



| 의료 AI |

씨어스테크놀로지 (458870.KQ)

나는 thynC™한다, 고로 존재한다.

3Q25 Review: 당사는 3Q25 매출액 157억 원(YoY +1,500%), 영업이익 68억 원(QoQ +357%)을 기록하며 컨센서스를 대폭 상회하는 어닝 서프라이즈를 실현했다. 핵심 성장원인 씽크 부문이 전사 실적을 견인하며 외형 성장과 동시에 수익성 개선을 달성했고, 창사 이래 최대 분기 실적과 함께 국내 의료 AI 기업 중 최초로 연간 흑전을 달성했다.

[Investment Point 1] thynC™

'27E 씽크(thynC™) 부문 매출액 1,234억 원(YoY +28%)을 전망한다. 씽크는 중환자실을 넘어 블루오션인 일반병동까지 확장되며 병동 단위의 Q를 확보했다. 게다가 '25년 2월 EX871 수가 확보로 일반병동이 비용 센터에서 연간 병상당 2,600만 원을 창출하는 수익 센터로 전환되었으며, EX871-E6544-E7230 3종 수가와 '25년 하반기 예정된 E6548 수가 확보는 폭발적 처방(Q) 증가를 재현할 촉매제가 될 것으로 기대된다. 아울러, 11명으로 확충된 엔지니어 조직을 기반으로 설치 병목이 해소되면서 수주 잔고가 즉각 매출로 전환될 수 있으며, 6~12개월 주기의 소모품 반복 매출과 결합해 동사의 외형 성장과 수익성 개선은 이제 시작에 불과하다.

[Investment Point 2] mobiCARE™

'27년 모비케어 부문 매출액은 341억 원(YoY +195%)을 전망한다. 이러한 가파른 실적 성장의 근간에는 건강보험 수가 체계 개편이라는 호재가 자리한다. 최대 14일까지 가능한 장기 연속 검사 수가 신설은 단순한 검사 기간 연장을 넘어, 의료진에게는 확실한 진단 도구를, 병원에는 진료비 외 기술회차 이익이라는 확정적 수익 모델을 제공한다. 특히 동사의 비즈니스 모델은 병원이 초기 투자 부담 없이 즉시 매출을 창출할 수 있게 하여 강력한 유인으로 작용한다. 이에 더해 가격 유연성이 높은 비급여 스크리닝 시장 진출과 중동·미국 등 글로벌 확장이 더해지며, 동사의 매출 구조 다변화와 이익 개선을 동시에 견인할 것으로 판단한다.

[Valuation] Historical Peer PER Valuation

동사의 가치평가 방식으로 Historical Peer PER 방식을 채택했으며, Peer 그룹에는 쇼크웨이브 메디컬(SWAV.NASDAQ)을 선정했다. 이에 목표주가 216,000원, 상승 여력 60%, 투자 의견 Buy를 제시한다.

Investment Fundamentals

FYE Dec	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
매출액	19	81	513	1,003	1,575
영업이익	-98	-87	171	390	694
당기순이익	-99	-89	139	315	556
EPS	-905	-752	1,095	2,485	4,387
PER	N/A	N/A	123	54	31
PBR	N/A	6.16	48.5	25.6	14
OPM	-515	-107	38.5	33.9	38.1
ROE	-75.94	-39.23	50.4	63.9	47.6

(억원 원 % 배)

투자 의견 BUY

목표주가 216,000

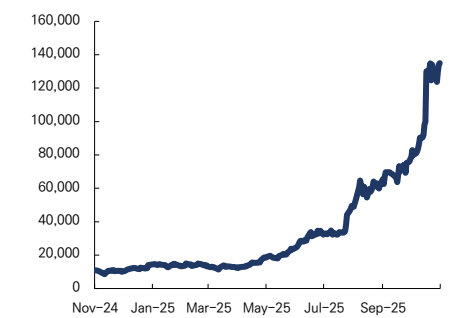
현재주가(11.28) 135,000

상승 여력 60%

Stock Data

KOSPI(11/28)	3926.59
KOSDAQ(11/28)	912.67
시가총액	1조 7,099억 원
발행주식수(주)	12,665,880주
52주 최고/최저(₩)	139,600원/8,570원
배당수익률(%)	N/A
주요주주(%)	이영신(외 4인) 28.30%
	변동준 5.62%
주가상승률(%)	1개월 73.5% 6개월 632.1% 12개월 1,130.6%

Stock Price



Research Team 3

팀장	40기 이의준	dmlwns1717@gmail.com
팀원	40기 고명은	myeongeun3786@gmail.com
	40기 배서윤	syunlux@gmail.com
	41기 염도규	terry0506050@naver.com
	41기 정재웅	dost1@naver.com
	41기 정준영	xoondud@naver.com

CONTENTS

I . Industry Analysis	1
II . Company Overview	4
III . Investment Point	7
1. thynC™	7
2. mobiCARE™	12
IV . Valuation	13
V . Estimation Logic	14

