

One and Only

전세계에서 비자성 인퓨전 펌프를 구현할 수 있는 것은 오직 동사뿐이다. 비자성이 아닌 인퓨전 펌프를 사용했을 때 발생할 수 있는 문제점들을 분석해봄으로써, 동사 비자성 인퓨전 펌프가 갖는 해자의 가치를 확인해보자. 또한, 의료 리스크의 비용 문제까지 살펴보면 기술적 해자에 더불어 비용 합리성도 갖춘다는 것을 알 수 있을 것이다. 이러한 동사의 인퓨전 펌프가 쌓아올린 레퍼런스는 모니터·소모품의 견조한 실적을 견인하고 있으며, 3T MRI로의 전환이 가져오는 구조적인 수혜까지 기대되는 상황이다.

동사는 신제품 출시 이전에 재고 관리 실수, FDA 승인 지연 등의 성장통을 겪은 후 큰 폭으로 성장했다. 신제품은 이미 성장통을 겪었으며 성장할 일만 남았다. 증설을 통해 생산 능력의 2.5배 늘렸으며, 정부 정책에 힘입어 독점력을 가져 가격 결정력까지 가진다. 26년은 국내, 27년은 글로벌 진출로 동사의 성장가도가 이제 막 시작된다.

이익의 지속가능성, 특허

Niche한 시장에서 점유율을 갖기 위해서는 압도적 기술력이 필요하다. 동사는 20년의 연구를 통해 얻은 기술력을 특허로 보호받는다. 특허를 통해 제품 자체에 대한 보호뿐만 아니라 경쟁사의 진입 의지를 꺾고 Lock-in 효과를 강화한다. 글로벌 기업마저도 도망간 동사만의 세계에서 압도적 지위는 10년이 지나도 유지되고 강화될 것이다!

Valuation - Historical PER Method

27E Diluted EPS \$ 3.76에 Target PER 38.9x를 적용한 Target Price \$ 146, Upside 67%, Rating BUY, IRR 52.5%를 제시한다. 신제품 출시로 인한 ASP 14% 상승, CAPA 2.5배로 선제적 증설을 마친 동사는 폭발적인 증익을 맞이할 준비가 끝났다. 25년 연간 실적발표에서 26년의 구체적인 가이드를 제시하면 주가는 반드시 반응할 것이다. 26E Diluted EPS에 최근 3달 평균 Fwd PER 43.1x를 곱하면, 이것만으로도 17%의 Upside가 나온다. 그렇게 1년 뒤인 27년 초에는 목표주가에 도달할 것이고, 먼 미래인 10년 뒤에는 또다시 신제품 출시와 upselling으로 Ten-Bagger를 향할 것이다.

Estimated Income Statement												
(U.S. Dollars in Thousands)	2022	2023	2024	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2025E	2026E	2027E	2028E	
Revenue	53,303	65,562	73,242	19,511	20,409	21,202	23,982	85,104	108,872	155,273	187,273	
	YoY(%)	27.5%	23.0%	11.7%	10.9%	13.8%	15.7%	23.7%	16.2%	27.9%	42.6%	20.6%
Cost of Revenue	12,021	15,404	16,892	4,668	4,454	4,708	5,320	19,150	22,118	27,017	31,953	
Gross Profit	41,282	50,158	56,350	14,843	15,955	16,494	18,663	65,955	86,753	128,255	155,319	
	GPM(%)	77.4%	76.5%	76.9%	76.1%	78.2%	77.8%	77.5%	79.7%	82.6%	82.9%	
Total Operating Expenses	25,655	30,123	34,385	9,411	9,167	9,661	10,928	39,167	49,927	68,857	81,551	
Operating Profit	15,628	20,035	21,965	5,431	6,788	6,834	7,735	26,788	36,827	59,398	73,768	
	OPM(%)	29.3%	30.6%	30.0%	27.8%	33.3%	32.2%	31.5%	33.8%	38.3%	39.4%	
Other Income, net	553	1,703	2,311	514	539	464	379	1,896	1,896	1,961	1,899	
Income before provision for income taxes	16,181	21,738	24,275	5,945	7,327	7,298	8,114	28,684	38,723	61,358	75,667	
Provision for income tax expense	3,352	4,545	5,041	1,258	1,553	1,721	1,783	6,316	8,526	13,510	16,661	
Net Income	12,828	17,193	19,234	4,687	5,774	5,577	6,330	22,368	30,197	47,848	59,006	
	NPM(%)	24.1%	26.2%	26.3%	24.0%	28.3%	26.3%	26.3%	27.7%	30.8%	31.5%	

Rating

Buy

Current Price: \$ 87.51

27E Target Price: \$ 146

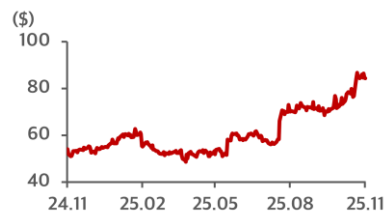
Upside: 67%

26E Target Price: \$ 102

Upside: 17%

12M Share Pricing

Market Cap \$ 1.11 B



Key Metrics

Assets (TTM) \$ 114.7 M

Liabilities (TTM) \$ 16.4 M

Equity (TTM) \$ 98.4 M

Diluted EPS (26E) \$ 2.38

Diluted EPS (27E) \$ 3.76

PER (27E) 38.9x

Major Shareholders

Roger E. Susi 35.67%

Blackrock Inc. 7.99%

Nine Ten LLC 6.06%

SMIC 5 팀

팀장 51기 강명수

팀원 51기 심한결

52기 이채명

52기 장동빈

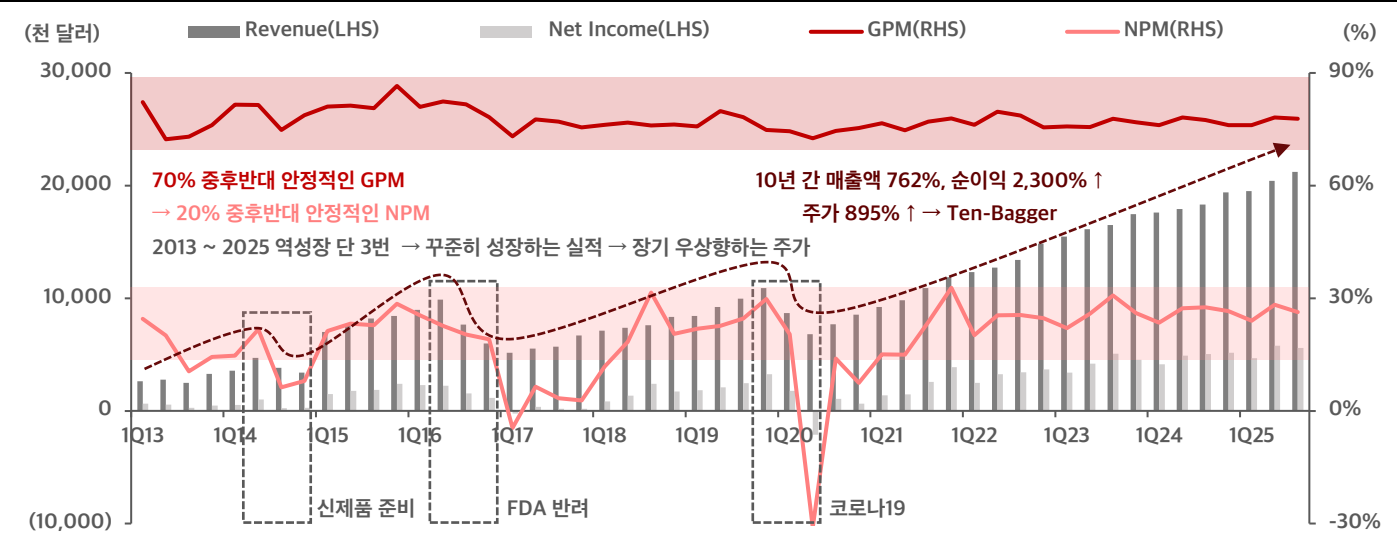
52기 조진수

CONTENTS

1. Just Keep Going, Must Long - Intro	03
2. Like it's Magnetic~ - 산업·기업분석	04
3. One and Only - Main Point	09
4. 이익의 지속가능성, 특허 - Sub Point	18
5. Valuation - Historical PER Method	20
6. Appendix	28

1. Just Keep Going, Must Long - Intro

도표 1-1. 분기별 매출액·순이익 및 GPM·NPM 추이



출처: Edgar, SMIC 5팀

그저 앞으로
나아갈 뿐

2013년부터 지금까지 동사는 멈추지 않고 성장해왔다. 13년 간 연간 실적 역성장은 단 2번이었으며, 분기 실적적으로 보아도 51번의 실적 발표 중 역성장은 단 7번 뿐이었다. 자세한 이유는 후술하겠지만, 이는 2017년과 2020년이었으며 이런 일이 다시 벌어질 가능성은 매우 희박하다. 이런 꾸준한 성장에 대해 시장은 동사를 평가할 때 12MF PER 30x 이상이라는 꾸준한 밸류에이션으로 화답했다. 지금까지 그래온 것처럼 동사는 계속해서 멈추지 않고 앞으로 나아갈 것이다.

뱀의 머리

MRI 환경에서 사용할 수 있는 IV 인퓨전 펌프라는 니치한 산업은 동사를 뱀의 머리로 만들었다. 니치한 산업 속에서 동사는 강력한 해자를 구축했고, GPM 78%라는 놀라운 수익성을 뽐내고 있다. 하지만 작은 뱀이어서 그럴까? 동사의 애널리스트 커버리지는 단 두 개뿐이며, 그마저도 올해의 가이드언스를 업데이트하는 것에 불과한 수준이다. 당장 내년에 시작될 동사의 신제품 출시와 CAPA 증설조치 반영되지 않았다. 그저 지금까지처럼 무난한 성장을 예상하고 있을 뿐이다.

변곡점 도래

신제품 출시로 인한 ASP 상승, 강력한 해자에 기반한 upselling 전략, 그리고 선제적으로 진행된 CAPA 2.5배 증설. 묵묵히 앞으로 나아가던 동사의 성장성에 변곡점이 도래한다. 동사 외의 선택지가 없다시피한 병원들은 14%의 P 상승을 받아들여야 하며, 하드웨어 변화가 거의 없는 신제품 구조 상 이는 대부분 마진 상승으로 이어질 것이다. 또한 구형 제품의 유지보수 중단이라는 전략은 폭발적인 교체수요를 야기할 것이며, 동사는 선제적 증설로 미리 준비를 마쳤다.

반드시 오를 것이다

26년과 27년, 성장성의 변곡점은 눈 앞에 다가왔으나, 이익 추정치는 제자리이다. 즉, 다음 4Q25 실적발표에 구체적인 가이드언스를 제시하면 동사의 주가는 반드시 반응할 것이다. 그리고 1Q26, 2Q26 이어지는 실적발표에서 3870의 주문에 따라 가이드언스를 지속 상향한다면 그때마다 동사의 주가 역시 크게 상승할 것이다. 그렇다면 1년 뒤의 주가는 어떨까? 27년의 폭발적인 EPS 상승은 지금부터 1년 뒤의 주가 상승 또한 담보할 것이다. 그럼 10년 뒤라는 먼 미래를 상상해 보자. 또다른 신제품의 출시, 그리고 같은 전략으로 동사는 계속해서 성장하고 있을 것이다.

강력한 해자에 기반한 꾸준한 성장이라는 투자포인트는 투자자들에게 마음 편한 롱 포지션 선택지를 제공한다. 이제 동사가 계속해서 앞으로 나아갈 수밖에 없는 이유를 알아보자.

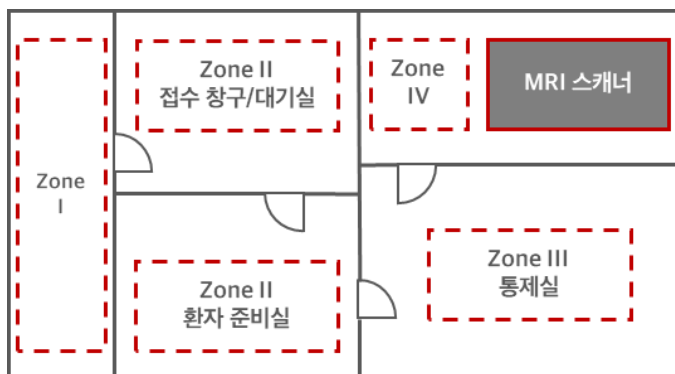
2. Like it's Magnetic~ - 산업·기업분석

MRI는 대부분의 사람에게 친숙한 검사이지만 실제 촬영 과정에서 약물 주입과 환자 모니터링이 어떻게 이루어지는지는 쉬이 알기 어렵다. [Main Point]로 이동하기 전, 본 차례에서는 MRI 도중 약액 주입의 당위성에 기반하여 MRI 펌프 산업의 생태계를 보다 가까이에서 조망하고자 한다.

2.1. MRI 펌프 산업분석

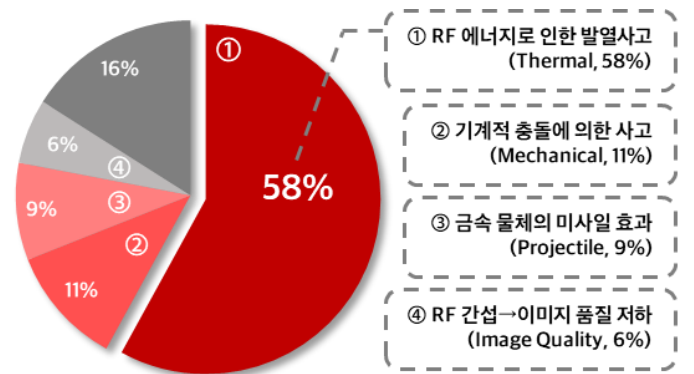
MRI 란?	MRI는 Magnetic Resonance Imaging의 약자로, 자기공명영상을 의미한다. 강한 자기장과 RF(고주파) 신호를 활용하여 인체 내부 구조를 촬영하는 장비로, 방사선 없이도 정밀한 영상을 제공한다. MRI는 종양, 신경계, 근골격계 질환 등 다양한 진단에 필수적으로 활용되고 있다. MRI는 강한 자기장을 통해 신체 내의 수소 원자핵을 일렬로 정렬한 후, RF를 조사하여 수소핵들이 에너지를 흡수하도록 한다. 그 후 RF를 끄면 수소 원자핵이 원래 자리로 돌아가며 에너지를 방출하는데, 이때 방출되는 신호를 분석하여 이를 인체의 단면 영상으로 재구성한다.
MR Environment	MRI 환경은 일반 진료실과 다르게 상시 작동 중인 정자기장, 영상 정보 생성을 위한 그래디언트 자기장, 인체 내 수소핵을 자극하는 RF Field가 존재한다. 이를 통틀어 MR Environment라 칭하며, 이로 인해 MRI 스캐너로부터 거리에 따라 취할 수 있는 행동이 제한된다. 따라서 MRI실은 일반 진료환경과는 차원이 다른 수준의 안전관리 체계를 필요로 하며, 실무 현장에서는 ACR(미국 방사선학회)에서 정의한 Zone 개념을 주로 활용하고 있다.
MRI 구획 구분 : Zone 1 ~ Zone 4	해당 구분에 따르면 MRI 시설은 MRI 스캐너로부터 거리에 따라 Zone 1부터 Zone 4까지 네 단계의 구역으로 구분된다. 스캐너로부터 멀리 떨어져있는 Zone 1와 Zone 2의 경우 자기장의 영향이 상대적으로 미미하다. 접근 대상이 MR 전문 인력만으로 제한되는 것은 바로 Zone 3과 Zone 4로 Zone 3은 제어실, Zone 4는 MRI 스캔실과 실질적으로 동치되는 개념이다.
MRI 검사 도중에도 약물 주입이 필수적	문제는 특정 중환자군의 경우 약물 주입이 수 분~수십 분만 중단되어도 즉각적인 위험이 발생할 수 있다는 것이다. 예를 들어 패혈증 쇼크 환자에게는 노르에피네프린의 지속적인 투여가 필수적이며, 중증 뇌손상 환자에게는 프로포폴·미다졸람 등의 진정제를 지속적으로 주입해 뇌압을 조절하도록 임상 지침에서 권고하고 있다. 이러한 약물들은 투여가 중단될 시 발작 위험이 증가하며, 관련 매뉴얼에서도 주입 중단 후 발작이 발생하면 즉시 투여를 재개할 것을 명시하고 있다.

도표 2-1. MRI Zone 조감도



출처: American College of Radiology, SMIC 5팀

도표 2-2. MRI-Related Adverse Event Types



출처: FDA, 동사 IR, SMIC 5팀

쉽지 않은 Zone 4의 반입 요건 이러한 엄중함에도 불구하고 Zone 4에 기기를 반입하여 약물을 주입한다는 것은 생각처럼 쉬운 일이 아니다. 앞서 살펴봤듯이 MR Environment 및 고주파에 직접적으로 노출되기 때문에 반입을 위해서는 굉장히 까다로운 요건을 갖추어야 한다. FDA는 비전도성이며 비자성인 물체로 제작된 장비 중, 어떤 MR 환경에서도 위험이 없다고 알려진 장비만을 MR Safe로 분류하고 있다. 또한 MRI 관련 주변기기들은 ASTM(미국재료시험학회)의 F2052, F2213, F2182 등의 표준 시험을 거친 후에야 비로소 FDA에 정식으로 승인 심사(510k)를 신청할 수 있다.

