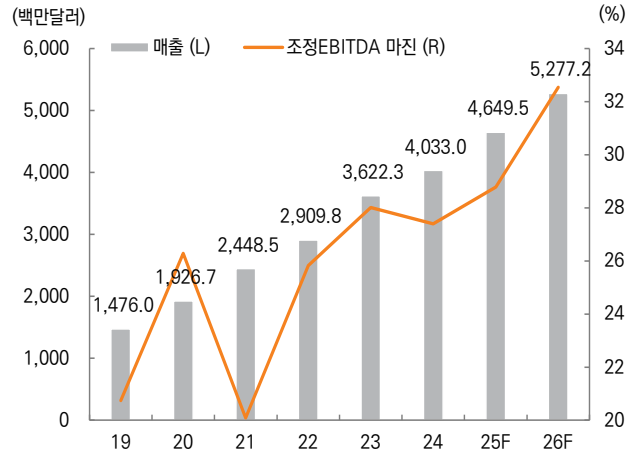
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 32. 운전자본 추이



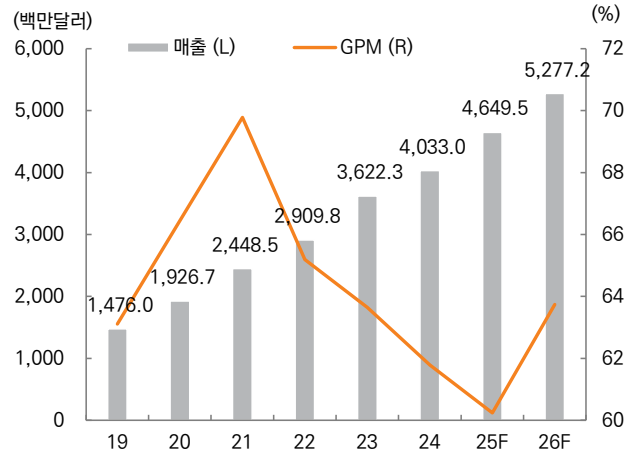
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 33. 매출 및 조정 EBITDA 마진 추이



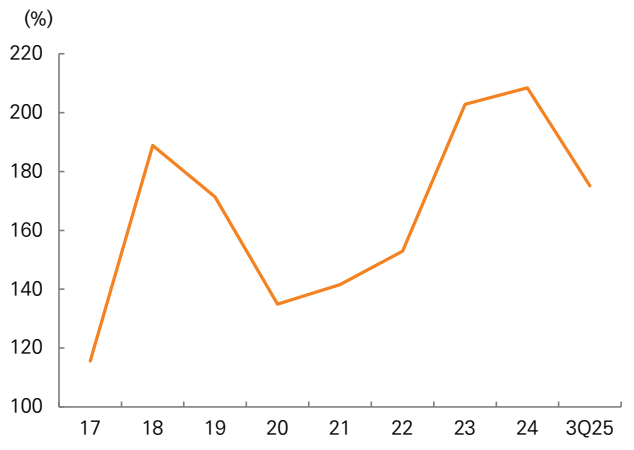
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 34. 매출 및 매출총이익률 추이



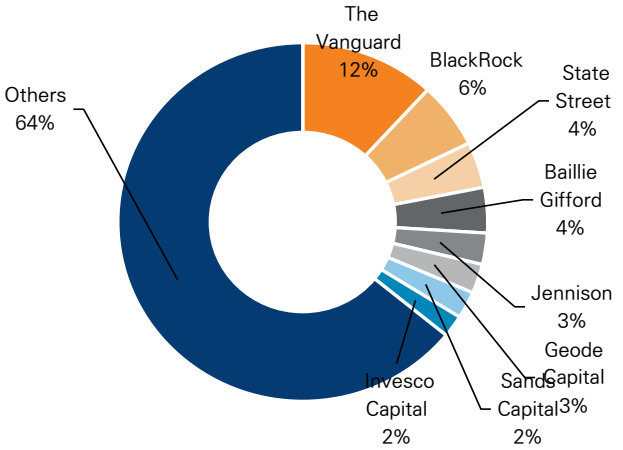
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 35. 부채비율 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 36. 지분율