I. Industry Analysis

국내 헬스케어 타임라인

의료 AI 수요의 확대: 고령화 및 병원

고령화로 인한 환자의 리스크
→ 입원·퇴원 전후의 관리

환자는 늘어나,
지속적으로 간호사 수는 감소

병원이 인력 부담을
최소화할 수 있는 해답
= 의료 AI

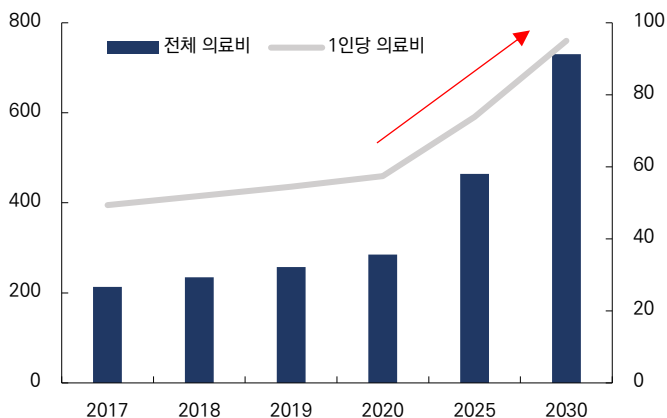
현재 의료 AI 산업은 AI 기술의 발전과 불가항력적인 인구 구조, 열악한 병원 현장의 현실로 인해 주목할 필요가 있다. 한국을 포함한 주요 국가들은 고령화 속도가 과거와 비교하기 어려울 정도로 빨라지고 있다. 고령 인구가 늘어날수록 심부전, 심근경색, 심방세동 등 심혈관계 질환과 당뇨·고혈압 같은 만성질환 환자가 동시에 증가한다. 이들 질환은 한 번의 진단과 시술로 끝나지 않고, 장기간에 걸쳐 악화와 호전을 반복한다. 결국 의료 시스템 입장에서 비용과 리스크가 집중되는 구간은 진단이 아니라 진단 이후, 즉 입원·퇴원 전후의 관리 단계다.

동시에 병원 인력은 부족해지고 있다. 야간·심야 근무를 감당해야 하는 간호 인력의 피로도는 누적되고, 일반 병동에서 환자당 담당 간호사 수는 꾸준히 줄어드는 추세다. 현재 대부분의 병동에서는 혈압·산소포화도·심박수 같은 주요 생체신호를 4시간 또는 6시간 간격으로 간호사가 수기로 측정한다. 이 방식은 오랜 시간 병원 표준으로 유지됐지만, 갑작스러운 상태 악화 환자를 실시간으로 발견하기에는 너무 큰 사각지대가 조성된다. 이와 같은 상황 속 의료진은 환자를 지속적으로 관찰해야 하지만, 병원은 인건비와 인력 수급 문제로 인해 단순 증원이라는 해법을 선택하기 어렵다.

결국 병원은 지속적인 모니터링을 수행하면서도 인력 부담을 최소화할 수 있는 기술을 찾고 있으며, 그 해답은 의료 AI라고 판단한다. 즉, 의료 AI 산업은 단순한 기대감에 기인하여 성장하는 것이 아니라, 명확한 산업 내 수요가 존재한다. 지금까지 AI가 주로 영상 판독 정확도 향상에 활용되었다면, 앞으로는 병실 가정에서 발생하는 연속적인 생체신호를 실시간 분석해 이상 징후를 알려주는 역할, 즉 모니터링 영역에서의 필요성이 훨씬 더 커질 것이다.

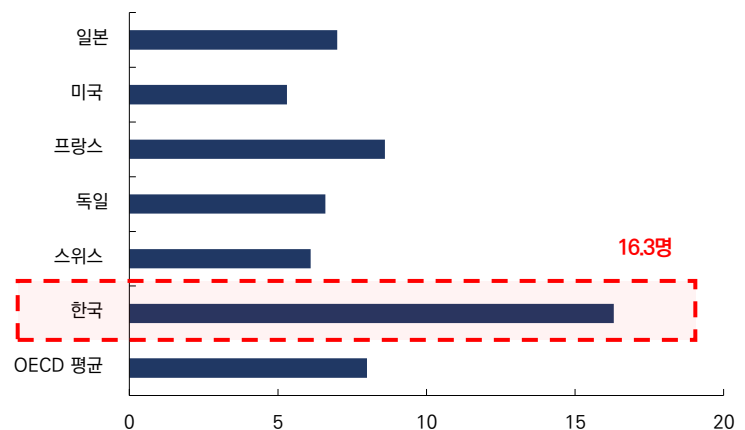
특히 이에 본 리서치팀은 의료 AI에 대한 관심이 단순한 테마성 기대가 아니라, 산업 내 수요 변화에 기반해 본격적인 성장 사이클에 진입했다고 판단한다. 또한, 의료 서비스의 중점이 질병 치료 중심에서 예방 및 관리 서비스로 움직이면서 투자 매력도가 높은 세그먼트 중 모니터링 영역에 주목할 것을 제안한다.

[자료 1-1] 65세 이상 노인 의료비 지출 전망



출처: 건강보험공단, RFS Team 3

[자료 1-2] 간호사 인당 관리 환자수



출처: 보건복지부, OECD, RFS Team 3

기술만으로는 부족하다. 실적이 증명해야 한다.

앞서 살펴본 것처럼 의료 AI 산업의 수요와 도입 근거는 이미 충분히 명확하지만, 국내 1세대 상장 의료 AI 기업들의 주가와 실적은 처참했다. 루닛, 뷰노, 제이엘케이(이하 '3사')는 기술적으로는 분명 성공했지만, 주가와 밸류에이션은 그 기대를 충분히 반영하지 못했다. 이에 해당 기업들의 실패 원인을 분석하고, 의료 AI 기업이 지속적으로 성장하기 위한 근거를 찾아보고자 한다.

관건은 흑자전환과 수익성이 명확한 비즈니스 모델

우선 기존 영상 AI 모델의 비즈니스 모델은 구조적으로 수익성이 제한될 수밖에 없는 한계를 안고 있다. 루닛의 경우 해외·국내 대형 병원에 PACS 연동 솔루션을 설치하고 건당 라이선스를 수취하는 모델이었고, 뷰노 역시 딥카스를 포함한 다수의 알고리즘을 장비·시스템과 번들 형태로 공급하는 방식이어서, 병원 IT·장비 투자 사이클과 기존 장비사와의 협업·경쟁 구도에 매출에 종속되는 형태다.

이러한 취약점은 주가 흐름에서도 드러난다. '23년 두 기업의 주가는 AI 테마 피크아웃과 함께 큰 폭의 조정을 받았다. 이는 단기적인 테마성 수급이 빠진 결과도 있지만, 이후 이들의 비즈니스 모델의 한계가 실적으로 명확히 드러났기에 주가에 지속적으로 빠진 것으로 판단한다.