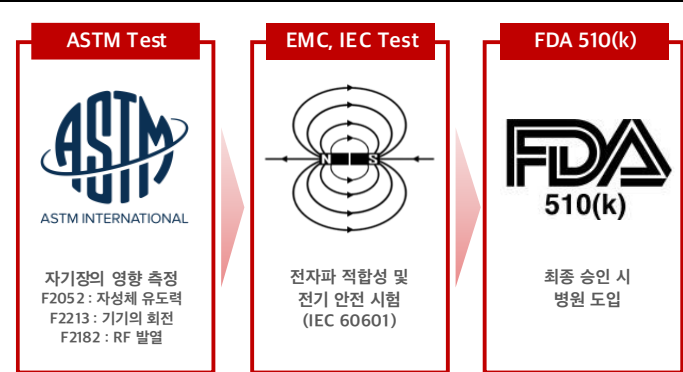
MRI의 위험성 산소통이나 수액 폴대 등 MR Unsafe 의료기기가 환자에게 위해를 입히거나 오작동을 일으킨 사고는 해를 거듭하며 반복적으로 발생한다. MRI 장비는 검사 여부와 무관하게 항상 강한 자기장을 유지하고 있기 때문에 대부분의 의료기기들은 일반적으로 MRI실에 반입될 수 없다. 관련하여 FDA에서는 의료 기기를 MR Safe/Conditional/Unsafe로 구분하고 있으며, MR Safe 및 FDA의 추가 요건을 만족한 MR Conditional 기기들만이 Zone 4에 반입되어 사용될 수 있다.

Zone 4에서 약물을 주입하려면? 그렇다면 MRI 실에서의 약물 주입은 어떻게 이루어지는 것일까? 항암제나 승압제 등 소량의 약액을 지속적으로 환자에게 투여하는 기기를 인퓨전 펌프라고 하며, 펌프 내부 모터가 회전하며 튜브에 압력을 가해 정해진 속도로 약물을 전달하는 방식이다. 기존의 인퓨전 펌프는 MR Unsafe로 분류되기 때문에, MRI실 외부에 펌프를 두고 수 미터 길이의 연장 튜브를 환자에게 연결해 약물을 주입하는 방식을 사용하였다. 하지만 이 방식은 튜브 꼬임, 약물 폐색, 긴 연장 튜브로 인한 혈류감염, 약물 주입의 정확성 저하 등 다양한 안전 문제를 야기한다.

차폐형 펌프의 한계 그에 대한 대안으로 출시된 차폐형(Shielded) 인퓨전 펌프는 자성을 가진 기존 펌프를 그대로 사용하되, 이를 Shielding Station이라는 합금 재질의 캐비닛 안에 넣어 MR Environment의 영향을 최소화하려는 방식이다. 그러나 이는 기존 펌프의 구조적인 한계를 제거하지 못하기 때문에, Zone 4의 가장자리에서 매우 제한적으로 운용된다. 기존의 문제를 전혀 해결하지 못한 것이다.

Sol) 비자성형 펌프 이러한 구조적 공백을 파고든 것이 바로 동사의 비자성형(non-magnetic) 인퓨전 펌프이다. 동사는 비자성 금속 소재를 사용하고 초음파 진동을 활용한 모터를 적용하여, 자기장의 영향을 받지 않도록 구조를 설계했다. MRI 본체나 환자의 바로 옆에서 IV(정맥주사) 튜브로 약물을 주입할 수 있기 때문에 튜브 내부에 약물이 체적되는 시간을 효과적으로 줄이고, 압력 변화로 인한 유량 불안정 문제도 해결된다. 약물의 예상치 못한 bolus(일시 주입) 역시 방지할 수 있다. 이는 곧 중환자에게 필수적인 정확한 유량, 연속적인 투여, 약물 농도의 안정성을 담보한다. 다음 장에서 현재 비자성형 인퓨전 펌프를 공급하는 유일한 플레이어인 동사에 대해 자세히 살펴보자.

도표 2-3. MRI 주변기기의 인증 과정



출처: FDA, ASTM, SMIC 5팀

도표 2-4. 인퓨전 펌프 비교

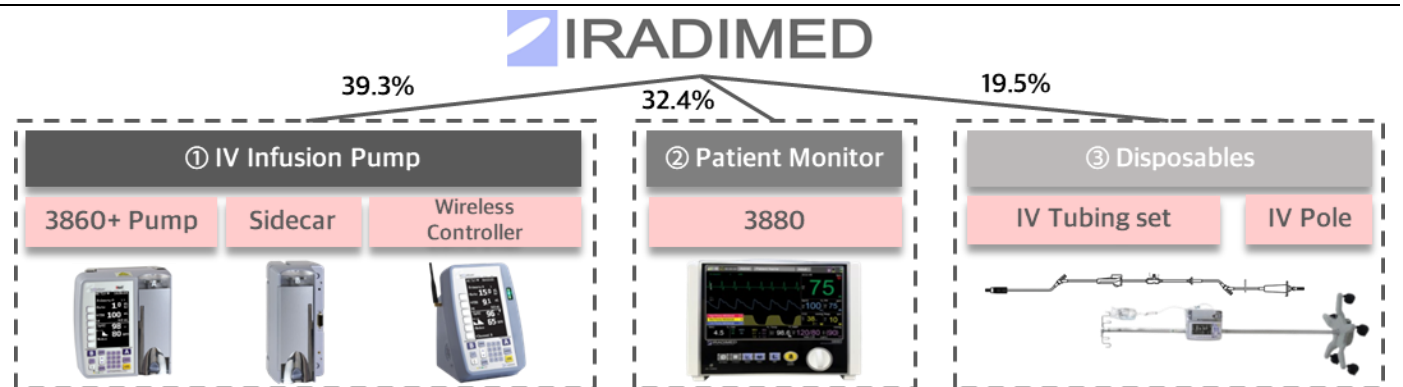


출처: 동사, B.Braun, SMIC 5팀

2.2. 기업 개요

동사 톡아보기	동사는 Invivo Corporation을 창립 단계부터 이끌어온 Roger Susi가 MRI 환경에서도 안정적으로 작동하는 IV 인퓨전 펌프 개발에 전념하기 위해 설립한 기업이다. Invivo는 Susi의 주도 하에 세계 최초의 MRI 호환 환자 모니터를 개발하는 등 MRI 모니터링 분야의 선도적 기업으로 성장했으나, 회사 내부에서 MRI용 IV 인퓨전 펌프 사업의 우선순위에 대하여 이견이 존재했다. 이에 Susi는 의료기기 개발 경험이 풍부한 전직 Invivo 엔지니어들을 중심으로 새로운 팀을 구성해 2005년 동사를 설립하게 되었다. Susi 외의 운영진들 또한 Invivo 출신으로 구성되어 있다.
동사의 주력 제품	동사는 MRI 환경에서도 사용이 가능한 비자성 의료기기를 개발·제조·판매까지 하고 있으며, 제품군은 크게 MRI 인퓨전 펌프, MRI Patient Monitor, 튜빙 등 소모품으로 구분된다. 3Q25 기준 IV Infusion Pump와 Monitor, 소모품의 매출비중은 각각 39.3%, 32.4%, 19.5%로 두 비자성형 기기가 매출액의 71.7%를 차지하고 있다. 또한 동사는 일관되게 무차입경영을 유지해왔으며, 일회성 요인으로 부채비율이 상승했던 23년을 제외한 모든 년도에 15% 내외의 낮은 부채비율을 안정적으로 유지해왔다. 제품의 해자를 바탕으로 견조한 재무구조를 유지하고 있는 모습이다.
인퓨전 펌프 : 3860+ → 3870	동사의 MRI 인퓨전 펌프는 MRI 스캐너 근처에서도 안전하게 작동하도록 비자성(non-magnetic) 구조와 RF 차단 설계가 되어있다. 기존 펌프들이 반입될 수 없던 Zone 4에서 안전하게 구동되는 유일한 상용 솔루션으로 자리매김했다. 현 주력 모델은 3860+이며, 곧 출시 예정인 3870 펌프는 기존과 동일한 하드웨어 플랫폼을 유지하면서 운영 편의성 중심의 SW개선을 제공하는 점진적 업그레이드 성격의 제품이다. 실질적인 하드웨어 설계에 변화가 없음에도 14%의 ASP 상승은 곧, 기존 3860+ 펌프 대비 괄목할만한 마진 상승이 동사 앞에 펼쳐질 것임을 예고한다.
3880 모니터	3880 MRI Patient Monitor는 MRI 촬영 중 환자의 생체신호를 실시간으로 모니터링하도록 설계된 MRI 전용 모니터링 시스템이다. 3860+ 펌프와 마찬가지로 비자성형으로 설계되어 Zone 4로의 반입이 가능하며, 30,000 Gauss Line의 범위 내에서 3T급 MRI 스캐너와 함께 운용 가능하다. 이동식으로 설계되어 기존 병실과 MRI 검사실을 자유롭게 오갈 수 있는 것 또한 특징이다.
MRI 주변기기 Peer	동사의 Peer로는 인퓨전 펌프를 생산하는 B. Braun, Baxter International과 MRI 모니터링 시스템을 제공하는 Invivo 등을 꼽을 수 있다. 그러나 해당 제조사들의 펌프는 MRI실 반입을 위해 차폐 스테이션을 활용해야 한다. 이는 근본적으로 자성체를 제거한 비자성형 펌프를 자체적으로 설계 및 제조하는 동사와는 뚜렷이 구분된다.

도표 2-5. 동사 주력 제품 및 매출 비중



출처: 동사, Edgar, SMIC 5팀

기민한 판매 전략 또한 동사는 출시한 지 7년이 넘은 동사 디바이스에 대한 서비스 계약을 중단하는 판매 전략을 고수하고 있다. 이러한 판매 정책에 힘입어, 이번 3870 인퓨전 펌프가 출시될 경우, (1) '펌프의 신규 수요' 및 (2) '미국으로만 한정해도 6,000대에 달하는 교체 수요'가 발생할 것으로 예상된다. 이번 신제품인 3870의 견조한 성장은 이미 담보되어 있다.

소모품 : 동사 매출의 약 20%를 차지하는 소모품의 경우 동사의 인퓨전 펌프와 호환되는 IV 튜빙 세트가 대표적이다. 각기 다른 주입 상황에 맞게 설계된 세 종류의 튜빙 펌프를 판매 중이다. 그 외에는 3860+ 펌프 2대를 장착할 수 있는 IV Pole도 판매 중이다. 이러한 자사 제품군 간의 뛰어난 호환성 및 소모품의 반복 판매 전략은 동사의 마진을 수호하는 강력한 무기가 되어준다.

2.3. 실적 및 재무 분석

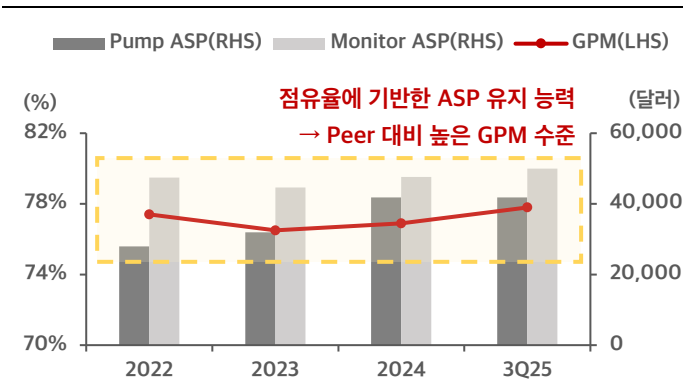
실적의 장기 우상향 동사의 특징점은 오랜 기간 동안 꾸준한 실적의 우상향을 그려내고 있다는 것이다. 최근 동사는 올 12월부터 3870 인퓨전 펌프 주문 건에 대한 납품이 이루어질 것임을 밝혔다. 동사의 3Q25 현금흐름표의 재고자산 항목을 보면, 전년 동기과 올 초에 비해 재고자산 매입이 큰 폭으로 증가했음을 알 수 있다. 이는 올 5월 FDA 승인 완료 후 4분기부터 출하를 앞두고 있는 동사의 신제품 3870 인퓨전 펌프 재고 확보로 인한 것으로 해석된다.

압도적인 GPM 동사의 또 다른 장점은 바로 10년 이상 지속되어 온 70% 중반대의 GPM이다. 동종 업체인 Baxter, B.Braun의 GPM이 대체로 20~40% 수준에 머무르는 점을 감안하면 이러한 고마진을 1~2년도 아닌 IPO 이후 줄곧 유지해왔다는 점은 매우 이례적이다. 동사가 MRI 주변기기에 집중하는 퓨어플레이어임을 감안하더라도, 어떻게 이런 마진 구조가 가능한 것일까?

압도적인 점유율 덕 핵심은 니치 마켓에서의 압도적인 시장 점유율에 있다. MRI 환경에서 사용 가능한 비자성 기기를 동사가 독점적으로 공급하고 있다. 이러한 구조적 우위는 가격 협상 및 ASP 유지를 용이하게 한다. 최초의 디바이스 판매 이후 소모품과 액세서리의 안정적인 반복 판매도 마진 유지에 기여한다. 비슷한 이유로, 심혈관 수술 중 혈류를 측정하는 기기를 생산하는 Medistim이라는 회사 역시 니치 마켓에서의 점유율을 바탕으로 70% 후반대의 GPM을 유지하고 있다.

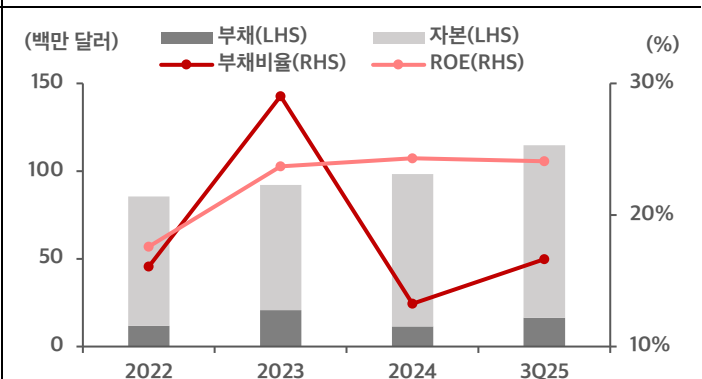
재무건전성, CAPA : 이상 무 동사의 매입채무회전율은 25년 1분기 6.7x, 2분기 2.3x, 3분기 2x로 꾸준히 낮아지고 있으며, 이는 동사가 구축한 강력한 해자를 바탕으로 공급 업체에 가격 전가력을 확보했음을 보여준다. ROE도 20% 내외로 견조하며, 올 7월 플로리다 올랜도에 매입한 26에이커 규모의 생산 시설로 확장 이전하는 등 늘어날 수요에 대비해 CAPA 확보도 놓치지 않고 있는 모습이다.

도표 2-6. 주요 제품 P, GPM 추이



출처: Edgar, SMIC 5팀

도표 2-7. 동사 재무현황

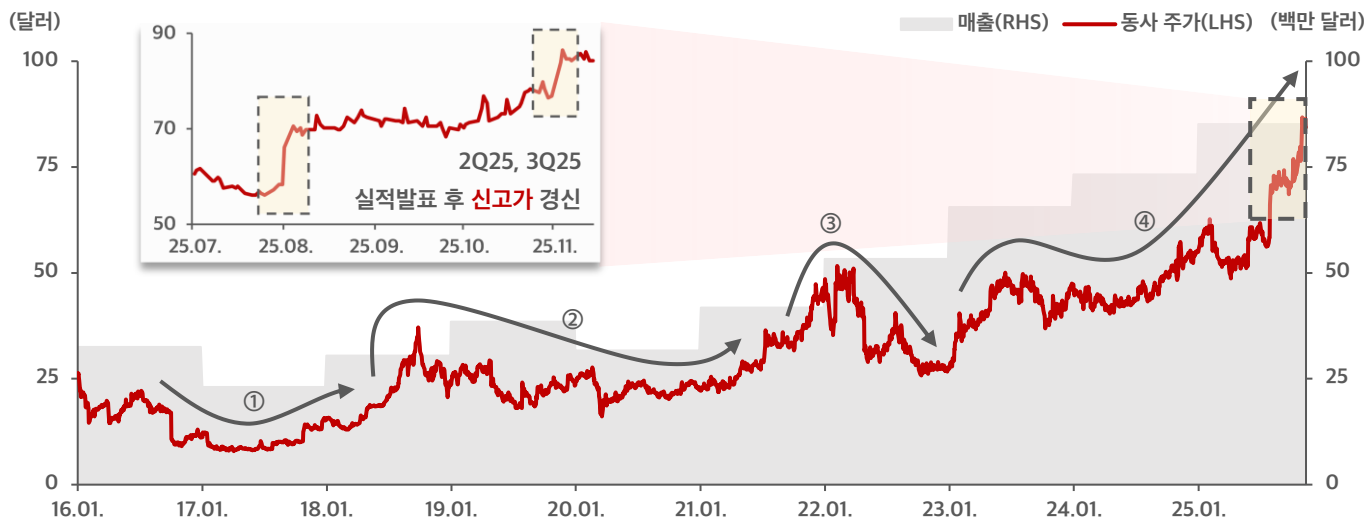


출처: Edgar, SMIC 5팀

2.4. 주가 분석

본업도 잘하고 재무 구조까지 우수한 동사, 장기 보유하지 않을 이유를 도무지 찾을 수 없다. 동사의 주가 추이는 대체로 실적과 동행하는 모습을 보이고 있다. 동사는 17년과 20년 단 두 번을 제외한 모든 연도에 매출 성장을 기록했다. 아래에서 동사의 장기 주가 추이를 분석해보자.