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

덱스컴 (DXCM US)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(백만USD)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	**4,033**	**4,650**	**5,277**	**6,042**
매출원가	**1,541**	**1,849**	**1,914**	**2,185**
매출총이익	**2,492**	**2,801**	**3,363**	**3,857**
판매비와관리비	**1,892**	**1,925**	**2,162**	**2,361**
영업이익	**600**	**876**	**1,201**	**1,496**
비영업손익	**109**	**69**	**133**	**133**
금융손익	115	84	86	122
관계기업관련손익	0	0	0	0
기타이익추가	-6	-15	47	11
법인세차감전순이익	709	945	1,334	1,629
법인세	133	141	160	195
당기순이익	**576**	**851**	**1,174**	**1,434**
지배주주	576	851	1,174	1,434
비지배주주	0	0	0	0

Growth & margins	2024	2025F	2026F	2027F
매출액증가율	11.3	15.3	13.5	14.5
매출총이익증가율	8.1	12.4	20.1	14.7
영업이익증가율	0.3	46.0	37.1	24.6
순이익증가율	6.3	47.7	38.0	22.1
EPS증가율	4.4	48.3	37.9	22.1
매출총이익률	61.8	60.2	63.7	63.8
영업이익률	14.9	18.8	22.8	24.8
당기순이익률	14.3	18.3	22.2	23.7

예상 재무상태표 (요약)

(백만USD)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	**4,301**	**4,378**	**5,476**	**6,831**
현금성자산	606	307	856	1,541
매출채권	1,034	1,363	1,547	1,771
재고자산	543	615	698	799
기타유동자산	2,118	2,093	2,375	2,720
비유동자산	**2,183**	**2,437**	**2,660**	**2,918**
투자자산	0	0	0	0
유형자산	1,403	1,654	1,877	2,135
무형자산	126	111	111	111
기타비유동자산	654	672	672	672
자산총계	**6,485**	**6,815**	**8,136**	**9,749**
유동부채	**2,932**	**2,135**	**2,261**	**2,414**
매입채무	345	509	577	661
단기차입금	0	0	0	0
기타유동부채	2,587	1,626	1,684	1,753
비유동부채	**1,450**	**1,457**	**1,479**	**1,505**
장기금융부채	1,354	1,351	1,351	1,351
기타비유동부채	96	106	128	154
부채총계	**4,382**	**3,592**	**3,739**	**3,919**
지배주주지분(연결)	**2,103**	**3,223**	**4,397**	**5,830**
자본금	0	0	0	0
자본잉여금	2,094	2,188	2,188	2,188
이익잉여금	1,590	2,449	3,623	5,056
기타	-1,581	-1,414	-1,414	-1,414
비지배주주지분(연결)	**0**	**0**	**0**	**0**
자본총계	**2,103**	**3,223**	**4,397**	**5,830**

예상 현금흐름표 (요약)

(백만USD)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	**990**	**-71**	**1,240**	**1,473**
당기순이익	576	851	1,174	1,434
감가상각비	218	258	294	335
기타	196	-1,180	-228	-296
투자활동 현금흐름	**-208**	**-330**	**-670**	**-765**
- 자본적 지출(CAPEX)	-359	-456	-517	-592
기타	151	126	-153	-173
재무활동 현금흐름	**-735**	**1**	**-19**	**-19**
배당금	0	0	0	0
자본 증가	-1,421	94	0	0
장단기금융부채의 증가(감소)	9	-7	0	0
기타	677	-86	-19	-19
현금의 증감	40	-299	549	685
기초현금	568	606	307	856
기말현금	607	307	856	1,541

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (배)	53.1	26.8	19.4	15.9
P/S (배)	7.5	4.9	4.3	3.8
P/B (배)	8.2	4.8	3.8	3.1
EV/EBITDA (배)	37.1	24.8	18.2	14.3
EPS (USD)	1.46	2.17	2.99	3.66
BPS (USD)	9.43	12.25	15.24	18.90
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)	4.0	3.9	3.6	3.6
재고자산회전율 (회)	7.3	8.0	8.0	8.1
매입채무 회전율 (회)	5.0	4.3	3.5	3.5
ROA (%)	9.0	12.8	15.7	16.0
ROE (%)	27.6	32.0	30.8	28.0
ROIC (%)	29.8	30.6	31.4	34.7
부채비율 (배)	208.4	111.5	85.1	67.2
유동비율 (배)	146.7	205.0	242.2	283.0
순차입금/자기자본 (배)	-0.7	10.6	-10.6	-25.1

자료: 덱스컴, 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.