특히 두 기업은 초기 설치형 프로젝트 수주로 매출이 이벤트성으로 크게 계상되지만, 이후 반복 매출과 레버리지가 약해 이익을 안정적으로 창출하지 못하는 점을 보여줬다. 실제 '24년 루닛의 매출은 크게 증가했으나 당기순이익의 -820억으로 (YoY -122%) 감소했고, 뷰노 영업이익은 '24년 -130억 (YoY +17%)으로 소폭 개선은 됐으나 두 기업 모두 적자 지속 상태였다.

여기에 규제와 수가 체계의 한계가 더해지며 수익성 확보는 더욱 지연되었다. 새로운 알고리즘마다 별도 수가를 확보해야 하고, 제도화 이후에도 실제 청구·지급 관행이 안착되기까지 상당한 시간이 필요하다. 제이엘케이는 11개국 60건이 넘는 인허가를 확보하고 신약 개발 자회사 청산과 구조조정을 단행하고서도 적자에서 벗어나지 못했다. 이는 인허가 자체가 곧 수익으로 이어지지 않으며 수가·규제 의존도가 높은 비즈니스 모델의 태생적 한계를 단적으로 보여준다.

종합하면, 이들 기업의 전개는 '안정적으로 이익을 창출할 수 있는 비즈니스 모델'의 중요성을 부각시키며, 투명한 수익 구조와 레커링 매출 기반을 갖춘 의료 AI 신(新) 세그먼트에 대한 재평가 필요성을 환기시킨다.

루닛과 뷰노
→ 병원 장비·IT 투자 사이클에
매출이 좌우되는 구조

설치형 위주 구조로 반복매출 부재
↓
실적·주가 모두 부진.

[자료 1-3] 의료 AI 기업 주가 추이

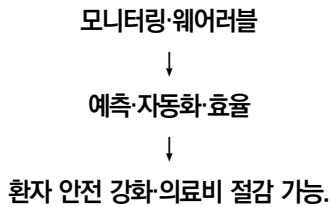
(단위: 원)



출처: Frugalia, RFS

간호사 1명이 100명 케어 가능? 웨어러블 끼면 가능합니다

이에 고령화, 의료 인력 부족, 의료비 부담이라는 세 축이 야기하는 산업의 핵심 니즈를 감안할 때, 의료 AI 내에서도 모니터링·웨어러블을 핵심 세그먼트로 주목할 필요가 있다고 판단한다.



그 이유는 모니터링·웨어러블 솔루션이 1)고령층 및 만성질환 환자 급증, 2)인력 부담 해소, 3)의료비 부담을 직접적으로 해소하기 때문이다. 예를 들어 영상 AI는 특정 시점의 진단을 도와주지만, 악화의 순간을 예측하고 지속적으로 잡아주지 못한다. 반면, 웨어러블·모니터링 솔루션은 환자의 시계열 데이터를 통해 환자의 징후를 예측하고 대비할 수 있어, 환자의 상태 변곡점을 포착할 수 있다. 또한, 인력 부족의 측면에서도 환자의 몸에 부착된 센서를 통해 자동으로 바이탈을 수집하고, 알고리즘이 이를 분석하여 의료진에게 알려주기 때문에 환자당 관찰 시간을 효율적으로 늘릴 수 있다.

기술적 효용성에 더해 해당 솔루션은 의료비 부담을 해소하는 장점이 있다. 영상진단 AI는 재촬영 감소, 오진·미진단 감소 등 분명한 임상적 가치를 제공하지만, 이를 곧바로 재원일, 재입원, 중환자실 전환 감소처럼 비용 절감으로 연결하기 상대적으로 불분명하다. 반면, 모니터링·웨어러블은 인력과 비용 절감 사이의 연결 고리가 명확하다. 일반 병동에서 심정지·호흡부전 발생 건수가 줄어들면, 각종 고가의 장비 사용을 줄일 수 있어 명백하게 비용을 줄일 수 있다. 이처럼 모니터링 기반 솔루션은 도입 전후 비교가 가능하여 의료비 부담을 인과적으로 해소할 수 있다.

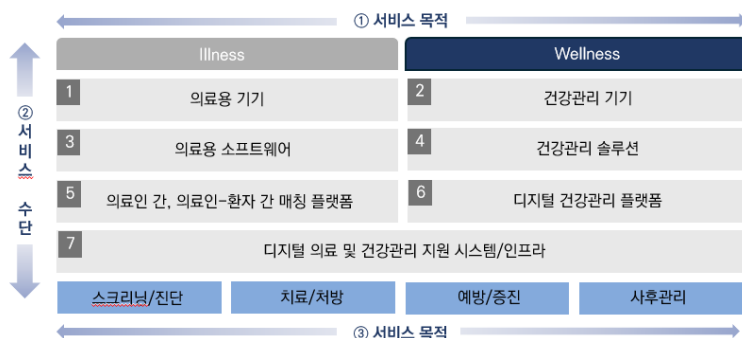
Top-Pick: 씨어스테크놀로지(458870.KQ)

본 리서치팀은 이와 같이 웨어러블·모니터링 솔루션을 영위하며, 앞서 살펴본 의료 AI 기업들과 다른 비즈니스 모델을 구축한 씨어스테크놀로지(458870.KQ)를 의료 AI 섹터 내 Top-pick으로 제시한다.

동사의 제품은 웨어러블 심전도 패치와 임원환자 모니터링 플랫폼을 결합한 하나의 솔루션으로 병원 입장에서 새로운 매출 확대와 인력 부담 완화를 제공한다. 특히, 동사는 국내에서 보험 수가와 직접 연동된 AI 기반 입원 모니터링 플랫폼을 상용 레벨로 구축한 유일무이한 기업으로 건강보험 수가와 연계된 비즈니스 모델을 통해 앞선 기업들의 수익 구조와 규제·리스크를 극복했다.