도표 2-8. 동사 주가·매출 추이



출처: Edgar, Investing.com, SMIC 5팀

- ① FDA 승인 지연 ① 17년 동사의 실적은 FDA 승인 지연으로 부진했다. 동사는 16년 7월 3880 Monitor의 FDA 510(k) 승인을 신청한 후 12월 국제 고객을 대상으로 출하를 시작했다. 그러나 문제는 미국 시장 대상의 FDA 승인이 예상치 못하게 지연되었다는 것이다. 미국 영업망에서 동사는 3880 Monitor와 펌프를 번들로 판매하려 했으나, FDA의 지연으로 비축했던 펌프의 재고조차 판매하지 못했다. 이 기간 동안 Infusion Pump의 판매가 급격히 줄어들며 연간 46.6%의 매출이 감소하는 고배를 마셨다. 동사는 매출 인식이 지연되었을 뿐이라고 해명했지만 주가는 지지부진했다.
- ② COVID-19
- 어쩔수가 없다(1) ② 하지만 경영진은 거짓말 하지 않았다. 실적은 보란듯이 반등했고, 결국 동사는 믿고 기다려준 주주들에게 18년 1년간 142.8%라는 수익률을 안겨주었다. 이후 지속적으로 상승하던 동사의 주가는 COVID-19로 인한 실적의 역성장과 함께 주춤했다. 당시 고객사들이 COVID-19 치료에 집중하며 MRI 검사 횟수 자체가 감소했으나, 이는 엔데믹 기간을 거치며 자연스럽게 해소되었다.
- ③ 매크로 이슈..
- 어쩔수가 없다(2) ③ 1Q22 기준 YoY 33.5%의 매출 성장, YoY 73%의 영업이익의 성장에도 불구하고 동사의 주가는 큰 폭으로 하락했다. 절대 동사의 펀더멘털이 훼손되어 주가가 하락한 것이 아니다. 당시의 하락은 매크로에 의해서였다. 22년 당시 MSCI IT 지수가 연간 -30.8% 하락할 정도로 투자 심리가 위축되었다. 더불어 미국 CPI 지수는 같은 해 7월 40년만의 최대치인 9.1%를 기록했고, 이에 따라 연준에서 공격적인 금리 인상과 더불어 QT를 선언하는 등 당시 유동성 축소 우려가 극대화되었다. 설상가상으로 미국 GDP 성장률이 두 분기 연속 역성장을 기록하기도 했다. 즉, 외생적 요인으로 인해 성장주 전반에 대한 디레이팅이 이루어진 것으로 해석하는 것이 적절하다.
- ④ 파죽지세의 동사 ④ 코로나의 부진을 극복한 동사는 꾸준한 실적 상승을 등에 업고 CAGR 49.9%의 주가 상승을 기록했다. 특히 올해 2Q·3Q 실적 발표 이후 신고가를 경신하는 등 주가는 우상향을 이어나갔다. 26년 1억 달러의 매출을 가이던스로 제시한 동사의 창창할 앞날을 [Main Point]에서 확인해보자.

3. One and Only - Main Point

3.1. 비자성 인퓨전 펌프의 힘

의료사고, 병원의
가장 큰 리스크

의료사고는 비용 및 사법적 문제와 더불어 신뢰도를 심각하게 손상시킨다는 점에서 의료기관의 가장 큰 우려요인이다. 실제로 2024년 미국 의료 과실 평균 배상액은 약 33만 달러에 달했으며, 최근 배상 청구건과 배상 총액은 지속적으로 상승하고 있다. 의료사고가 발생할 경우 직접적인 비용 문제에 더불어 브랜드 가치 훼손 등의 간접적인 비용도 발생하여, 내원 감소라는 치명적인 결과가 초래된다. 따라서, 의료 리스크를 최소화하는 장비 도입은 병원에게 필수적이다.

MRI 관련 의료사고
심각성↑

매년 MRI 관련 다양한 의료사고가 보고되고 있으며 중상에서 사망까지, 개별 사고의 심각성이 높다. MRI의 자성으로 인해 물리적인 사고가 발생하는 것에 더해, MRI 도중에도 약물을 필수적으로 주입해야 하는 환자들의 약물 주입 과정에서도 다양한 의료 사고가 발생하고 있다. 최근 미 FDA(식약처)는 이를 인식하여 의료기기의 자성에 대한 레이블링을 명확하게 할 것을 제시했으며, MRI 사고를 방지하기 위한 기준을 지속적으로 업데이트 할 것을 공지한 바 있다. 이러한 개별 MRI 사고의 높은 심각성과 관련 규제 강화로 인해 동사의 기술력에 이목이 쏠리는 상황이다.

세계 유일의 비자성
인퓨전 펌프

동사의 인퓨전 펌프는 세계 유일의 비자성 설계를 기반으로, '근접 배치 가능'과 '자성 리스크 제거'라는 압도적인 해자를 가지고 있다. 비자성의 특성을 활용해 MRI 장비 근처에 배치될 수 있게 약물 주입 라인을 길게 늘이지 않아도 된다. 이를 통해 후술할 장거리 약물 주입 라인의 문제점인 '부정확한 약물 주입', '폐색 감지 지연', '감염' 등의 임상적 위험을 미연에 방지한다.

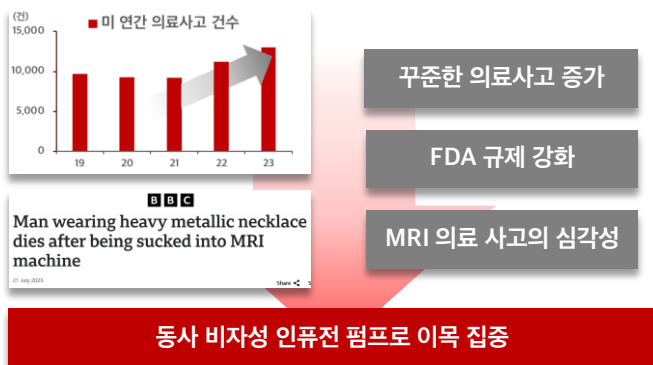
압도적인 안전성

또한, 동사의 펌프는 MRI가 방출하는 수준의 정자기장이나 RF 등에 어떠한 영향도 받지 않는다. 따라서 MRI로부터 매우 가까운 곳에 배치되어도 MRI의 자성에 끌려갈 일이 없기에, 인간의 부주의나 착오 등으로 인해 발생할 수 있는 사고들을 원천적으로 차단한다. 이에 더해 MRI의 강력한 자성과 반응하여 기기가 오작동하거나 연소되는 등의 리스크도 존재하지 않는다. 즉, 동사의 인퓨전 펌프는 현존하는 어떠한 인퓨전 펌프보다도 압도적 수준의 임상 안정성을 제공한다.

일반-차폐형 펌프로는
대체할 수 없는 벽

동사 비자성 펌프의 대안으로는 ① 일반 펌프의 장거리 라인 연결, ② 차폐형 펌프 등이 있으나, 모두 비자성을 구현하지 못해 우회적으로 위험을 관리한다. 이들은 '자성 영향' 또는 '장거리 연결 필요'라는 내재적인 한계로, 치명적인 의료 리스크를 갖는다. 동사 펌프가 가진 비자성의 가치를 보다 자세히 이해하기 위해, 비자성이 아닐 경우 발생하는 다양한 문제들에 대해 살펴보자.

도표 3-1. 동사 제품이 주목받고 있는 배경



출처: U.S. Department of Health & Human Services, BBC, SMIC 5팀

도표 3-2. 동사 비자성 인퓨전 펌프의 해자



출처: 동사 IR, SMIC 5팀

긴 약물 주입 라인의 필요 일반 인퓨전 펌프의 경우 환자와의 연결을 위해 약 9m~11m의 라인을 사용해야 한다. 비자성의 특성으로 50cm의 튜브 라인도 활용할 수 있는 동사 제품과 달리, 일반 인퓨전 펌프는 통상적으로 Zone 2-3에 위치하기 때문이다. 이처럼 약물 주입 라인이 길어질 경우 ① 약물 유속·유량의 부정확성, ② 폐색 알림의 지연 및 오작동, ③ 감염 위험 증가 등의 임상적 위험이 초래된다.

긴 라인의 문제 ① :약물 투여 정확도 ↓ 먼저, 라인이 길어질수록 약물 투여의 정확도가 감소한다. 라인이 9m ~ 11m에 달하면 튜브 용적과 탄성이 증가해 초기 유속이 감소되고, 약물 폐색이 발생한 직후 주입량(POB)이 급등하는 등 약물 투여의 오차가 증가한다. MRI 검사중 약물을 투여받는 환자는 대부분 고위험군이며, 이들이 투여받는 프로포폴, 바소프레신 등은 극도로 정밀한 유속과 용량이 요구되는 약물이기 때문에, 이러한 투여 오차는 최악의 경우 사망에 이르는 중대한 환자 안전 사고로 직결될 수 있다.

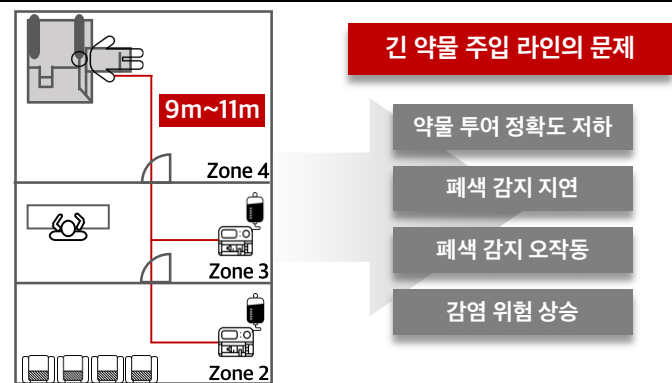
긴 라인의 문제 ②-1 :폐색 감지 지연 또한, 라인이 길어지면 약품의 폐색 감지가 지연된다. 연장 라인을 사용하는 경우 일반 라인 사용 시에 비해 60% 정도로 늦게 폐색이 감지되며, 폐색 알람이 평균 35분 가량 지연된다. 이 시간 동안 펌프 화면에는 정상 주입으로 표시되지만 실제로는 환자가 약물을 전혀 투여받지 못하는 상태가 지속된다. 따라서, 프로포폴, 항부정맥제 등 투여 중단 시 즉각적인 생리적 악화를 유발하는 약물이 주입되고 있었다면 이 또한 사망 등의 중대한 의료 사고로 이어진다.

긴 라인의 문제 ②-2 :폐색 감지 오작동 ↑ 폐색 감지를 앞당기기 위해, 감지 압력을 낮추는 세팅을 사용할 경우 오히려 잦은 오보가 발생해 임상 효율이 떨어진다. 반복적인 오보가 발생하면, MRI를 중단하고 재촬영해야 하는 것에 더 불어, 약물의 주입이 지속적으로 중단된다는 점에서 환자의 생리적 안정성을 위협한다. 실제로 Smiths Medical의 인퓨전 펌프는 최근 잦은 오보로 인해, 가장 심각한 안전 문제에 부여되는 Class 1 리콜이 이루어졌으며 이는 연장 라인이 가진 폐색 감지의 취약성을 보여주는 사례이다.

긴 라인의 문제 ③ :감염 가능성 ↑ 감염의 위험 역시 라인이 길어질수록 증가한다. 일반 펌프는 MRI실 밖에서 사용되기에, 환자가 있는 Zone 4에서 펌프가 위치한 Zone 2·3까지 벽이나 천장에 라인을 설치해야 한다. 이 과정에서 자연스럽게 연결 부위·노출 면적·조작 횟수 등이 증가하는데, 이들은 모두 미 질병통제예방센터(CDC) 감염관리 지침에서 경고하는 IV 감염 가능성을 높이는 위험 요인에 해당한다.

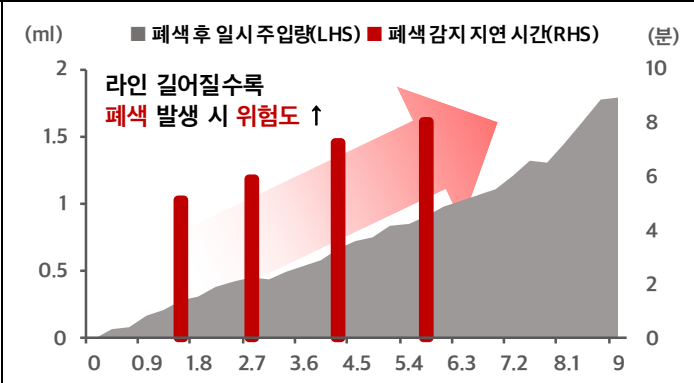
근거리 배치는 동사 제품뿐! 결국 일반 인퓨전 펌프는 자성적 한계로 환자와 원거리에 배치될 수밖에 없고, 이로 인해 발생하는 긴 라인 구조는 위와 같은 임상적 문제들을 발생시킨다. 이러한 문제들은 비자성을 갖추지 않는 한 물리적으로 해결하기 어려운 영역이다. 따라서, 환자 바로 옆에 배치할 수 있는 동사의 비자성 펌프는, 장거리 라인이 갖는 모든 문제를 제거할 수 있는 유일한 솔루션임이 확인된다.

도표 3-3. 일반형 펌프의 한계



출처: 동사 IR, SMIC 5팀

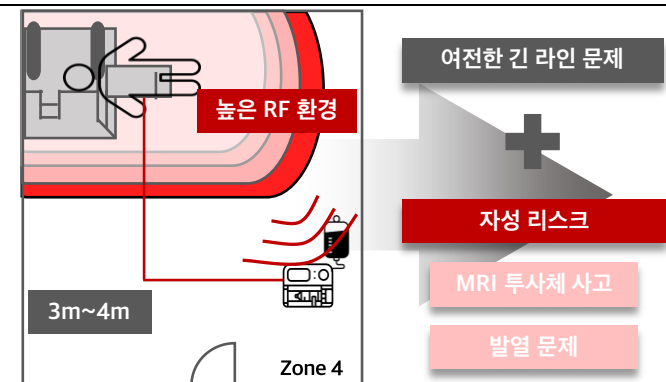
도표 3-4. 약물 주입 라인의 길이별(m) 폐색 발생 시 위험도



출처: Innsbruck Medical University-Austria, SMIC 5팀

긴 라인의 문제는 여전히	차폐형 펌프는 Zone 4에 배치될 수 있지만, 완전한 비자성이 아니기 때문에 MRI 기기에서 2m 이상 이격되어야 한다. 환자의 IV 지점까지는 여전히 약 3m~4m의 라인이 필요하며, 이는 동사 0.5m 최단 라인에 비해 여전히 6~8배 긴 수준이다. 따라서, 장거리 약물 주입 라인에서 비롯되는 ‘약물 투여 부정확성’, ‘폐색 감지 지연 및 오작동’, ‘감염 가능성’에 대한 문제는 여전히 해소되지 않는다. 결과적으로, 긴 라인으로 인한 문제에서 자유로운 것은 동사의 비자성 펌프뿐이다.
추가된 자성 리스크	차폐형 펌프의 경우 완전한 비자성이 아닌 상태로 Zone 4에 배치되기 때문에, 자성으로 인한 새로운 리스크가 발생한다. 일반 펌프는 Zone 2·3에만 머무르기에 자기장과 직접 충돌할 일이 없지만, 차폐형은 여전히 자성이 존재하는 상태로 Zone 4의 강한 자기장에 놓이게 된다. 이에 차폐형 펌프는 ① MRI 투사체 사고, ② 발열에 따른 화상 및 화재 사고의 리스크를 지닌다.
자성 리스크 ① :MRI 투사체 사고	MRI 투사체 사고는 치명적인 위험성을 갖는다. 차폐형 펌프는 대부분 이동식으로 설계돼 있으며, 지정된 자기장 범위를 침범할 경우 자기 인력이 급격히 증가한다. 실제로 산소통, 의자 등으로 인해 발생한 수많은 투사체 사고를 고려하면, 25kg에 달하는 펌프와 트레이가 같은 상황에 놓일 경우 심각한 결과가 초래될 것임을 짐작할 수 있다. 물론 안전 가이드라인이 존재하지만, 꾸준히 발생하는 투사체 사고들은 휴먼 리스크를 완전히 없앨 수는 없다는 점을 방증한다.
자성 리스크 ② :발열 문제	위와 같은 부주의나 착오로, 자기장 범위를 조금이라도 침범할 경우 펌프의 발열에 따른 문제도 발생한다. MRI 근처의 높은 RF가 자성을 가진 물체와 만날 경우, 순간적으로 높은 열이 발생하며 기기 및 주변 물품이 연소되어 환자의 생명을 위협한다. 실제로 미국에서 발생한 MRI 사고 중 60%는 이러한 연소에서 비롯되었으며, 4도 화상에서 부분 괴사까지 피해의 정도가 극심하다.
차폐형은 완전 비자성이 될 수 없다	차폐형은 자성을 완전히 제거할 수 없고, 라인 문제와 자성으로 인한 리스크는 계속될 것이다. 펌프 자체가 자성을 띠는 상황에서, 이를 비자성인 재료로 덮어 자성을 100% 차단하는 것은 현존하는 과학 기술 수준을 아득히 뛰어넘는다. 또한, MRI에 가까워질수록 자성의 세기가 가파르게 상승해 거리를 조금만 더 좁혀도 자성이 수백배 늘어나므로, 현상황에서 거리를 더 좁히기도 어렵다. 기존 기술을 완전히 뛰어넘는 혁신이 발생하지 않는 이상, 차폐형의 한계는 지속될 것이다.
비자성형의 입지는 견고할 것	결국 일반 펌프와 차폐형 펌프 모두 자성이라는 근본적인 한계를 벗어나기 어렵다. 일반형은 거리가 멀어 라인 길이 문제가 발생하고, 차폐형은 거리를 줄였음에도 여전히 라인 문제가 남아있다. 또한, Zone 4 진입으로 자성 리스크도 추가되었다. 라인 문제와 자성 리스크를 모두 갖지 않는 제품은 전세계에서 동사의 비자성 펌프가 유일하며, 독보적 입지는 앞으로도 유지될 것이다.