이는 동사의 3Q25 기준 매출액 157억원 (YoY +1,499%), 영업이익 67억(흑전) 및 OPM 42.7%로 압도적인 실적이 입증하고 있으며, TAM 대비 실제 도입 수준은 아직 낮아 향후 병상수 확대와 함께 점유율 및 실적 성장 여력이 풍부하다고 판단한다. 또한, 1)영업 파트너의 의지와 영업력, 2)국내 최대 수준의 임상근거, 3)하드웨어부터 소프트웨어까지 수직계열화의 3가지 경쟁 우위는 경쟁사 진입을 단절하여 동사의 경제적 해자를 돋보일 것으로 판단한다.

[자료 1-4] 의료 AI 세그먼트 분석



[자료 1-5] 의료 AI 기업 실적 테이블

	루닛		부노		씨어스	
	2Q25	3Q25	2Q25	3Q25	2Q25	3Q25
매출액	179	196	108	105	80	157
영업이익	-211	-216	-2	10	15	67
당기순이익	-350	181	-8	10	15	67
영업이익률	-118.1	-110.12	-1.83	9.39	18.68	42.74
순이익률	-195.58	92.59	-8.83	9.55	18.86	42.74
EPS(원)	-1,201	621	-58	74	119	533

출처: KPMG, RFS Team 3

출처: 각사, RFS Team 3

II. Company Overview

'24년 6월 코스닥 시장에 상장한 동사는 AI와 웨어러블 기기를 결합한 디지털 헬스케어 솔루션 기업이다. 주력 제품인 씽크와 모비케어는 H/W와 S/W의 수직계열화로 기술적 해자를 구축하며, 수가 기반의 비즈니스 모델로 안정적인 수익을 확보하고 있다. 본 보고서에서는 이러한 경쟁 우위와 차별화된 사업 구조를 분석하여 성장의 필연적 근거를 확인하고자 한다.

thynC™(씽크)

씽크는 환자의 생체신호를 실시간으로 모니터링하고 관리하는 AI 모니터링 플랫폼이다. 무선 웨어러블 의료기기로 수집된 생체신호를 전달하고, AI 알고리즘은 데이터를 분석하여, 의료진용 소프트웨어로 환자의 징후를 전달한다. 이를 통해 의료진은 입원 환자의 바이탈을 실시간으로 모니터링해 신속대응이 가능하다.

국내 전체 병상 수 70만개 중 동사의 씽크가 설치될 수 있는 **잠재 병상수는 약 45만 병상**에 달한다. 동사는 국내 입원환자 모니터링 시장에서 블루투스 기반의 실시간 중앙 관제 시스템을 선도적으로 상용화하였으며, 유일한 특허권을 보유했다. 특히 병원 정보 시스템(HIS)과의 유기적인 연동과 통신 안정성 측면에서 경쟁사 대비 차별화된 기술적 완성도를 확보하여, 시장 내 독보적인 지위를 선점하고 있다.

mobiCARE™(모비케어)

동사는 국내 웨어러블 심전도 분석 시장의 70% 이상을 점유하고 1,000곳 이상의 의료기관에 모비케어를 공급하며 시장 지배력을 공고히 하고 있다. 모비케어는 국내 최초의 웨어러블 심전도 분석 솔루션으로, 환자의 심박수, 호흡수, 체온 등 활력 징후를 측정하여 모니터링 시스템으로 전송한다. 단순 모니터링을 넘어, 전송된 데이터를 실시간 분석하는 악화 예측 AI 알고리즘은 동사의 핵심 경쟁력이다. 해당 알고리즘은 환자의 상태 악화 징후를 조기에 감지하고 의료진에게 알람을 제공하여 선제적 대응을 가능하게 한다.

이러한 기술력을 바탕으로 모비케어는 '20년 7월 서비스 이후 5년만에 89% 이상의 국내 상급 종합병원에 도입되었다. 사업 구조는 심전도 분석 서비스와 건강검진 심전도 분석 서비스로 구성되는데, 이 중 프리미엄 심전도 분석 서비스가 동사 성장의 핵심 동력이다. 프리미엄 서비스는 검사 데이터와 부정맥 전문의의 판독을 결합하여, '25년 한 해 기준 16.8만 건의 높은 분석 건수를 기록하며 모비케어 홀터 매출의 87%를 차지하는 등 동사의 성장에 주요한 역할을 수행하고 있다.

씽크



국내 잠재 45만 병상
AI 실시간 모니터링 선도

모비케어

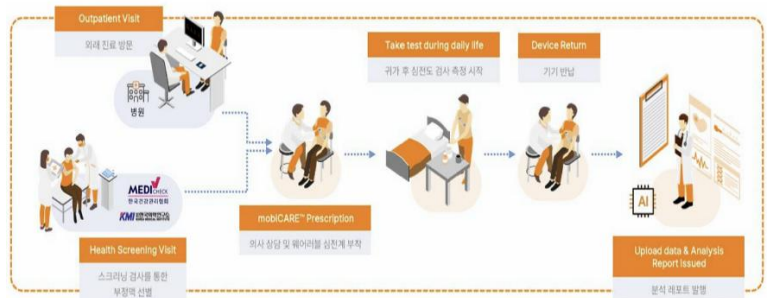


국내 웨어러블 심전도 시장 70% 점유
89% 이상의 국내 상급 종합병원 도입

[자료 2-1] 씽크 도식도



[자료 2-2] 모비케어 도식도



우리 기업 REAL 좋아요

무선 패치로 누리는 병동의 자유

이동이 자유로운 웨어러블 패치와
병원 시스템과 연동되어 상시 관리 가능

동사의 웨어러블 패치는 손쉽게 부착 가능한 구조로 환자의 이동 자유도를 극대화한다. 동시에 무선 모니터링 시스템으로 기존 유선 시스템의 한계인 환자 움직임 제한 및 모니터링 사각지대 문제를 극복한다. 이에 간호 인력의 업무 효율성을 유지하면서도 응급 상황 전 선제적 개입을 가능하게 하여 환자 안전의 수준을 향상시켜 병원 내 수요가 급증하고 있다.

또한, 동사는 하드웨어부터 소프트웨어까지 수직계열화를 통해 높은 수준의 기술 내재화를 보여주고 있다. 데이터의 수집부터 시를 활용한 분석까지 모든 기술을 자체 개발하였으며, 현재 출시된 웨어러블 솔루션 중에서 가장 많은 4종의 생체 정보를 측정하고, 고정형으로 병원 시스템과 연동되어 상시 관리가 가능하다.

대응제약과의 협업

병상 기반 안정적 수익 구조 확보

24시간 월세 받을 수 있는 기계

동사는 국내 1위 심혈관, 부정맥 관련 기업인 대응제약을 통해 전국 단위의 국내 병의원을 공략하고 있다. 싱크 수금 구조는 대응제약이 병원에 네트워크 설치, 장비 판매 제품 사용료를 패키지 형태로 일괄 청구하고 동사는 이에 해당하는 금액을 병상 단위로 받는다. 설치 초기부터 병상당 약 350~400만원 수준의 매출을 확보하고, 6~12개월마다 웨어러블 장비 매출을 반복 수취한다. 또한, 재계약 기간이 3~5년으로 장기적으로도 안정적인 매출처다. 모비케어는 대응제약이 우리에게 제품과 검사 쿠폰을 구매하여 대금을 지급하고 병원은 검사 쿠폰을 대응 제약의 자사물을 통해 구입할 수 있다. 병원으로부터 수금받는 것을 신경 쓸 필요가 없기 때문에 채권 수금 환경에 있어서 상당히 안정적이다.

수가

: 국민건강보험공단이 의료기관에
지급하는 의료 행위에
대한 보상 금액

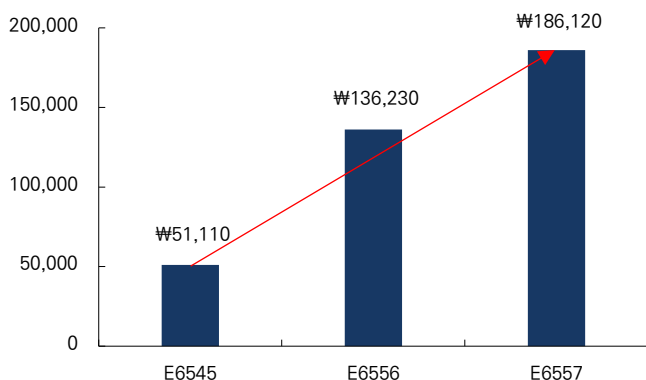
시간이 돈이다

수가에 기반한 비즈니스 모델은 병원이 동사의 제품을 사용할 수밖에 없는 가장 중요한 유인이다. 병원은 동사의 제품을 사용함으로써 환자당 수가 매출을 창출한다. 병원이 환자를 모니터링하고 위 수가를 공단에 청구하면, 공단에서 환자의 본인부담금을 제외한 나머지를 병원에 보험진료 매출로 지급한다. 기술적 특성상 홀터 검사 기간이 길어질수록 수가가 가파르게 상승하는 구조를 갖기 때문에 병원은 14일 검사까지 가능한 동사의 모비케어를 사용함으로써 수익성을 극대화할 수 있다. 예로 14일 검사 (E6557)는 48시간 검사 대비 3배 이상의 수가로 책정되어 병원의 수익성을 극대화할 수 있다.

기준: 진료비

모비케어 사용 시: 진료비 + 수가 매출

[자료 2-3] 수가 코드에 따른 수익



출처: 동사, RFS Team 3

[자료 2-4] 국내 웨어러블 심전도 솔루션 경쟁사

항목		씨어스테크놀로지	휴이노	메쥬	에이티센스
제조방식		자체제조	외주	외주	자체제조
심전도 검사	장치 형태	패치형	패치형	패치형	패치형
	전문 리포트	O	X	X	X
	재사용여부	O	O	O	X
입원환자 모니터링	측정가능 신호	4 개	2 개	3 개	1 개
	병원 연동	O	X	준비 중	X
	게이트웨이	고정형	휴대형	휴대형	휴대형
	EX871 획득	O	O	추진 중	X
	영업 파트너	대응제약	유한양행	동아에스티	한미약품

출처: 각사, RFS Team 3

누구도 넘볼 수 없는 확실한 경쟁 우위

thynC™

동사의 씽크는 경쟁사 대비 가볍고, 완전 무선 패치로 환자의 움직임에 따른 신호 불안전성 및 편의성을 개선시킨다. 병상당 도입 비용도 외산 장비 대비 10% 수준으로 경제성을 확보했기 때문에, 기존에 경쟁사가 진입하지 못했던 일반병동 전체로도 확산할 수 있어 제품의 차별성에 기인하여 경쟁사 대비 우위를 가진다.

국내 병원 모니터링 시장은 Philips, GE Healthcare 등 글로벌 기업들이 주도해 왔으며 그 중 thynC의 실질적인 비교대상은 Philips다. 초기에 여러 상급종합병원들이 도입한 Philips의 핵심 장비는 MX40이다. MX40은 환자 흉부에 부착한 ECG 패치를 본체와 연결하고, 이를 병원 전용망을 통해 중앙감시장비로 전송하는 구조다. 해당 구조는 환자의 활동이 제한적인 중환자실 환경에는 적합했지만, 병동 전체로 확장되기에는 한계가 있었다. **240g의 무게에 유선 기반 설계는 환자 움직임에 따른 잡음과 신호 손실이 쉽게 발생했고, 40병상 기준 약 30억 원 수준의 구축 비용**은 일반병동 전체를 모니터링을 불가능하게 한다.