도표 3-5. 차폐형 펌프의 한계



출처: Cambridge University, 동사 IR, SMIC 5팀

도표 3-6. MRI 자성 리스크



출처: School of Medical Sciences-University of Oakland, SMIC 5팀

3.2. MRI 고도화에 따른 구조적 수혜

MRI 고도화 시대
1.5T → 3T

상급 종합병원을 중심으로 MRI는 기존 1.5T의 자성 수준에서 3T로 전환되고 있으며, 이는 동사의 비자성 펌프에 대한 구조적 호재로 작용한다. 3T MRI는 1.5T MRI 대비 2배 높은 자기장 강도를 활용하여 검진 해상도·속도·신호대잡음비(SNR)를 크게 개선시킬 수 있다. 따라서 중증 환자, 신경계, 종양 분야를 대상으로 하는 상급병원 위주로 먼저 도입되고 있다. MRI 장비가 고도화되고 그에 비례해 MRI의 자성이 확대될수록, 동사 비자성 인퓨전 펌프의 입지는 더욱 공고해진다.

MRI 자성 증가
→ 라인 길이 증가

높아진 MRI의 자성은 기존 차폐형 펌프의 경쟁력을 약화시킨다. MRI 기기의 자성이 2배 높아질 경우, 자기장의 영향 반경은 25%가량 증가하기 때문이다. 결국, 차폐형 펌프의 안전 이격 거리는 2m에서 2.5m 가량으로 늘어나며, 약물 주입 라인 길이 역시 연쇄적으로 기존 3m에서 3.7m 가량으로 늘어난다. 이 경우, 전술한 약물 투여에 있어서의 다양한 임상적 문제들이 더욱 심화될 것이다. 즉, MRI 성능의 고도화는 차폐형 펌프의 태생적 한계를 부각시키는 결과를 낳는다.

동사 인퓨전 펌프는
3T 에도 거뜬

동사는 MRidium 3870를 중심으로 이러한 변화의 오롯한 수혜를 받을 것이다. 동사 장비는 3T 환경에서도 안전하게 작동될 수 있기에, 초고자장 MRI 환경에서도 기존의 성능과 안전성이 유지된다. 특히 MRI 촬영 중 인퓨전 펌프가 필요한 환자군은 중증도가 높은 케이스가 대부분이기 때문에, 이러한 환자 치료를 주로 담당하는 상급 종합병원들은 고성능 MRI에 대한 필요도가 더 높다. 상급 종합병원을 중심으로 3T MRI를 도입하기 시작함에 따라 차폐형 펌프의 안전 리스크가 확대되는 동시에, 동사 비자성 인퓨전 펌프에 대한 필요도는 더욱 높아질 것으로 예상된다.

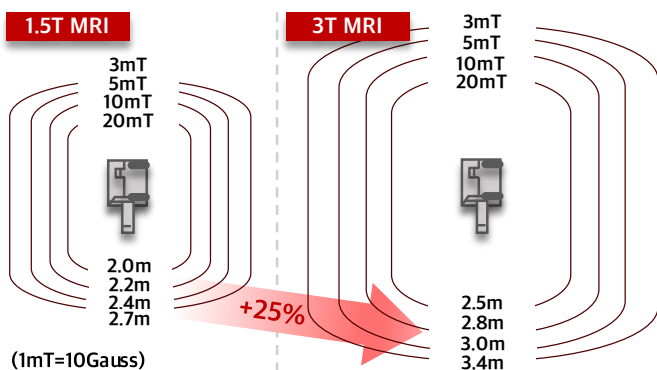
거대 의료기기
기업의 유입 가능성↓

일반·차폐형 펌프 경쟁사나 MRI 제조사 등의 비자성 펌프 개발 가능성은 제한적이다. 일반·차폐형 펌프 제조사인 B.Braun, Baxter나 MRI 제조사인 GE Health, Philips 등은 수많은 사업부를 두고 수천 가지의 의료기기를 제작하는 기업들이다. 거대 포트폴리오를 보유하고 있는 이들에게, 'MRI 전용 비자성 인퓨전 펌프 시장'은 매우 니치하므로 ROIC 관점에서 신규 개발 유인이 낮다. 또한, 동사의 비자성 펌프는 수십년간 축적된 R&D의 결과물임과 동시에 강력한 특허들로 보호되고 있기에 이를 기술적으로 구현하기 어려울 것이다. 자세한 내용은 [Subpoint]에서 후술한다.

'비자성'
→동사의 독보적 입지

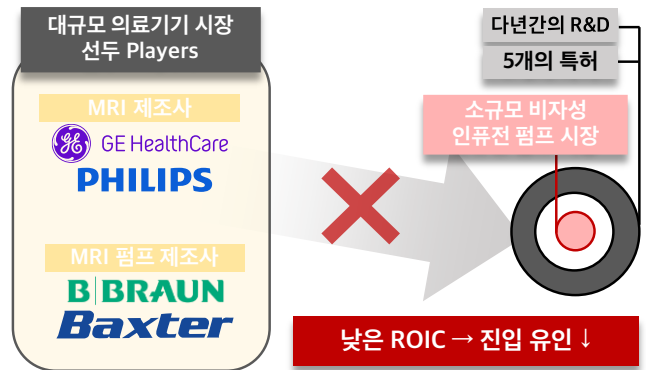
결과적으로 MRI 시장이 3T 중심으로 고도화될수록 동사 제품의 기술적 해자는 더욱 공고해질 것으로 판단된다. MRI 자장이 높아질수록 자성 리스크는 점점 증가하고, 차폐형 펌프는 더욱 멀리 배치되어야 하며 긴 라인의 문제가 발생한다. 반면, 동사의 비자성 설계는 이러한 변화의 수혜를 온전히 흡수하며 향후 상급 종합병원 중심으로 시장 지위를 더욱 공고히해 나갈 것이다.

도표 3-7. 3T MRI로의 전환에 따른 자기장 범위 변화



출처: Cambridge University, SMIC 5팀

도표 3-8. 경쟁사 상황 모식도



출처: SMIC 5팀

3.3. 단돈 1만 달러로 의료 리스크 헤지(Hedge)

기술 + 합리적 비용
= 완전한 경쟁우위

동사 비자성 펌프는 비용 측면에서도 합리적이다. 전술한 기술적 해자가 완전한 경쟁우위로 작동하기 위해서는, 사용자 관점에서 비용적 타당성도 확보되어야 한다. 비자성 MRI 펌프가 기술적으로 우월하더라도, 경쟁사 대비 비용이 지나치게 높다면 시장 확산에는 제약이 발생할 수 있기 때문이다. 동사 제품을 활용하지 않을 때 발생할 수 있는 의료사고들의 리스크에 대해 살펴보고, 동사 제품의 가격 프리미엄이 사용자 입장에서 충분히 수용가능하다는 것을 확인해보자.

1만 달러 프리미엄

동사의 제품은 경쟁사의 일반 펌프 및 차폐형 펌프대비 약 1만 달러, 대략 30% 정도 가격이 높다. 이에 더해 신형 펌프인 MRidium 3870은 가격이 14% 정도 더 상승할 예정이다. 이러한 가격 차이는 높은 제작비용이나 원재료에서 비롯되는 것이 아닌, 전술한 비자성 기술의 차별화된 안전성에서 비롯되는 일종의 가격 프리미엄이다. 병원이 타사 제품을 사용하며 감수해야 하는 안전 리스크의 심각성을 살펴보면, 1만 달러의 프리미엄은 용인될 것임을 파악할 수 있다.

MRI 사고 특징 ①
: 개별 사고 심각성 ↑

동사가 위치한 MRI 환경에서의 사고는 중상 또는 사망으로 이어질 가능성이 높다. 전술한 것처럼 MRI 도중 인퓨전 펌프를 사용하는 환자들은 대부분 중증이며, 약물에 대한 의존도가 높다. 이러한 상황에서 약물 주입에 차질이 생기거나, 감염이 발생할 경우 환자의 생명 유지에 직접적인 위협이 발생한다. 또한, MRI 투사체 사고의 경우 MRI의 자성으로 인한 강력한 물리적 타격으로, 환자의 사망으로까지 이어지는 경우가 많다는 점에서 개별 사고의 심각성이 매우 높다.

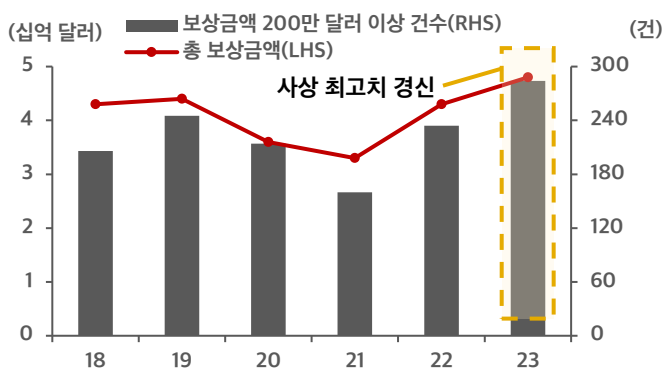
MRI 사고 특징 ②
: 막대한 손실 발생

사고 자체의 심각성에 더해, 높은 비용도 요구된다. 사망 사건의 경우 대략 50만 달러 이상의 의료과실 보상액이 책정되며, MRI 투사체 사고의 경우 MRI 급정지 및 재가동에 최소 20만 달러의 비용도 소모된다. 이러한 직접적인 비용과 더불어, 법적 문제와 그에 따른 의료진 업무 중단, 병원 브랜드 가치 훼손에 따른 내원 감소라는 중대한 비가시적인 비용도 초래된다. 이들은 모두 병원의 존속 자체를 위협할 수 있다는 점에서, 단순한 일회성 비용 그 이상의 의미를 갖는다.

압도적 안전성
+ 합리적 비용

MRI 환경에서의 의료사고는 대부분 그 심각성이 높으며, 막대한 직간접적 비용이 따른다는 점을 감안하면, 동사 제품과 경쟁 제품 간의 가격 차이는 충분히 합리적이다. 동사의 비자성 펌프는 단 1만 달러의 가격 프리미엄으로 위와 같은 심각한 의료사고의 발생 자체를 방지할 수 있는 유일한 솔루션이기 때문이다. 결과적으로 동사의 비자성 인퓨전 펌프는 기술적 해자에 더해 비용적 합리성까지 갖추었음을 알 수 있다. 따라서, 동사 기존 고객의 이탈 가능성은 매우 낮으며, 전술한 MRI 성능 발전의 구조적 수혜가 맞물려 신규 고객 유입도 가속화될 전망이다.

도표 3-9. 미 연간 의료사고 보상금액 및 대형 의료사고 건수



출처: U.S. Department of Health & Human Services, SMIC 5팀

도표 3-10. 동사 제품 가격 프리미엄의 합리성

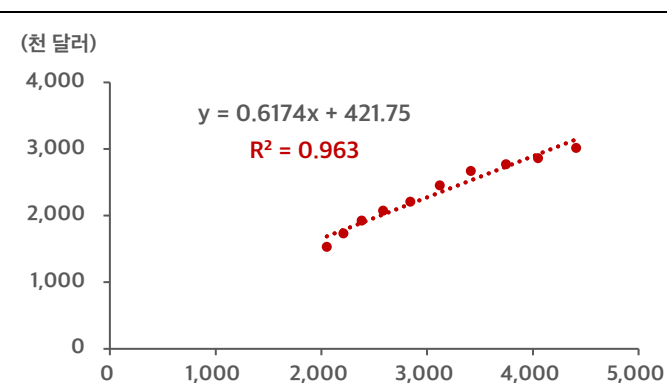


출처: Edgar, SMIC 5팀

3.4. 모니터 및 소모품으로 이어지는 펌프의 낙수효과

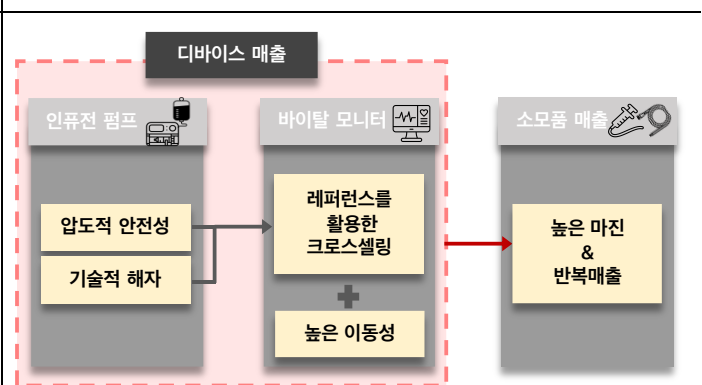
<p>펌프의 압도적 해자 →모니터·소모품 성장</p>	<p>동사는 앞서 설명한 비자성 인퓨전 펌프의 압도적 해자를 바탕으로, MRI 모니터와 소모품 영역에서도 견조한 매출 성장을 이어가고 있다. 동사 모니터 고유의 경쟁력에, 비자성 인퓨전 펌프의 강력한 레퍼런스가 더해지며 크로스셀링이 유도되고 있다. 또한, 소모품은 인퓨전 펌프 및 모니터 설치 기반이 확대될수록, 지속적인 반복 매출을 창출하며 높은 수익성을 유지하고 있다.</p>
<p>펌프 레퍼런스는 모니터의 성장 동력</p>	<p>인퓨전 펌프의 레퍼런스는 동사 모니터의 주된 성장 동력이 된다. MRI 인퓨전 펌프를 사용하는 중증 환자는 지속적인 바이탈 사인 모니터링이 필수적이기에, 모니터 수요는 펌프 설치 기반과 연관성이 높다. 다만, 모니터 시장은 GE Health, Philips 등의 선도 경쟁사들이 존재하며, 인퓨전 펌프보다 기술장벽이 훨씬 낮기 때문에 시장의 경쟁 강도가 더 높다. 이러한 상황에서 동사 인퓨전 펌프가 확보한 레퍼런스를 기반으로 모니터 부문의 실적이 견인되고 있다. 실제로, 동사는 모니터 시장의 후발 주자임에도 불구하고 매출이 견조하게 성장하고 있는 상황이다.</p>
<p>동사 모니터 자체의 경쟁력: 높은 이동성</p>	<p>이동성의 측면에서, 동사 모니터 자체가 갖는 경쟁력도 존재한다. 동사 모니터는 4kg 수준으로 무게가 가볍기 때문에 환자의 침상이나, 펌프 카트, MRI실 내외 등 다양한 위치에 유연한 배치가 가능하다. 반면 경쟁사 모니터는 약 40kg가량의 고중량 구조로 이동성이 크게 제한되고, 사실상 MRI실 내부 고정형으로 운용된다. 인퓨전 펌프의 우수한 레퍼런스가 지속적으로 확장된다면, 이러한 휴대성 기반의 경쟁력이 활용되어 추가적인 모니터 수요 확대로도 이어질 가능성이 높다.</p>
<p>소모품 매출: 고수익의 반복매출</p>	<p>소모품의 경우 펌프와 모니터 설치 확대의 직접적인 수혜를 받는다. 실제로 제품 설치량과 소모품 매출 간 회귀분석한 결과에서 결정계수가 0.96 정도로 높게 나타난다. 특히 인퓨전 펌프의 경우, 튜브·커넥터·소재 패치 등 다양한 전용 소모품을 필요로 하며 펌프 사용에 따른 지속적인 교체 수요가 발생한다. 또한, 소모품은 동사 제품만을 사용해야 하기에 높은 가격을 유지할 수 있다. 실제로 동사의 튜브는 타사 대비 약 2배 수준의 단가를 형성하고 있다. 펌프와 모니터 사용에 따른 지속적인 교체 수요와, 높은 수준의 단가를 활용해 견조한 수준의 매출이 유지된다.</p>
<p>펌프-모니터-소모품 의 선순환</p>	<p>결과적으로, 동사의 비자성 인퓨전 펌프가 구축한 우수한 레퍼런스는 모니터와 소모품 분야의 성장을 지속 견인할 것이다. 비자성 인퓨전 펌프의 레퍼런스는 동사 모니터 제품 자체의 경쟁력과 함께 모니터 매출의 성장을 이끈다. 또한, 두 제품의 설치 기반 확대는 높은 마진의 소모품 반복 매출 증가로 이어진다. 이러한 선순환 구조는 동사 인퓨전 펌프의 기술적 우위를 바탕으로 향후에도 동사 전체 매출 안정성과 성장성을 뒷받침해줄 것이다.</p>

도표 3-11. 펌프·모니터 잔여 대수-소모품 매출 간 회귀분석



출처: Edgar, 동사 IR, SMIC 5팀

도표 3-12. 인퓨전 펌프-바이탈 모니터-소모품 매출 관계



출처: SMIC 5팀

3.5. 2026년은 증익의 해

교체 주기/신제품
→확실한 성장

과거 동사의 성장을 반추해볼 때, 폭발적인 매출 성장은 제품 교체와 신제품 출시에 기인해왔다. 2012년에 출시됐던 MRidium 3860+는 FDA의 보완 요청을 받아 2014년부터 판매가 중단되었다. 그러나 판매 중지 기간에도 병원들은 3860+의 주문을 지속했고, FDA에게 판매 재개 허용을 받은 2015년 1분기, 이연 매출이 인식되며 전분기보다 96% 증가했다. 2005년에 출시되었던 3860의 교체 수요와 중환자 대상 MRI 촬영의 수요 증가가 맞물려 2014년의 부진을 씻어냈다.

펌프/모니터 가릴 것
없이 성장

2017년 4분기, 3880 모니터가 출시되었을 때도 성장의 각도가 가팔라졌다. 2011년에 출시되었던 구형 모델의 교체 주기가 도래했고, 최초의 비자성 휴대용 모니터라는 장점이 부각되며 해외 판매도 크게 증가했다. 또한 펌프와의 번들 판매를 통해 이전 분기 대비 20% 이상 매출이 성장했다. 두 사례로 미루어 볼 때, 신제품 출시는 동사의 가치를 레벨 업시키는 보증수표와도 같다. 그리고 2026년은, MRidium 3870의 출시로 또 한 번의 폭발적 성장을 기대하고 있다.