동사의 씽크는 실제 비교 임상에서 기존 MX40 대비 **노이즈 비율을 약 8배 낮추고, 신호 손실 횟수 역시 약 3배 감소**시킨 것으로 확인됐다. 또한, **병상당 약 350만 원의 도입 비용** 역시 외산 장비 대비 10% 수준으로 병원의 CapEx 지출을 경감한다. 그에 따라 누적 고객 병원 수 400개 이상, 국내 최상위 의료기관 45곳 중 40곳 이상을 고객으로 확보하여 씽크와 모비케어 모두 국내 M/S 1위를 견고히 하고 있다.

mobiCARE™

국내 웨어러블 심전도 분석 솔루션 시장에서 상급종합병원 **89.3%가 동사의 솔루션을 채택**했다. 국내 경쟁사인 휴이노와 에이티센스는 병원에 CapEx 부담을 전가하는 모델로 도입 장벽이 높고, 판매 이후 추가 수익 창출도 어렵다. 반면, 동사는 **초기 도입 비용을 없애고, 분석 건당 수수료를 받는 구조**를 구축해 병원의 부담을 완전히 제거하며 시장 침투 속도를 극대화했다.

글로벌 시장에서의 핵심 경쟁우위는 압도적인 임상 데이터 규모와 가격 경쟁력에 있다. 동사는 국내 시장의 독점을 바탕으로 연간 **10만 건 이상 국내 1위 수준의 심전도 분석 데이터를 축적**했다. 이는 AI 알고리즘 고도화로 이어져 지속적인 진입장벽이며, 동사의 경쟁 우위를 지킬 핵심 자산이다. 국내에서의 풍부한 데이터를 바탕으로 **글로벌 1위 기업인 iRhythm보다 우월한 수준의 진단 정확도를 확보**했으며, 동시에 탁월한 가격 경쟁력을 갖춰 성공적인 해외 진출이 가능할 것으로 전망된다.

씽크: 가볍고 편리한
완전 무선 패치 형태

필립스: 240g 무게의 본체와
연결된 유선 방식

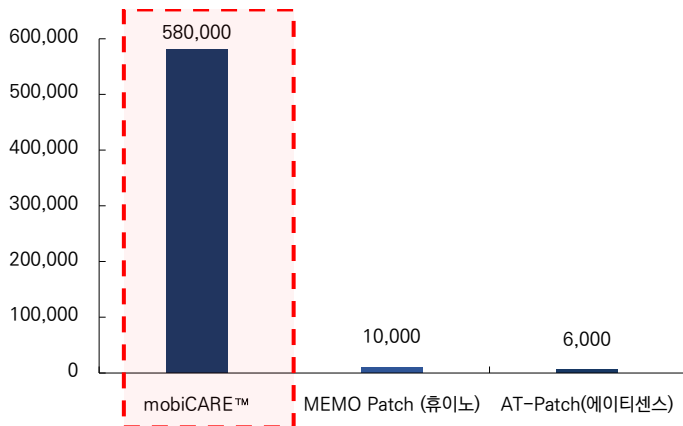
병상 당 약 350만 원
= 외산 장비 대비 10% 수준

경쟁사와 차별화된 초기 비용 0원 전략

↓

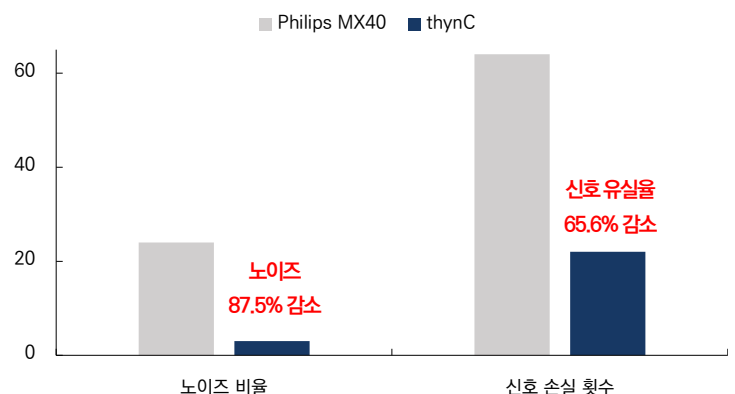
병원 예산 부담 제거로
진입 장벽 해소 및 침투율 극대화

[자료 2-5] 모비케어 경쟁사 대비 건수



출처: 동사, RFS Team 3

[자료 2-6] thynC™ vs Philips MX40 임상 비교



출처: 동사, RFS Team 3

III . Investment Point

Investment Point 1. thynC™

동사의 thynC™는 중환자실 중심에서 일반병동·격리병실·응급실 등 비중환자 영역으로 빠르게 확장되며 국내 병동 모니터링 인프라의 전환을 견인하고 있다. 동사의 '27년 국내 씽크 매출 1,234억원으로 전망하며, 이는 ① 수가 기반의 경제성을 통한 수요(Q) 확대, ② 엔지니어 인력 확충에 따른 설치 병목 해소, ③ 소모품 중심의 반복매출 구조에 기인한다.

1-(1). 병원이 씽크를 사랑할 수밖에 없는 이유

보험 수가를 통한 병상 수(Q) 확대에 따른 2026년 국내 씽크 매출은 888억 원을 (YoY +49%) 전망한다. 씽크의 경쟁우위는 병원 경제성을 정면으로 겨냥한 보험수가 기반 수익 모델에서 비롯된다. 의료기기 시장에서 실질적 구매 의사결정을 좌우하는 요인은 임상적 기능 향상이나 업무 편의성에 앞서, **병동 단위의 경제적 이익 여부**이다. 씽크는 바로 이 지점에서 타사 대비 확실한 차별성을 확보했다.

과거에도 씽크의 기술력은 충분히 인정받아 왔으나, 병원 입장에서는 투자 대비 ROI 산출이 어려워 도입 확산에는 한계가 존재했다. 그러나 '25년 2월 EX871 원격심박감시 수가를 국내 최초로 확보하면서 시장 전환점이 도래했다. 실제로 '24년 연간 씽크 매출이 약 42억 원에 불과했던 반면, 수가가 적용 이후인 3Q25까지 누적 매출 240억 원을 기록하며 단기간 내 실적이 크게 반전됐다.