리스크 높았던
재고 관리 방식

신제품 출시라는 공통점과 함께 두 시점에서는 모두 제품 출시 전 외부 요인에 의한 부침이 존재했다. 2013년에 개발을 마친 MRidium 3860+는 3860에 일부 SW 기능만을 추가했지만, FDA는 추가 보완 서류를 요구했다. 이를 예상치 못한 동사는 미리 쌓아놓았던 3860+의 재고를 판매하지 못하고 시장의 기대치를 밑도는 실적과, 부진한 주가를 보일 수밖에 없었다. 그러나 1년의 부진 후, 2015년의 FDA의 승인과 함께 주가와 매출은 모두 2014년의 값을 아득히 상회했다.

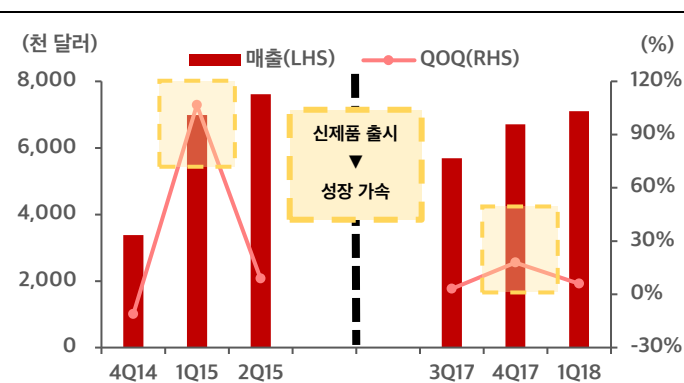
과거의 잘못된
영업 방식

모니터 출시 과정에서도 마찬가지였다. 2017년 초 출시 예정이던 3880 MRI 모니터와, 인퓨전 펌프를 번들로 판매하여 더 큰 거래 금액을 만들기 위해 2016년 하반기에 펌프 판매량을 대폭 줄이고, 재고를 쌓아 놓았다. 하지만 FDA 승인이 연기되며, 펌프 재고는 계속 쌓이고, 모니터도 판매하지 못하며 매출이 전분기 대비 30% 감소했다. FDA에게 승인 받은 2017년 3분기 전까지는 부진한 모습이 1년간 지속했지만, 결국 모니터 출시 이후 2013년과 같이 빠른 성장을 보였다.

더 이상 실수 없이
성장할 2026년

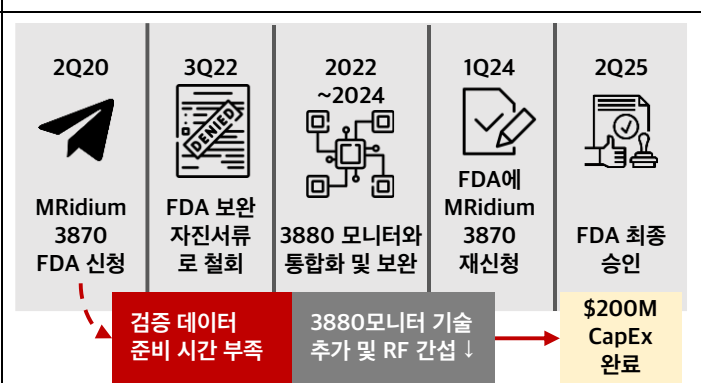
MRidium 3870의 모든 문제는 이미 해소됐고 이제는 출하만을 기다리고 있다. 2022년, FDA에게 추가 정보를 요구받아, 동사는 자발적으로 FDA 신청을 철회했다. 이후 25년까지 시스템 통합화를 진행했고, 3860+의 매출 증가로 신제품 공백기를 견뎠다. 또한 25년에는 과거의 실수와는 달리, FDA의 승인 이후부터 제품 생산을 시작하여 판매 불가 재고의 축적으로 인한 매출 지연의 발생 가능성을 원천 차단했다. 이에 더해 이전 세대보다 더 긴 신제품 출시 주기로 인해 교체 수요도 넘치고 있다. 제품 출시 전후의 정체를 딛고 성장하는 시나리오가 이제 다시 시작한다.

도표 3-13. 신제품 출시 전후, 동사 매출 성장률



출처: Edgar, SMIC 5팀

도표 3-14. MRidium 3870 출시 타임라인



출처: 동사 IR, FDA, SMIC 5팀

창립 이래 최초의
공장 증설

동사는 10년만에 돌아온 제품 교체 사이클의 레버리지 효과를 온전히 누리기 위한 CAPA를 마련했다. 동사의 연간 펌프 생산량은 600~800대, 모니터는 400~500대 수준이었다. 그러나 3Q25 컨퍼런스콜에서 5에이커 부지에 공장 증설을 완료하여 공장을 이전했음을 밝혔다. 해당 시설은 기존 대비 2.5배의 생산능력을 갖췄고, 분기 당 5,000만 달러의 제품 생산이 가능하다.

최대 5 배 증설
가능한 부지 확보

5에이커의 신규 공장은 시작에 불과하다. 연평균 CapEx가 100만 달러를 밑돌던 동사는 26에이커의 공장 부지 구입을 위해 23년과 24년 각각 744만 달러, 800만 달러의 CapEx를 기록했고, 25년 3분기까지 747만 달러를 지출했다. 이는 창립 이래 최초의 외형 확장이며, 26에이커를 모두 생산 시설로 활용하면 24년 대비 10배까지 제품 생산이 가능하다. 이러한 결정은 보수적 리스크 관리 전략에서 성장 중심 전략으로의 전환을 뜻하며 미래에도 현재와 같은 독점 구조를 유지할 것이라는 동사의 확신을 방증한다.

유지보수 기간 제한
→공급자 우위 시장

과감한 증설 결정은 확정된 수요가 있기에 가능했으며, 공급 과잉은 기우에 그친다. 동사는 현재 7년 미만의 펌프 중 2대에만 연장 유지보수 서비스를 제공하기 때문에, 7년 이상된 구형 모델이 고장나면, 사용자는 새로운 제품을 구매할 수밖에 없다. 이와 같은 서비스 정책으로 인해 미국에서만 매년 500~600개의 인퓨전 펌프가 교체를 위해서 판매된다. 그리고 여전히 5년 이상된 펌프의 수는 6,300개 이상이므로 교체 수요만으로도 증설한 공장의 CAPA를 5년은 채울 수 있다. 여기에 신규 고객, 조기 교체 수요, 유럽/일본 등의 추가 수요는 추가 증설로 이어질 수 있다.

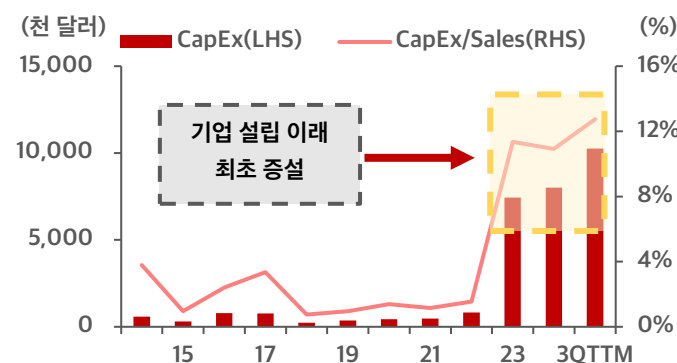
대형 병원 위주의
안정적 고객

특히나 교체 수요의 대부분은 미국 대형 병원에서 발생하기에 지속적 판매가 가능하다. 동사의 고객은 주로 미국 내 상급 병원으로 일반 병원에 비해 MRI 촬영 중 진정제가 필요한 환자, 중환자와 같이 고위험 환자의 비율이 높다. 이들은 '응급 의료 및 노동법'에 따라 중환자에 대한 치료 행위가 의무적이므로 환자 수가 적은 질환의 치료에 필요한 의료 기기도 충분히 보유해야만 한다. 게다가 고위험 환자는 의료사고 가능성이 높기 때문에, 소송 위험을 낮추기 위해서는 리스크가 없는 기기를 선택해야 한다. 유일하게 비자성 인퓨전 펌프를 제작하는 동사는 이러한 배경 덕분에 매출 대부분이 미국 대형 병원에서 발생하고, 침투율은 70% 이상으로 매우 높다.

교체는 의료 사고
예방을 위해 필수

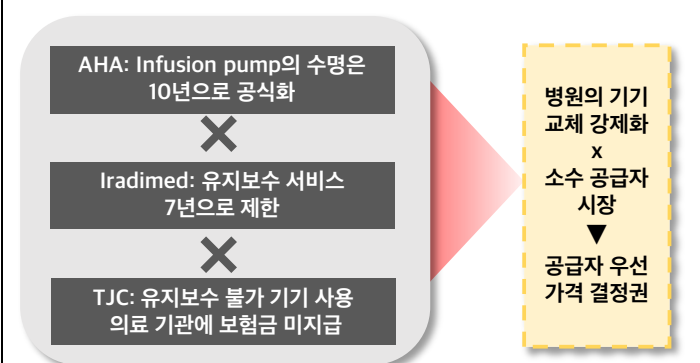
사고 예방을 위한 오래된 제품의 교체는 선택이 아닌 필수다. American Hospital Association 에서 밝힌 '의료기기의 사용 기한'에 따르면 인퓨전 펌프의 수명은 10년이다. 장기간 pump를 사용하면 모터/밸브/롤러 등에 마모가 발생하여 유량이 불량해지고 이는 폐색의 주요 원인이 되기 때문이다. FDA에 보고된 인퓨전 펌프의 부작용 중 56%도 기기의 노화에 의해 발생한다. 또한 물리적 요인뿐만 아니라 SW의 버그 누적으로 오작동의 확률이 높아진다. 특히나 일반 인퓨전 펌프에 비해 동사의 제품과 같이 극한적 환경에서 사용되는 기기는 더 빠른 마모가 발생한다.

도표 3-15. 동사의 신공장 증설과 CapEx 추이



출처: Edgar, SMIC 5팀

도표 3-16. 규제에 수혜 받는 동사



출처: AHA, TJC, 동사, SMIC 5팀

교체하지 않을 시,
보험금 지급 정지

미국의 규제 당국도 구형 모델의 사용을 제한한다. 메디케어와 메디케이드 급여 지급에 필요한 인증을 제공하는 'The Joint Commission(TJC)'는 유지/보수 불가능한 의료 기기의 사용을 제한한다. TJC에 의해 병원이 '교체계획 미흡 등급'으로 평가되면 정부에서는 해당 병원이 환자 및 시스템 안전 관리에 실패했다고 판단하여 병원에 보험금 지급을 중단시킬 수 있다. 병원 측이 유지보수 업체를 고용해 기기를 관리하더라도 병원 측이 입증책임을 진다. 안정적 영업활동이 중요한 병원에게 보험금 수령은 생존의 문제이며, 이를 위해 병원은 구형 모델을 교체해야만 한다.

공급자 우위 시장
→가격 인상에 이점

제품 교체가 확정적인 상황에서 동사는 가격 인상에 주도권을 가진다. MRidium 3870의 출시를 알린 3Q25 실적발표에서 제품 가격을 이전 제품 대비 10~14% 인상함을 확정지었다. 게다가 기존 모델에 대해서도 할인 계획이 없음을 강조했다. 동사는 비자기 펌프 부문에서의 독점적인 지위를 활용하여 마진을 높이는 전략을 채택할 수 있었다. 병원은 차폐형으로 회귀할 경우 의료 리스크가 높아지기에, 가격 인상에도 불구하고 유일한 선택지인 동사를 선택할 수밖에 없다.

소모품의 호환성
→재고 문제 X

게다가 동사는 새로운 인퓨전 펌프에도 기존 소모품을 사용할 수 있어 재고 관리에 효과적이다. 의료기기 산업에서 신제품을 개발하면 출력/타겟 영역이 달라져 팁, 카트리지와 같은 소모품도 신제품을 개발한다. 그로 인해 구형 모델의 재고 처리에 어려움을 겪고, R&D 비용이 추가적으로 소모된다. 하지만 MRidium 3870은 구형과 물리적 작동 방식이 일치하며 SW만을 개선했기 때문에 기존의 소모품을 그대로 사용할 수 있어 연구 개발비가 제한적이며 재고 관리에 자유롭다.

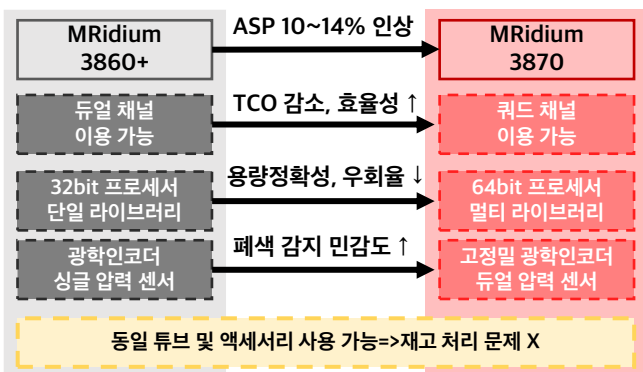
신제품 사용은
병원의 효율성 ↑

MRidium 3870의 ASP는 상승하지만 병원 측에서는 총 소유 비용이 감소한다. 미국 의료기기 품질 평가 기관인 ECRI Institute에 따르면 5년간 멀티채널 펌프를 사용할 경우 단일 채널에 비해 총 소유 비용이 25% 감소한다. 멀티채널의 초기 비용은 높지만, 투약 오류와 인건비를 크게 절약하기 때문이다. MRidium 3860+는 최대 2채널까지 제공했지만 MRidium 3870에서는 최대 4채널까지 제공한다. 따라서 병원에서는 신규 제품으로의 교체를 통해 안전성 향상에 더해 비용적으로도 교체할 유인이 충분하다. 구매자와 판매자 모두에게 win-win인 관계가 성립한다.

27년부터는
글로벌 성장세 가속

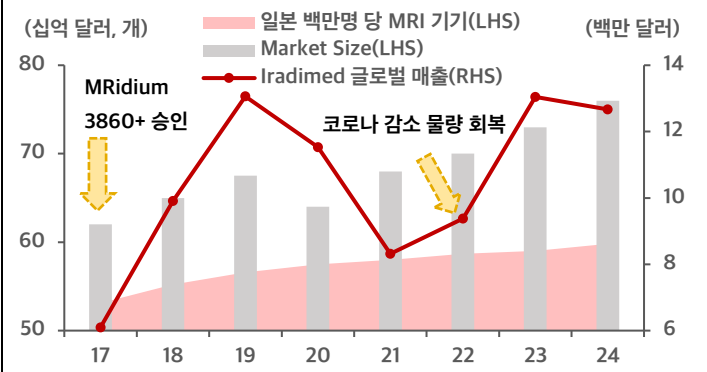
27년부터는 글로벌 시장에서도 MRidium 3870의 매출 성장이 가시화 될 것이다. 동사의 글로벌 매출 비중은 20%로 높지 않지만, 27년 유럽과 일본에서의 MRidium 3870이 승인되며 감소하던 글로벌 매출 비중을 키울 것이다. 일본은 인구 대비 MRI 기기 수가 세계 1위이며, 유럽은 높은 소득 수준을 가지고 있어 동사에게 중요한 시장이다. 17년에 MRidium 3860+가 유럽과 일본 시장에 진출하며 점유율이 상승한 이력이 있다. 따라서 27년에는 유럽/일본에서의 신제품 승인과 신규 공장 내 신제품 비중이 증가하는 이벤트가 겹치며 글로벌 진출 속도를 가속할 것이다.

도표 3-17. 신제품(MRidium 3870) 출시 효과



출처: 동사 IR, FDA, SMIC 5팀

도표 3-18. 글로벌/일본 MRI 시장과 동사 글로벌 매출



출처: OECD, Edgar, SMIC 5팀

4. 이익의 지속가능성, 특허 - Subpoint

특허로 보호되는 동사의 독점력

동사는 2002년부터 비자성 인퓨전 펌프에 대해 특허를 출원하며 경쟁자의 침입을 막아왔다. 특허는 제품 특허와 시스템 특허로 구분된다. 제품 특허는 동사가 개발한 펌프, 모니터, 소모품 등 물리적 제품에 대한 독점적 권리이다. 신제품 출시를 통해 제품 특허의 기간을 갱신하고 경쟁사의 초음파 모터를 사용한 펌프 생산을 차단한다. 시스템 특허는 제품의 사용 방법, 제품 간의 통신 등 무형의 기술에 대한 권리이다. 새로운 시스템 특허는 최초로 등록된 특허와 동일하게 간주되어, 최초 특허 출원과 신규 특허 사이에 개발한 기술에 대해서도 독점권을 주장할 수 있다.

37년까지 유일한 펌프용 초음파 모터

동사의 최신 제품은 2037년까지 제품 특허를 보장 받는다. 동사가 출원한 제품 특허는 모두 비자성 기술에 핵심인 초음파 모터로 출원되었다. 2002년 최초의 인퓨전 펌프에 대한 특허 만료 이후에도 SW 개량을 통해 연속적으로 특허 출원에 성공했다. 이는 동사의 신제품이 특허청으로부터 과거의 제품에서 기술적으로 개량되었음 인정받았음을 뜻한다. 경쟁사는 시장에 진입하려 해도 20년 전의 기술밖에 쓸 수 없으므로 시장성 있는 제품의 출시가 사실상 불가능하다.

유사제품의 진입 난이도 ↑

만약 경쟁사가 제품의 일부에 새로운 기술을 적용해서 신제품을 개발하더라도 동사의 특허를 침해할 가능성이 있다. 특허권은 제품의 물리적 발명만을 판단하는, 제품의 사용 결과의 동일성에 대해서도 판단한다. 즉 발명의 본질적 기능과 성과를 모두 보호한다. 경쟁사가 초음파의 주파수를 변조하거나 비주요 부품의 설계를 바꾸어 신제품을 출시했다더라도, 초음파 모터의 사용 목적이 MRI 환경 하에서 인퓨전 펌프의 작동으로 동일하다면 이 역시도 특허권 침해에 해당한다.