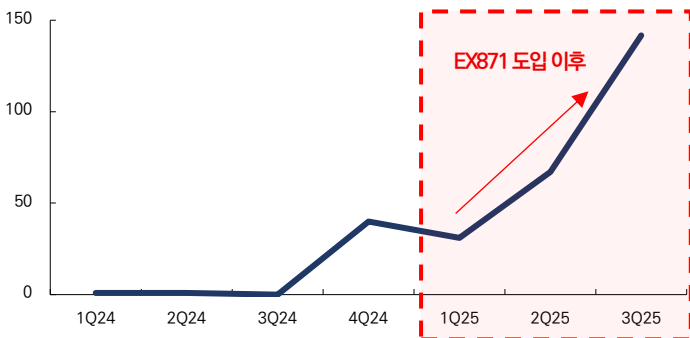
현재 병원은 씽크 도입 시 하루 기준 EX871 원격심박감시 44,287원, E6544 심전도 침상감시 18,803원, E7230 경피적 산소포화도 측정 9,971원 **총 약 7.3만 원의 요양급여를 청구**할 수 있다. 이는 기존에 **비용만 발생하던 일반병동이 병상당 연간 2,600만 원의 수익을 창출**할 수 있는 새로운 매출원으로 전환됨을 의미한다. 동일 병상에서 발생하는 경제적 이익의 규모가 기존 대비 압도적으로 확대되면서, 병원 입장에서는 씽크 도입이 선택이 아니라 사실상 필수로 자리 잡고 있다.

타사 대비 수가 우위는 더욱 명확하다. 에이티센스의 '에이티모니터링'은 '25년 8월 EX871 수가를 확보했으나, E7230와 E6548 수가는 확보하지 못해 1일 청구 가능 금액이 44,287원에 불과하다. 이는 **씽크 대비 병상당 연간 약 1,000만원의 수익 격차가 발생**하는 수준이다.

반면, 씽크는 3개 수가(EX871·E6544·E7230)를 선제적으로 확보했으며, **2025년 하반기 중 E6548 추가 확보가 예정**되어 있어 과거 EX871 확보 시점과 유사한 Q증가와 실적 상황이 재현될 것이다.

EX871 수가 확보로
매출 비약적 성장(42억 → 240억) 증명
↓
하반기 중 E6548 추가확보 예정
↓
실적 상황 재현 가능성

[자료 3-1] 씽크 매출 추이



출처: 동사 RFS Team 3

[자료 3-2] 씽크 vs 에이티센스 수가 비교

	씽크 (thynC)	에이티모니터링
1일 최대 청구 가능 금액	약 73,061원	약 44,287원
병상당 연간 수익	약 2,600만 원	약 1,600만 원
확보 수가 항목	EX871 (원격심박감시) E6544 (심전도 침상감시) E7230 (경피적산소포화도)	EX871 (원격심박감시)

출처: 각 사, RFS Team 3

1-(2). 오늘 주문하면 내일 갈아드립니다

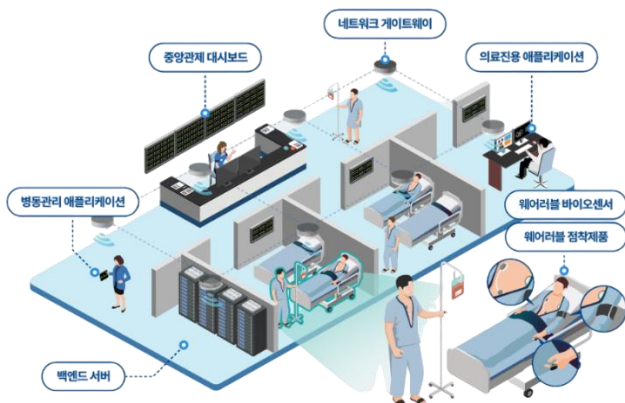
3Q25 기준 씽크의 누적 설치 병상 수는 6,000개를 돌파하며 가파른 성장세를 이어가고 있다. 현재 **확보된 수주 잔고만 약 17,000병상**에 달하며, **매월 약 2,000병상 규모의 신규 수주가 지속 발생**하고 있어, 수요 측면에서의 지속성은 매우 강력하다. 관건은 이러한 수주를 실제 매출로 연결하는 설치 속도였으나, **동사는 엔지니어 팀 확충을 통해 고질적인 설치 병목 현상을 해소함으로써 '27년 매출 1,234억 원 (YoY +28%)을 달성할 것으로 전망**한다.

엔지니어 숙련도 증가
+ 엔지니어 확충(11명)
= 설치 병목 해소로 매출 직결
↓
'26년 5개 팀으로 추가 확대 계획

상반기 누적 설치 병상 수는 3,000개였으며, 당시 엔지니어 6명 체제로 운영됐다. 제한된 인력 체제 하에서는 설치 속도가 매출 성장으로 이어지는 데 한계가 있었으나, 6명 체제에서도 숙련도가 높아지면서 작업 효율이 크게 개선되었다. 그 결과 **3Q25 한 분기 동안만 상반기 전체와 동일한 3,000병상을 설치**하는 수준까지 생산성이 향상되었다. 이러한 상황에서 '25년 하반기부터 **엔지니어 인력을 11명으로 확대하고 4개 팀으로 조직화**하면서 설치 처리 능력의 비약적 상승이 가능해졌다. 6명 체제에서도 분기당 3,000병상 설치가 가능해진 상황에서, 11명 체제로 전환한 4Q25는 설치 여력이 더욱 확대될 수밖에 없다. 이에 따라 4분기 설치 실적은 3Q25를 상회할 것이라 예상된다.