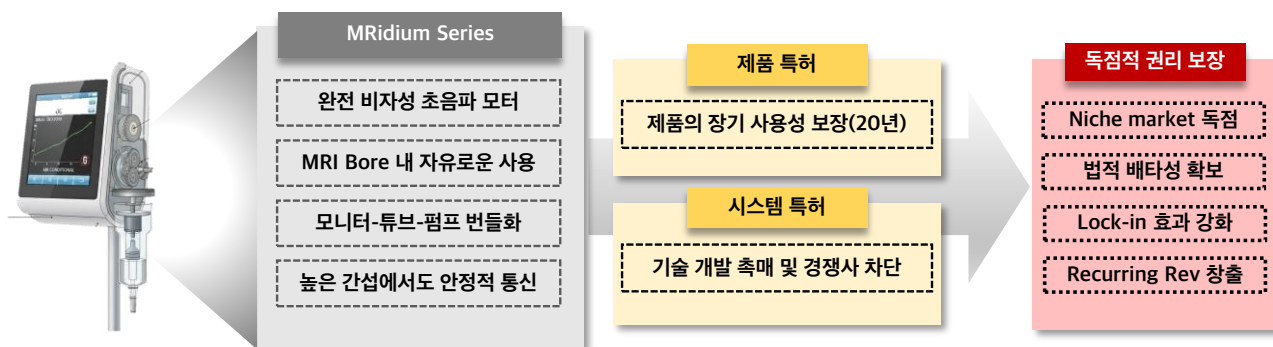
최신기술 독점권 추가 적용

동사는 시스템 특허 출원으로 연장된 보호 기간을 포기하는 대신 강력한 법적 방어력을 획득했다. 2002년 최초의 특허를 등록한 후 동사는 기술 개발을 지속했다. 만약 시스템 특허가 없다면 새롭게 개발된 기술에 대해서는 법률적 배타성이 없으며, 경쟁사들은 해당 기술을 복제하더라도 법적으로 자유롭다. 그러나 동사는 시스템 특허를 출원하여 신규 기술을 2002년의 특허와 통합시켜 2028년까지 기술의 우선권을 보장받으며 경쟁사의 우회 설계를 원천적으로 차단하였다.

시스템 특허 → 소모품 사용 강제

또한 시스템 특허는 동사의 소모품 기반 반복 매출을 직접적으로 보호한다. 동사의 특허 US 8,262,642 B2에 따르면 동사의 인퓨전 펌프와 유체 주입 튜브를 연결한 구조에 대한 특허권을 인정받았다. 이는 경쟁사의 튜브와 동사의 펌프를 병용하는 것을 법적으로 차단하여, 동사 제품의 크로스셀을 강제하고, 병원에게는 락인 효과를 강화할 수 있다. 만약 병원에서 동사의 펌프와 경쟁사의 튜브나 잠금 구조를 병용할 경우 특허 침해에 해당하며 법적 리스크를 져야한다.

도표 4-1. Iradimed Corp의 특허 구조와 이점



출처: 미국 특허청, FDA, 동사, SMIC 5팀

경쟁자로 하여금
시장 진입 의지 ↓

따라서 상기 논의를 종합할 때, 경쟁자가 초음파를 사용한 인퓨전 펌프로의 진입하는 난이도는 매우 높다. 동사는 제품 특허를 통해 물리적 진입 장벽을 만들고, 시스템 특허를 통해 데이터와 제품을 잇는 기술을 보호하여 반복 매출을 용이하게 한다. 만약 경쟁사가 진입하더라도 niche 한 시장에서 유의미한 점유율을 확보하기 어려우며 이는 수익성 낮은 투자에 그칠 것이다.

경쟁사의 시장
철수: Bayer

Niche한 시장에서 유의미한 점유율을 확보하지 못할 것이라 판단한 글로벌 의료기기 기업 2곳은 이미 시장에서 물러났다. 2000년대 후반, Bayer 사는 자체 MR compatible 제품인 Continuum 펌프를 출시했다. 그러나 2012년에 FDA로부터 펌프에 자성 부품이 포함되어 있어 방사체의 위험이 있음을 지적받고 Class 2 리콜을 받았다. 이후 FDA에게 clearance를 받았으나, 실 사용시에는 여전히 자성 문제로 안전성 논란이 이어졌다. 이로 인해 시장에서 철수하게 되었다. 그후 동사의 인퓨전 펌프를 자사 공식 홈페이지에서 MRI와 함께 판매하고 있다.

경쟁사의 사업부
축소: Philips

Philips에서도 2022년 이후로 사업부를 축소하고 있다. 2021년 6월에 발생한 대규모 리콜 사태 이후 자본 효율화의 일환으로 시장의 크기가 작은 MRI 모니터와 같은 팀을 축소했다. 동사는 Philips의 사업부 축소에 엄청난 반사 수혜를 입었다. 2021년까지만해도 1,300만 달러 수준이던 연간 모니터 매출액이, 2023년에는 2,540만 달러로 약 2배 가까이 상승했다. 글로벌 기업의 시장 철수를 통해 우주공산의 MRI 비자기 시장에서 동사는 1위의 자리를 더욱 공고히 한다.

초음파 이외
비자기 방식의
문제점(1): 압력

특히 분쟁을 피하기 위해 초음파 외의 비자기 방식으로 진입하더라도, 의료기기로 사용하기에 부적합하다. 유체의 압력을 이용하는 공압/유압 모터는 2014년까지 Johns Hopkins 등에서 연구될 정도로 기대가 컸던 비자성 방식이었다. 그러나 압축 유체를 만들기 위한 밸브를 MRI실에 배치하기 때문에 오염 가능성 있으며, 응답 속도가 느려서 빠른 폐색 탐지가 불가능하고 이는 대형 의료사고로 이어질 수 있다. 유체 누출 시에는 약물 혼합과 감염의 위험이 크며, 큰 소음/진동의 발생으로 미세한 양의 약물을 일정하게 밀어내야 하는 인퓨전 펌프에 적합하지 않다.

초음파 이외
비자기 방식의
문제점(2): 열팽창

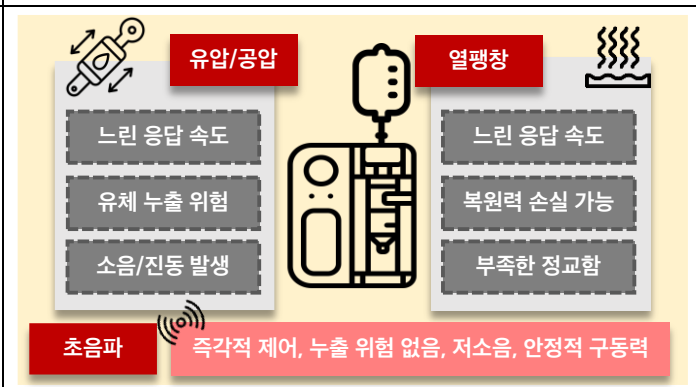
전류를 통해 열을 발생시키는 열팽창 펌프도 적절하지 않다. 열팽창에 기인한 물리적 변형에서 구동력을 발생시키기 때문에 모터의 응답 속도가 가장 느리다. 또한 물리적 변형 정도의 정교한 조절이 어려워 미세한 유량 조절이 어렵다. 형태의 반복적 변형으로 인해 물질 자체의 복원력이 감소하여 오작동을 일으킬 수 있으며, 근본적으로 발열에 의해 약물을 변성시킬 수 있다. 이처럼 초음파를 제외한 모든 비자성 모터는 인퓨전 펌프로 사용되기에는 많은 한계를 지닌다. 결국 초음파 모터에서 유일한 특허를 가진 동사는 앞으로도 높은 점유율을 유지할 것이다.

도표 4-2. 글로벌 회사 철수 사례

경쟁사 철수 및 사업부 축소 내역			
	Bayer	Philips	Iradimed
제품군	펌프	모니터	펌프/모니터
축소/중단 시점	2012	2022	X
축소 이유	기술적 실패	재정적 압박	X
Bayer	MR Compatible 펌프의 리콜 및 제품 내 자성 부품의 실제 환경에서 오류 지속		
Philips	ROIC가 나오지 않는 사업부 정리		
Iradimed	23년 모니터 매출 60% 증가, M/S 40% 달성		

출처: Edgar, 각 사, SMIC 5팀

도표 4-3. 초음파를 제외한 비자성 펌프의 한계



출처: FDA, 미국 특허청, SMIC 5팀

5. Valuation - Historical PER Method

5.1. 매출 추정

동사의 매출을 인퓨전 펌프, 모니터, 소모품, 서비스 및 기타로 나누어 추정하였다. 현재 동사는 기타 매출에 소모품을 포함하여 공시하고 있다. 그러나 소모품은 20~25% 내외의 유의미한 매출 비중을 차지하고 있어, 소모품 매출을 분리하여 추정하였다. 각 부문의 P와 Q를 Break down 하였으며, 상기 논의를 종합한 동사의 매출 추정 Table은 다음과 같다.

Final Revenue Estimate Table												
(U.S. Dollars in Thousands)	2022	2023	2024	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2025E	2026E	2027E	2028E	
Revenue	53,303	65,562	73,242	19,511	20,409	21,202	23,982	85,104	108,872	155,273	187,273	
	YoY(%)	27.5%	23.0%	11.7%	10.9%	13.8%	15.7%	23.7%	16.2%	27.9%	42.6%	20.6%
MRI Compatible IV Infusion Pumps	14,526	19,611	26,599	5,999	8,188	8,334	9,431	31,951	46,927	81,117	98,100	
	% of revenue	27.3%	29.9%	36.3%	30.7%	40.1%	39.3%	37.5%	43.1%	52.2%	52.4%	
MRI Compatible Vital Signs Monitors	21,722	25,415	24,412	6,545	5,944	6,872	7,945	27,307	31,196	35,496	39,578	
	% of revenue	40.8%	38.8%	33.3%	33.5%	29.1%	32.4%	32.1%	28.7%	22.9%	21.1%	
Disposables	11,993	14,752	15,381	4,947	4,204	4,131	4,741	18,023	22,925	30,836	41,770	
	% of revenue	22.5%	22.5%	21.0%	25.4%	20.6%	19.5%	21.2%	21.1%	19.9%	22.3%	
Others	5,062	5,785	6,851	2,020	2,074	1,865	1,865	7,824	7,824	7,824	7,824	
	% of revenue	9.5%	8.8%	9.4%	10.4%	10.2%	8.8%	9.2%	7.2%	5.0%	4.2%	

(1) MRI Compatible IV Infusion Pumps

동사의 펌프 매출은 [투자포인트]에 맞게 3860+와 3870 인퓨전 펌프로 나누어 추정하였다. 동사의 제품 특성상 해외 매출은 외부 영업업체의 실적에 따라 편차가 존재하며, 환율 등의 문제로 인해 국가별 ASP 및 Q의 엄밀한 추정이 불가능하다. 현재 미국 내 매출이 85.5%인데 26년 3870의 판매는 미국 내에서만 진행될 예정이라는 점에서 미국 매출 비중이 증가할 것이 가시화된다. 따라서 펌프의 ASP 및 Q의 추정은 제품별로만 나눠 진행하였다.

신제품의 출시에 따른 전환율은 Intuitive Surgical 사의 Da Vinci Si 모델에서 Xi 모델로의 전환 당시 전환율을 Proxy로 사용하였다. 3860+로의 전환은 FDA 승인 이후, 기존 모델 판매를 바로 중단했다는 점, 당시 동사가 비상장사로 관련 데이터가 부재하다는 점에서 Proxy로 삼기에는 부적합하다고 판단하였다. 따라서 산업의 유사성, 해당 기업의 독점력, 구체적인 데이터의 존재 등을 바탕으로 위 사례를 채택하였으며, 동사 Q 분배에 대한 추정은 [Appx. 1]에 첨부하였다.

3860+ 펌프의 P는 24년 ASP 값을 Flat 처리하였다. 현재 3860+의 P 인상은 기업의 직접적인 인상이 아닌, 국가별 매출 Mix 변화와 펌프 시스템 내 멀티 채널의 도입이 그 원인이다. 신제품의 출시와 함께 기존 제품의 P를 올릴 동기가 없다고 판단하여, P의 값을 Flat으로 추정하였다.

신제품의 25년, 26년 P는 동사 어닝콜에 따라 기존 제품의 ASP에서 14%를 인상하여 계산하였다. 본격적인 3870 펌프의 주문이 26년 2분기에 이루어질 점에서 26년까지는 가격이 유지될 것으로 판단하였다. 그 후, 27년, 28년 P에 관해서는 FDA 승인 이후, 본격적인 출시가 이루어졌던 동사 3860+ 펌프의 15년, 16년 P 인상률을 반영하였다. 동사는 과거 제품 출시 이후에도 추가 개발 및 제품 고도화를 진행함에 따라 P를 올렸으며, 이러한 추세가 이어질 것임을 반영했다.

4Q25의 각 제품 Q는 3Q25 어닝콜을 반영하였다. 12월부터 신제품 23대가 판매될 예정이며, 피드백을 통해 1Q26까지 제품을 개선할 예정이다. 3860의 경우, Backlog를 바탕으로 3Q25 판매량을 4Q25에 Flat 처리하였다. 미국 의료시장은 일반적으로 2분기 회계처리 마감으로 인해 3분기 Q가 감소하는 경향을 보이는데, 4분기 출하 증가 가능성이 높음에도 보수적으로 추정하였다.

총 펌프 Q의 증가율은 2Q26부터 동사 3860+ 펌프의 15년, 16년 Q YoY를 CAGR로 적용해 추정하였다. 전술하였듯이, 15년 FDA 승인 후 동사는 폭발적인 출하량 증가를 누릴 수 있었다. 다만 3860+의 사례에서는 판매 중단으로 인한 15년의 매출 폭증 후 16년에 출하량이 감소한 반면, 현재는 과거보다 완만하고 지속적인 성장이 기대된다는 차이가 있다. 따라서 이러한 차이를 해소하기 위해 연 환산 성장률을 활용하였다. 해당 성장률을 반영할 경우 27년 펌프 판매량은 1,595개가 되며, 동사의 2.5배 CAPA 증설이 정당화된다.

Estimated MRI Compatible IV Infusion Pumps Revenue											
(U.S Dollars in Thousands)	2022	2023	2024	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2025E	2026E	2027E	2028E
Revenue	14,526	19,611	26,599	5,999	8,188	8,334	9,431	31,951	46,927	81,117	98,100
YoY(%)	9.3%	35.0%	35.6%	15.5%	19.0%	19.9%	24.5%	20.1%	46.9%	72.9%	20.9%
3860+ MRI IV Infusion Pump	14,526	19,611	26,599	5,999	8,188	8,334	8,334	30,855	26,779	21,291	18,205
ASP (Dollars)	27,935	31,940	41,822	41,822	41,822	41,822	41,822	41,822	41,822	41,822	41,822
Q (Units)	520	614	636	143	196	199	199	738	640	509	435
% of revenue	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	88.4%	96.6%	57.1%	26.2%	18.6%
3870 MRI IV Infusion Pump							1,097	1,097	20,148	59,826	79,895
ASP (Dollars)							47,677	47,677	47,677	55,089	61,099
Q (Units)							23	23	423	1,086	1,308
% of revenue							11.6%	3.4%	42.9%	73.8%	81.4%

(2) MRI Compatible Vital Signs Monitors

ASP는 21년에서 24년의 연 환산 성장률인 5%를 매년 반영하여 추정하였다. 모니터의 경우, 출시 후 ASP 인상률, 어닝콜에서의 지속적인 가격 인상 언급을 바탕으로 ASP 증가가 지속될 것으로 판단했다. 동사 모니터의 ASP는 초기 출시 기간이 지나, 20년부터 ASP의 인상이 안정기로 접어들었다고 판단하여 해당 시기의 연 환산 인상률을 추후 기간 ASP 추정에 적용하였다.

모니터 판매량은 21년에서 23년 판매량 증가율에 75%를 할인하여 추정하였다. 현재 동사는 3870 펌프 전환 과정에서, 매출의 성장을 유지하기 위해 모니터 영업 및 마케팅을 중심으로 기업을 운영하고 있다. 따라서 그에 따른 판매량 증대가 기대되며, 이에 따라 Q 성장이 안정화된 21~23년의 증가율을 활용하였다. 할인율 75%를 사용한 이유로는 21년 증가율에서 75% 할인 시, 25년과 거의 일치해 25년 성장률에 과거 추세를 이용한 추정이 가능해지기 때문이다.

Estimated MRI Compatible Vital Signs Monitors Revenue											
(U.S Dollars in Thousands)	2022	2023	2024	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2025E	2026E	2027E	2028E
Revenue	21,722	25,415	24,412	6,545	5,944	6,872	7,945	27,307	31,196	35,496	39,578
YoY(%)	57.6%	17.0%	-3.9%	1.3%	9.1%	16.0%	20.9%	11.9%	14.2%	13.8%	11.5%
ASP (Dollars)	47,427	44,587	47,586	50,002	50,002	50,002	50,002	50,002	52,541	55,208	58,011
Q (Units)	458	570	513	131	119	137	159	546	594	643	682

(3) Disposables

소모품의 매출 추정에는 잔존 제품당 소모품 매출(P)*잔존 제품의 수(Q)의 논리로 사용하였다. 소모품에는 동사 펌프 전용 일회용 튜브 세트 등이 있으며, 소모품 매출은 동사 펌프와 모니터의 보급 현황과 상관관계를 갖고 있다. 소모품 매출은 일반적으로 매출의 20~25% 사이에서 일정하게 유지되는 경향성을 보인다. 따라서 본 서에서는 기존 소모품 매출에 시중에서 사용 중인 수명 펌프 및 모니터 수를 바탕으로 P를 역산한 후, 이를 미래의 매출을 산출하는 데 반영했다.

시장에 잔존하는 제품 수를 구할 때는 동사 제품의 수명을 7년으로 추정하였다. 추정의 논리는 동사의 7년 이상 된 펌프에 대한 유지보수 중단 정책을 근거로 하였다. 따라서 제품의 수명에 대한 동사의 관점은 7년임을 파악할 수 있으며, 해당 정책에 따른 Q 증가가 유의미했다는 점에서 동사 제품의 수명이 7년에 근접하다고 추정하였다.

수명을 7년으로 추정된 후, 시장에 잔존하는 제품의 수는 분기별 제품 출하량을 산출하여 추정하였다. 동사 10-Q에서는 분기별 제품의 출하량 및 ASP를 제공하고 있다. 따라서 4Q의 경우, 1Q에서 3Q의 값을 통해 역산하여 산출하였으며, 잔존 제품의 수는 매 분기별로 수명 만료 제품을 차감하고, 신규 출하량을 가산하여 추정하였다.

25년 이후 잔존 제품의 수는 앞서 제품별 추정 논리에 따라 추정하였다. 27년, 28년 Q의 추정치가 급증하는 이유는 27년에 수명이 만료되는 제품들은 팬데믹 시기 출하된 제품으로 그 수가 적지만, 27년 신규 출하량은 제품 교체 수요로 수가 크기 때문이다. 따라서 소모품 매출은 27년, 28년에 잔존 제품 수의 증가로 연쇄적인 Q 상승이 기대됨을 추정에 반영하였다.

과거 잔존 제품당 소모품 매출(P)은 기존 소모품 매출을 잔존 제품 수로 나눠 역산해 추정하였다. 동사는 2023년까지 소모품을 다른 기타 사항에 포함하여 공시하였으나, 1Q24부터 10-Q에 소모품 매출을 별도로 공시하기 시작하였다. 그 결과, 동사의 1Q24부터 3Q24의 소모품 매출 비중은 21%로 일정하게 유지되었다. 따라서 P 추정의 기준점이 되는 2024년 잔존 제품당 소모품 매출은 24년 총매출*21% 값에 잔존 제품 수로 나누어 역산하였다.

잔존 제품당 소모품 P 인상률은 최근 3년 P 인상률의 평균인 13%를 인상하여 추정하였다. 동사 펌프는 안전상 동사 소모품만 사용하여 만들어 P 인상의 결정권은 동사에게 있게 한다. 그에 따라 소모품 P 인상률 역시 안정적으로 오르고 있다는 점에서 3년 평균 인상률로 추정하였다.

Estimated Disposables Revenue											
(U.S Dollars in Thousands)	2022	2023	2024	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2025E	2026E	2027E	2028E
Revenue	11,993	14,752	15,381	4,947	4,204	4,131	4,741	18,023	22,925	30,836	41,770
YoY(%)	27.5%	23.0%	4.3%	23.2%	13.7%	12.0%	19.1%	17.2%	27.2%	34.5%	35.5%
잔존 수명 펌프 수(개)			3,332	3,367	3,440	3,528	3,619	3,619	4,182	5,262	6,726
잔존 수명 모니터 수(개)			2,674	2,772	2,846	2,936	3,034	3,034	3,302	3,641	3,940
잔존 장치 당 Disposables 매출(Dollars)			2,561	806	669	639	713	2,709	3,063	3,464	3,916

(4) Others

기타 매출은 강자성 검출 시스템(FMD), 유지 보수 계약, 서비스 및 기타로 구분된다. 강자성 검출 시스템은 MRI실 출입 전 환자가 강자성체를 지니고 있는지 감지하는 장치로, 22년 출시 이후 매출이 지속적으로 증가하고 있는 제품이다. 본서에서는 동사의 FMD가 펌프 등 타제품과는 달리 후발주자로서 독점력을 보유하지 않아 다른 제품을 Proxy로 삼는 것은 부적합하다고 판단하였으며, 이에 25년 예상 매출로 이후 연도를 Flat 처리하였다. 4Q25의 매출은 3860 펌프와 동일한 논리로 3Q24의 숫자를 Flat 처리하였다. FMD의 Flat 처리는 신규 제품의 성장성을 보았을 때 보수적인 추정이나, 매출 비중이 미미하다는 점에서 Flat 처리하였다.

유지 보수 계약은 매출액, 유지 보수 계약 잔액과 직접적으로 연동되지 않아 합리적인 추정이 불가능하다. 다만, 최근 15분기의 유지 보수 계약의 수익 인식 금액이 일정하다는 점에서 3Q25의 수익 인식 금액을 4Q에 적용한 후, 25년 매출로 이후 추정 기간을 Flat 처리하였다. Services and other는 매출 비중이 미미하며, 연도별 편차가 발생할 수 있어 합리적인 추정이 어렵다. 따라서 유지보수 계약과 매출을 산출한 후, 이후 추정 기간에 Flat 처리하였다.

Estimated Others Revenue											
(U.S Dollars in Thousands)	2022	2023	2024	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2025E	2026E	2027E	2028E
Revenue	5,062	5,785	6,851	2,020	2,074	1,865	1,865	7,824	7,824	7,824	7,824
YoY(%)	-5.1%	14.3%	18.4%	4.7%	9.0%	6.1%	47.9%	14.2%	0.0%	0.0%	0.0%
Ferromagnetic Detection Systems	257	945	910	418	482	378	378	1,656	1,656	1,656	1,656
Amortization of maintenance	2,176	2,013	2,249	560	592	613	613	2,379	2,379	2,379	2,379
Services and other	2,629	2,827	3,692	1,041	999	874	874	3,789	3,789	3,789	3,789

5.2. 비용 추정

(1) Cost of Revenue Estimation

Estimated Cost of Revenue											
(U.S. Dollars in Thousands)	2022	2023	2024	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2025E	2026E	2027E	2028E
Revenue	53,303	65,562	73,242	19,511	20,409	21,202	23,982	85,104	108,872	155,273	187,273
	YoY(%)	27.5%	23.0%	11.7%	10.9%	13.8%	15.7%	23.7%	16.2%	27.9%	42.6%
Cost of Revenue	12,021	15,404	16,892	4,668	4,454	4,708	5,320	19,150	22,118	27,017	31,953
	COR Ratio(%)	22.6%	23.5%	23.1%	23.9%	21.8%	22.2%	22.5%	20.3%	17.4%	17.1%
	GPM(%)	77.4%	76.5%	76.9%	76.1%	78.2%	77.8%	77.8%	77.5%	79.7%	82.6%

동사는 10-K와 10-Q 등 공시를 통해 매출원가의 세부 내역을 공시하지 않는다. 따라서 과거 추이를 활용하여 비용을 추정하는 것이 최선의 방법이다. 이때 26년부터 본격적으로 판매될 3870 펌프로 인한 증익을 담아내기 위해 3860+ 펌프가 출시되었던 10년 전의 상황을 살펴보자.

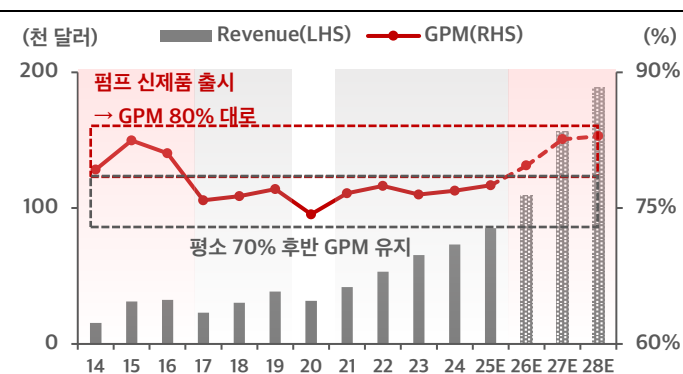
신제품인 3860+ 펌프가 본격적으로 판매된 것은 1Q15부터였다. 3870 펌프는 3Q26부터 본격적으로 판매될 것이므로, 상황적 유사성이 매우 높다. 다만 두 분기의 시차가 있음을 고려하여, 3Q14 ~ 2Q15를 2026년에, 3Q15 ~ 2Q16을 2027년에 대응시켜 추정하였다. 이는 2016년 하반기부터 2017년을 대비한 재고 축적 효과도 제거할 수 있어 합리적이라 판단한다.

2017년은 전술한 것처럼 특이사항이 있던 연도로 2028년 GPM 추정에 사용하지 못한다. 이에 2028년은 70% 후반에서 일정하던 GPM 추이를 반영하여 추정하였다. 지금까지 공시된 동사의 모든 매출액과 CoR의 회귀분석 결과, 결정계수 0.97로 매우 높아 합리적이라 판단한다.

트럼프 정부의 강력한 대중 관세로 인한 CoR의 부담을 걱정할 수 있다. 동사는 어닝콜에서 CoR에서 중국과 연관된 BOM 비용은 수익의 3%이며, 대중 관세가 145%로 유지될 경우 1.35%p 상승하나, 관세 영향을 최대한 제거하기 위해 노력 중이라 말하였다. 전술한 것처럼 동사의 제품 특성 상 원재료에 대해 가격 협상력이 동사에 있으므로 추가적인 이익 하락을 반영하지 않았다.

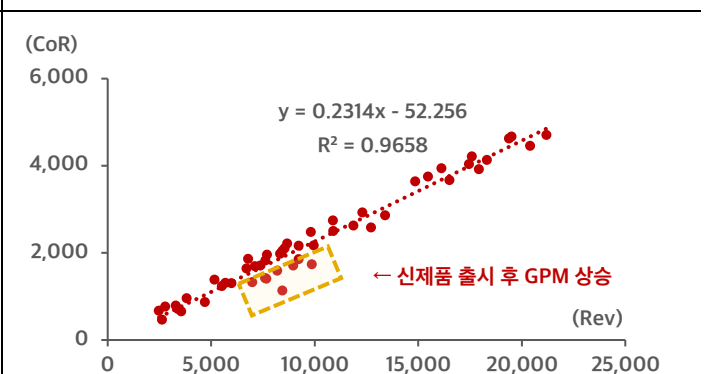
추정한 GPM이 80%를 상회하는 것에 대해 의문을 가질 수 있으나, 실현 가능한 이유는 다음과 같다. ① 역사적으로 GPM이 가장 높았던 시기에는 86.5%였다. 분석에서 추정한 80% 초반의 GPM은 과거를 돌아보았을 때 실현 가능성이 매우 높으며, 오히려 상회할 가능성도 충분하다. ② 16년에 GPM이 소폭 하락한 것은 17년에 FDA 통과를 예상하고 2H16부터 선제적으로 재고를 축적했기 때문이다. 28년까지는 동사의 신제품 출시가 예정된 것이 없어 과거와 같은 실수가 되풀이될 가능성이 존재하지 않는다. ③ 제품별로 추정한 GPM과 추정한 전사 GPM 간 괴리율은 최대 0.7%에 불과하여 합리적이라 판단한다. 상세 논리는 [Appx.2]에 첨부하였다.

도표 5-1. 펌프 신제품 출시에 따른 매출액 및 GPM 추이



출처: Edgar, SMIC 5팀

도표 5-2. Rev - CoR 회귀분석



출처: Edgar, SMIC 5팀

(2) Total Operating Expenses Estimation

Estimated Total Operating Expenses												
(U.S. Dollars in Thousands)	2022	2023	2024	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2025E	2026E	2027E	2028E	
Revenue	53,303	65,562	73,242	19,511	20,409	21,202	23,982	85,104	108,872	155,273	187,273	
	YoY(%)	27.5%	23.0%	11.7%	10.9%	13.8%	15.7%	23.7%	16.2%	27.9%	42.6%	20.6%
Total Operating Expenses	25,655	30,123	34,385	9,411	9,167	9,661	10,928	39,167	49,927	68,857	81,551	
	OE Ratio(%)	48.1%	45.9%	46.9%	48.2%	44.9%	45.6%	45.6%	46.0%	45.9%	44.3%	43.5%
	OPM(%)	29.3%	30.6%	30.0%	27.8%	33.3%	32.2%	32.3%	31.5%	33.8%	38.3%	39.4%
General and administrative	10,697	15,122	15,937	4,611	4,280	4,356	4,642	17,888	22,366	31,530	37,583	
	% of revenue	20.1%	23.1%	21.8%	23.6%	21.0%	20.5%	19.4%	21.0%	20.5%	20.3%	20.1%
Sales and marketing	12,680	12,142	15,616	4,176	4,010	4,631	5,685	18,501	24,783	34,550	41,191	
	% of revenue	23.8%	18.5%	21.3%	21.4%	19.6%	21.8%	23.7%	21.7%	22.8%	22.3%	22.0%
Research and development	2,278	2,859	2,832	624	877	674	601	2,777	2,777	2,777	2,777	
	% of revenue	4.3%	4.4%	3.9%	3.2%	4.3%	3.2%	2.5%	3.3%	2.6%	1.8%	1.5%

Operating Expenses에 대해서도 동사는 세 가지 항목으로만 나누어서 공시하고 있다. 각 항목 모두 기존 추이를 반영하여 추정하되, 동사의 상황을 고려하여 추정하였다. General and administrative cost는 1Q24 ~ 3Q24 대비 1Q25 ~ 3Q25의 % of revenue 비율 차이를 4Q24와 4Q25에 적용하였으며, 이후에는 3870 mix 증가를 반영하여 점진적으로 감소한다고 추정하였다.

Sales and marketing cost는 3870 출시 전 모니터 마케팅의 증가를 반영하여 앞선 방식처럼 4Q25를 추정하였다. 이후 26년에 3870을 출시한 후 초기 마케팅 비용을 반영하기 위해 % of revenue를 증가시켰으며, 이후 판매가 안정됨에 따라 점진적으로 감소한다고 추정하였다. 이때 병원에 마케팅을 하는 것이 동사의 판매전략 상 중요함을 고려하여 보수적으로 추정하였다.

Research and development cost는 3870 신제품 개발이 끝났으며, 모니터 또한 3880 이후 신제품에 대한 계획이 없는 상황임을 반영하여 추가적인 비용 증가가 없을 것이라 판단하였다. 앞선 방식과 같이 추정한 4Q25 비용과 25E 비용을 이후에도 flat 처리하여 추정하였다.

(3) Other Income Estimation

Estimated Other Income											
(U.S. Dollars in Thousands)	2022	2023	2024	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2025E	2026E	2027E	2028E
Other Income, net	553	1,703	2,311	514	539	464	379	1,896	1,896	1,961	1,899
Interest income	582	1,864	2,193	527	552	475	402	1,957	2,005	2,051	2,004
Foreign currency exchange income	(37)	(149)	(43)	(30)	(31)	(27)	(22)	(109)	(100)	(84)	(98)
Disposal of assets	8	(12)	(4)	(2)	(2)	(2)	(2)	(9)	(8)	(7)	(8)
Other miscellaneous income	-	-	164	19	20	17	-	57	-	-	-

Other Income은 네 가지 항목으로 구성되어 있다. 이또한 세부 내역을 공시하지 않아, 이전 3개년 간 Other Income 내에서 차지하는 비중을 토대로 추정하였다. 이때 동사는 무차입 경영 상태로 이자부부채와 이자비용이 존재하지 않는다. Interest Income은 3Q25부터 펀드 투자로부터의 이자금 수취가 감소함에 따라 이후에도 해당 추이를 반영하였다. 이외 합리적인 추정이 불가능한 항목들에 대해서는 3y moving avg 또는 0 flat 처리하였다.

(4) Income Taxes Estimation

Estimated Income Tax Expense											
(U.S. Dollars in Thousands)	2022	2023	2024	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2025E	2026E	2027E	2028E
Income before provision for income taxes	16,181	21,738	24,275	5,945	7,327	7,298	8,114	28,684	38,723	61,358	75,667
Provision for income tax expense	3,352	4,545	5,041	1,258	1,553	1,721	1,783	6,316	8,526	13,510	16,661
	Effective Tax Rate(%)	20.7%	20.9%	20.8%	21.2%	21.2%	23.6%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%

IRMD가 있는 플로리다는 법인세율 21%와 주 지방세율 5.5%를 합산하여 이론적으로 25.3%의 법인세율을 갖는다. 하지만 동사의 기존 유효법인세율은 이와 괴리가 있는데, 이는 연구개발 세액공제 혜택을 받아왔기 때문이다. 앞으로도 일정 금액의 Research and development cost 사용이 예상되므로, 1Q25 ~ 3Q25의 유효법인세율 22%가 이후에도 유지될 것이라 추정하였다.

(5) Estimated Income Statement

Estimated Income Statement												
(U.S. Dollars in Thousands)	2022	2023	2024	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2025E	2026E	2027E	2028E	
Revenue	53,303	65,562	73,242	19,511	20,409	21,202	23,982	85,104	108,872	155,273	187,273	
	YoY(%)	27.5%	23.0%	11.7%	10.9%	13.8%	15.7%	23.7%	16.2%	27.9%	42.6%	20.6%
Cost of Revenue	12,021	15,404	16,892	4,668	4,454	4,708	5,320	19,150	22,118	27,017	31,953	
Gross Profit	41,282	50,158	56,350	14,843	15,955	16,494	18,663	65,955	86,753	128,255	155,319	
	GPM(%)	77.4%	76.5%	76.9%	76.1%	78.2%	77.8%	77.5%	79.7%	82.6%	82.9%	
Total Operating Expenses	25,655	30,123	34,385	9,411	9,167	9,661	10,928	39,167	49,927	68,857	81,551	
Operating Profit	15,628	20,035	21,965	5,431	6,788	6,834	7,735	26,788	36,827	59,398	73,768	
	OPM(%)	29.3%	30.6%	30.0%	27.8%	33.3%	32.2%	32.3%	31.5%	33.8%	38.3%	39.4%
Other Income, net	553	1,703	2,311	514	539	464	379	1,896	1,896	1,961	1,899	
Income before provision for income taxes	16,181	21,738	24,275	5,945	7,327	7,298	8,114	28,684	38,723	61,358	75,667	
Provision for income tax expense	3,352	4,545	5,041	1,258	1,553	1,721	1,783	6,316	8,526	13,510	16,661	
Net Income	12,828	17,193	19,234	4,687	5,774	5,577	6,330	22,368	30,197	47,848	59,006	
	NPM(%)	24.1%	26.2%	26.3%	24.0%	28.3%	26.3%	26.4%	26.3%	27.7%	30.8%	31.5%

상기 논의를 종합한 동사의 최종 Estimated Income Statement이다. 추정 기간은 28E까지이나, 전술한 것처럼 이후에도 꾸준한 성장이 동반될 것이라 판단한다.

5.3. Valuation - Historical PER Method

(1) Why PER Method?

본서의 논지에 따라 동사의 가치를 평가하는 방법으로 PER Method를 선택하였다. PER Method는 ① 3870 인퓨전 펌프 신제품 출시로 인한 증익을 잘 반영할 수 있으며, ② 강력한 해자를 바탕으로 앞으로도 지속될 꾸준한 성장을 평가하기에도 적절하기 때문이다. 또한 ③ 순자산을 바탕으로 한 BM 혹은 사이클 산업도 아니며, 자본집약적 구조로 순자산의 가치가 중요한 기업도 아니므로 PBR을 사용할 이유가 없다. 마지막으로 ④ 이자손익 등 영업외손익이 크지 않으며, 감가상각비나 CapEx 또한 미미하기에 굳이 EV/EBITDA를 사용해야 할 이유도 없다.

(2) Why Historical PER Method?

Historical PER Method가 적합한 이유는 다음과 같다. ① 신제품 출시로 인한 증익은 동사가 이미 마주했던 과거에도 있었으며, ② 그때 당시와 사업의 내용 혹은 제품 mix, 전방, 이익률 등 모든 측면에서 바뀐 것이 거의 없다. 즉, 상황적 유사성이 높은 과거가 이미 존재한다. ③ 동사의 주가 역시 특수한 상황이었던 2017년과 2020년을 제외하면 증익과 함께 상승해왔으며, 이에 따라 동사의 Forward PER 역시 대부분의 상황에서 일정 범위에서 벗어나지 않았다.

Peer Multiple이 적합하지 않은 이유는 다음과 같다. ① MRI IV 인퓨전 펌프 시장은 니치 마켓으로, 이 산업에서 비자성 펌프를 하는 player는 동사가 유일하다. ② 비자성 펌프가 아닌 다른 peer를 보더라도, pure player 상장사가 없다. 즉, multiple을 가져올 마땅한 peer가 없다. 최고의 peer는 동사 스스로인데, 과거와 상황이 변하지 않았음에도 peer multiple을 차용할 이유가 없다.

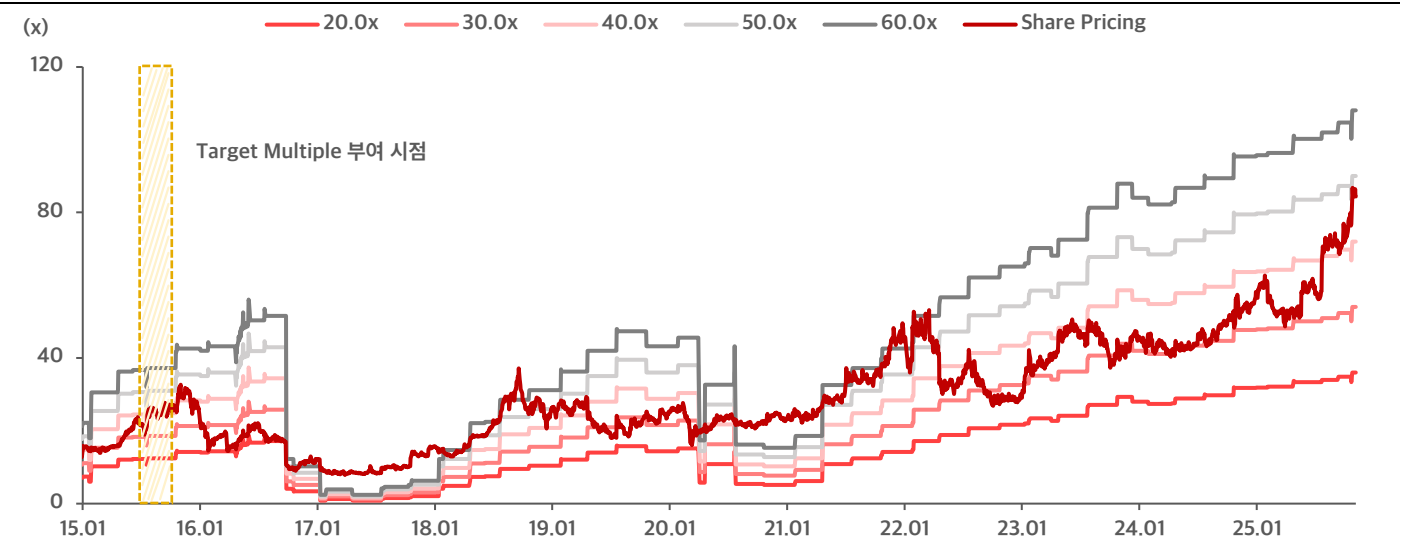
(3) Target Multiple

본서는 동사의 3Q15 평균 Forward PER 38.9x를 Target Multiple로 제시한다. 3Q15는 1Q15부터 본격적으로 판매를 시작한 3860+ 펌프의 재고이연 물량 효과가 상대적으로 제거된 성장기이다. 또한 이 시기부터 기존 제품인 3860의 비중이 사라졌다. 즉, 3860+ 펌프의 판매량이 3870 펌프의 판매량보다 많은 2026년과 달리, 2027년은 3870 펌프의 mix가 3860+의 mix를 압도하기 시작한다는 점에서 3Q15와 유사성이 높다. 이때는 제품 mix의 변화로 이익률 또한 고점에 근접한 시기일 것이다. mix 변화에 따른 이익률에서도 2027년은 과거 3Q15와 매우 닮아있다.

또한 1Q15, 2Q15처럼 3Q26, 4Q26에 신제품 출시로 인한 증익을 확인한 후라는 점에서도 유사하다. 증익 모멘텀을 확인하기 전인 상반기에 비해 확인한 후인 하반기의 멀티플 상향이 이루어졌다는 점을 고려하면, 증익 확인 직후의 멀티플 상향 시기인 3Q15가 2027년과 유사성이 높다.

특이사항에 따라 이익이 급감했던 2017년과 2020년을 제외한 모든 시기에 30x 이상의 멀티플을 받아온 동사의 Historical PER Band를 보면 무리한 target multiple이 아님을 알 수 있다. 2015년부터 지금까지의 Historical PER Band는 다음과 같다.

도표 5-3. Historical PER Band



출처: Capital IQ, SMIC 5팀

동사의 10-K, 10-Q, IR 자료 상 따로 확인 가능한 RSU 등 주식보상 정책은 확인되지 않았다. 또한 CapEx 투자를 거의 하지 않던 과거 기조를 보아, 이미 증설을 끝낸 후인 현 상황에서 증자를 통한 자본 조달 가능성도 없다고 판단한다. 무엇보다 동사는 무차입 경영 기조에 따라 풍부한 현금성자산을 보유하고 있고, 훌륭한 현금흐름을 가지고 있다. 따라서 현재 기준의 유통주식 수를 Target Price 도출에 사용하였다.

(4) Earning Surprise!

Target Price를 도출하기 전, 짧은 시계열에서 동사의 주가는 어떨까? 전술한 것처럼 동사의 주가 driver는 펀더멘털이며, 실적발표 날에 주가가 급등하는 경우가 많다. 이는 ① 컨센서스 또는 가이드언스를 상회하는 실적을 발표하는 것과 ② 향후 가이드언스를 상향 조정하는 것이라는 두 가지 이유에 따른다. 본서의 논지에 따라 26년 3월에 있을 25년 연간 실적발표에 주목해보자.

우선 ① 가이드언스를 상회하는 어닝 서프라이즈 실적이 나올 수 있을까? 동사가 제시한 가이드언스 상단은 4Q25 매출액 2,250만 달러, EPS 0.47달러로, 연간 실적으로는 매출액 8,350만 달러, EPS 1.72 달러이다. 본서에서 추정된 동사의 4Q25 매출액 2,403만 달러, EPS 0.50달러이다. 즉, 25년 실적발표에서 연간 매출액은 2.0%, EPS는 2.4%만큼 가이드언스를 상회할 것이라 주장한다.

그렇다면 ② 본서의 투자포인트가 시작되는 2026년의 가이드언스는 상향 조정될까? 동사는 2026년 실적에 대해 구체적인 가이드언스를 아직 제공하지 않았으나, 대략적으로 매출액 1억 달러를 상회할 것이라고 어닝콜에서 언급하였다. 이는 실적발표에서 무조건 상향 조정될 것이다.

본서에서 추정된 2026E 매출액은 1억 892만 달러, Diluted EPS는 2.38달러이다. 본서의 투자포인트가 실현되면, 현재 동사가 대략적으로 제시한 연간 매출액 가이드언스를 8.9% 상회하게 된다. 물론 이정도까지 바로 가이드언스를 상회하지는 않을 것이다. 1Q26E, 2Q26E에 3870 펌프 주문을 받으며 분기 실적발표마다 점진적으로 가이드언스를 상향 조정할 가능성이 높다.

26E Diluted EPS에 멀티플을 부여하는 것은 실현 시점을 26년 초로 보는 것이다. 약 한 달 뒤면 실현될 26E Target Price는 26E Diluted EPS 2.38달러에 최근 3달 평균 Fwd PER 43.1x를 곱한 102달러로, 17%의 Upside를 갖는다. 이는 멀티플이 아니라 순전히 투자포인트에 따른 EPS 상승만으로 도출된 것이다. 한 달에 17%, 단기적으로도 동사의 주가는 매우 좋을 것이다.

(5) Target Price

상기 논의를 종합하여 2027E Diluted EPS \$ 3.76에 Target Multiple 38.9x를 곱한 Target Price \$ 146, Upside 67%, 투자 의견 BUY를 제시한다.

본서에서 제시한 목표주가는 27E Diluted EPS를 기반으로, 약 1년 뒤인 27년 초를 실현시점으로 한다. 지방소득세를 포함한 해외주식 양도세율 22%를 감안하더라도, 세후 IRR 52.5%를 기대할 수 있는 것이다. 동사는 지금도, 1년 뒤에도, 10년 뒤에도 계속 앞으로 나아갈 것이다. 본서에서는 투자자들에게 [1. Intro]에서 전술했던 것처럼 장기 우상향하는 마음 편한 롱 포지션 선택지로 Just keep going, Must long을 제안한다.

Valuation - Historical PER Method (2027E)

2027E Net Income (U.S. Dollars in Thousands)	47,848
Common Shares Outstanding (Units)	12,709,860
2027E EPS (USD)	3.76
Target PER Multiple (x)	38.9x
Target Price per Share (USD)	146
Current Price per Share (USD)	87.51
Upside (%)	67.2%

Valuation - PER Method (2026E)

2026E Net Income (U.S. Dollars in Thousands)	30,209
Common Shares Outstanding (Units)	12,709,860
2026E EPS (USD)	2.38
Target PER Multiple (x)	43.1x
Target Price per Share (USD)	102
Current Price per Share (USD)	87.51
Upside (%)	16.9%

Appendix

Appx 1. 동사 펌프 Q 출하량 추이 및 전환율

Intuitive Surgical 제품 전환율 데이터				
(출하량)	2013	2014	2015	2016
Da Vinci Si	540	215	136	129
Da Vinci Xi	-	206	355	407
Xi 모델 비율	0.0%	48.9%	72.3%	75.9%

동사 펌프 전환율 추정				
(%)	2025E	2026E	2027E	2028E
3860+ 펌프	89.7%	60.2%	31.9%	25.0%
3870 펌프	10.3%	39.8%	68.1%	75.0%

동사 펌프 Q 출하량 추정													
(출하량)	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	1Q27	2Q27	3Q27	4Q27	1Q28	2Q28	3Q28	4Q28
3860+ 펌프	199	199	147	147	147	147	121	121	121	121	105	105	105
3870 펌프	23	-	141	141	141	141	315	315	315	315	331	331	331

Appx.2. 제품별 GPM 추정 및 전사 GPM과의 괴리율 추정

Estimated Cost of Revenue by Types				
(U.S. Dollars in Thousands)	2025E	2026E	2027E	2028E
Total Revenue	85,104	108,872	155,273	187,273
Cost of Revenue	19,150	22,118	27,017	31,953
GPM(%)	77.5%	79.7%	82.6%	82.9%
3860+ Infusion Pump	30,855	26,779	21,291	18,205
<i>% of revenue</i>	36.3%	24.6%	13.7%	9.7%
Cost of Revenue	6,788	5,891	4,684	4,005
<i>Estimated GPM(%)</i>	78.0%	78.0%	78.0%	78.0%
3870 IV Infusion Pump	1,097	20,148	59,826	79,895
<i>% of revenue</i>	1.3%	18.5%	38.5%	42.7%
Cost of Revenue	181	3,332	8,897	11,541
<i>Estimated GPM(%)</i>	83.5%	83.5%	85.1%	85.6%
Others	53,153	61,945	74,155	89,172
<i>% of revenue</i>	62.5%	56.9%	47.8%	47.6%
Cost of Revenue	11,694	12,661	13,387	15,733
<i>Estimated GPM(%)</i>	78.0%	79.6%	81.9%	82.4%
<i>Avg GPM(%)</i>	78.1%	79.9%	82.6%	83.3%
GP Disparity Ratio(%)	0.7%	0.3%	0.0%	0.4%

Appx 3. Balance Sheets

Balance Sheets				
(U.S. Dollars in Thousands)	2022	2023	2024	3Q25
Assets	85,514	92,156	98,326	114,722
Current Assets	77,490	76,001	75,242	84,919
Cash and Cash Equivalents	57,961	49,762	52,234	56,526
Accounts Receivable	13,275	12,224	10,557	13,858
Inventory	5,369	12,821	10,402	11,735
Prepaid Expense	631	1,193	2,050	1,097
Other Current Assets	254 -	-	-	1,702
Non-Current Assets	8,024	16,155	23,084	29,803
Property, Plant & Equipment	4,605	11,332	16,965	23,792
Other Intangibles	2,069	2,519	3,099	3,373
Deffered Tax Assets	701	2,123	2,820	2,637
Other Long Term Assets	649	181	199	0
Liabilities	11,841	20,736	11,507	16,370
Current Liabilities	8,554	16,327	8,512	12,797
Accounts Payable	1,799	1,857	1,896	2,333
Accrued Exp.	2,872	2,878	3,935	4,367
Unearned Revenue, Current	3,373	2,570	2,260	3,158
Other Current Liabilities	509	9,021	422	2,938
Non-Current Liabilities	3,287	4,409	2,995	3,573
Long-Term Leases	1,912	1,615	1	0
Unearned Revenue, Non-Current	1,375	2,794	2,993	3,573
Stockholders' Equity	73,673	71,420	86,819	98,352
Common Stock	1	1	1	1
Additional Paid In Capital	26,407	28,161	30,027	32,008
Retained Earnings	47,264	43,258	56,791	66,343
Total Liabilities and Stockholders' Equity	85,514	92,156	98,326	114,722

Appx 4. Statements of Cashflows

Statement of Cash flow				
(U.S. Dollars in Thousands)	2022	2023	2024	3Q25
Cash Flows from Operating Activities	10,043	13,465	25,624	19,025
Net Income	12,828	17,193	19,234	16,038
Depreciation & Amort.	570	648	586	526
Amort. of Goodwill and Intangibles	101	117	232	259
(Gain) Loss From Sale Of Assets	(10)	13	4	34
Stock-Based Compensation	1,394	2,187	2,525	2,223
Provision & Write-off of Bad debts	103	208	(95)	(83)
Other Operating Activities	113	(991)	(610)	425
Change in Acc. Receivable	(8,241)	842	1,762	(3,218)
Change In Inventories	(1,309)	(7,468)	3,126	(1,431)
Change in Acc. Payable	1,125	(216)	(862)	437
Change in Unearned Rev.	531	616	(111)	1,478
Change in Inc. Taxes	3,052	254	(786)	1,635
Change in Other Net Operating Assets	(215)	63	620	702
Cash Flows from Investing Activities	(1,375)	(8,007)	(8,817)	(8,005)
Capital Expenditure	(823)	(7,441)	(8,005)	(7,471)
Sale (Purchase) of Intangible assets	(1,052)	(567)	(812)	(534)
Invest. in Marketable & Equity Secur.	500 -	-	-	-
Cash Flows from Financing Activities	(12,706)	(13,656)	(14,336)	(6,728)
Issuance of Common Stock	147	177	30	0
Repurchase of Common Stock	(294)	(610)	(688)	(242)
Total Dbet Issued	0	0	0	0
Common Dividends Paid	(12,559)	(13,223)	(13,677)	(6,486)
Net Increase Cash and Cash Equivalents	(4,039)	(8,199)	2,472	4,293
Cash, Cash Equivalents at the Beginning of the Period	62,000	57,961	49,762	52,234
Cash, Cash Equivalents at the End of the Period	57,961	49,762	52,234	56,526

Notice.

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자 시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 그리고 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.