동사는 이러한 흐름을 지속하기 위해 **'26년부터 엔지니어 조직을 5개 팀으로 추가 확대할 계획**이다. 단순 팀 단위 증설만으로도 **최소 25% 이상의 설치 역량 증가가 예상**되며, 이를 기반으로 내년 연간 30,000병상 구축을 목표로 하고 있다. 씽크의 매출 구조상, 설치와 시뮬레이션 완료 시점에서 설치 매출이 인식되므로, 엔지니어 인력 확충에 따른 설치 속도 향상은 곧 매출 증가로 직결될 것으로 전망한다.

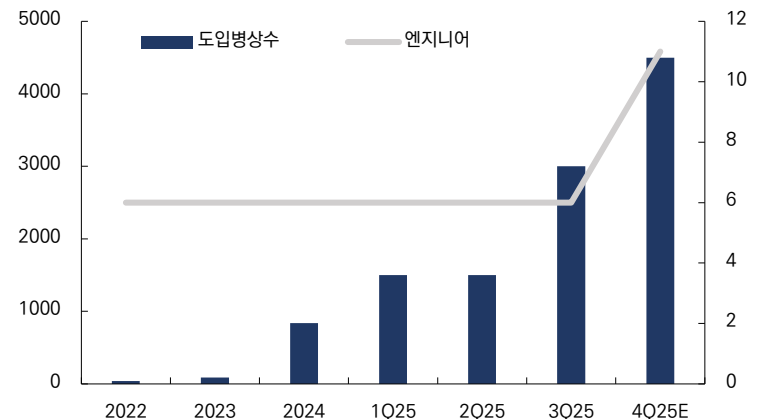
[자료 3-3] 씽크 구축 시스템



출처: 동사, RFS Team 3

[자료 3-4] 엔지니어 수 변화에 따른 도입병상 수 추이

(단위: 개, 명)



출처: 각사, RFS Team 3

1-(3). 병원계의 넷플릭스: 이것이 진정한 복리 비즈니스

동사의 '27년 웨어러블 국내 매출은 약 398억 원(YoY +66%)을 전망한다. 이러한 가파른 외형 성장은 단순한 1회성 장비 판매가 아닌, 1)누적되는 설치 병상 수(Q)의 확대에 따른 2)웨어러블 반복 매출의 결합에 기인한다. 앞서 언급한 누적 설치 병상 수와, 수주 잔고, 그리고 '27년 목표인 약 5만 병상 달성은 향후 폭발할 소모품 매출 규모를 담보하는 확실한 선행 지표다. 즉, 신규 설치 매출 위에 기설치 병상의 반복 매출이 쌓이는 누적 우상향 사이클이 본격화되며, 실적의 질적 성장이 기대되는 바이다.

높은 도입비용을 가진 외산 대비
압도적인 가격 경쟁력

짧은 교체 주기를 가진 필연적 소모품은 누적 매출을 견인하는 핵심 동력이다. 기존 고가 외산 장비는 7~10년의 긴 교체 주기와 높은 도입 비용으로 인해 중환자실(ICU) 내에서만 제한적으로 사용되었다. 반면, 동사는 압도적인 가격 경쟁력을 무기로 모니터링 시장을 일반 병동까지 대폭 확장했다.

타사 전환 비용
: 15억 원 현금 손실
+ 인프라 폐기 매물 비용

특히 필수 소모품인 심전계 및 센서, 펄스옥시미터는 각각 6, 12개월 주기로 교체가 필수적이므로, 이는 동사 제품의 반복적인 수요로 이어져 장기적인 누적 매출 성장을 견인할 것이다.

더불어, 3년 단위 장기 계약의 갱신은 동사의 영구적인 매출 파이프라인 확보로 직결될 전망이다. 이는 의료진 업무와 일체화된 동사의 플랫폼 특성이 야기하는 **전환 비용에 기인**한다. 이미 병원 내 필수 운영 시스템으로 안착한 상황에서, 타사 전환 시 발생하는 막대한 재무적·비재무적 장벽은 고객 이탈을 원천 봉쇄한다. 구체적으로 ①구독형 도입 병원은 타사 전환 시 일반병동 기준, **병상당 약 300~700만 원 수준의 대규모 CapEx 충격을**, ②구축형 도입 병원은 **500병상 기준 약 15~25억 원에 달하는 인프라 매물 비용**을 감수해야 한다. 여기에 ③의료진 재교육 및 EMR 재연동 등 **비재무적 비용**까지 더해지면, 고객이 경쟁사로 이탈할 경제적 유인은 전무하다.

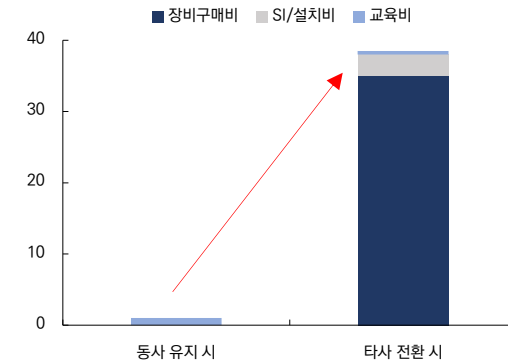
결론적으로, '27년부터는 누적된 병상을 기반으로 영업 레버리지 효과가 극대화될 전망이다. 이는 손익분기점을 넘어서는 구간에서, 추가적인 영업 비용 투입 없이 **고마진의 소모품 및 구독 매출 비중이 확대되는 데 기인**한다. 특히 1set당 약 129.5만 원 수준의 견고한 ASP를 기반으로 한 이익의 질적 개선은 타 경쟁사 대비 1회성 수익에서 끝이 아닌, 안정적 현금 흐름을 창출하는 강력한 펀더멘털이 될 것이라 전망한다.

[자료 3-5] 기존 외산 장비 vs 동사 수익 구조 비교

	ICU Monitor	thynC
장비 형태	고정형 하드웨어 (내구재)	웨어러블 패치 (소모품)
도입 방식	일시불 구매	구독/패키지
교체/재구매 주기	7~10년 (장기)	6~12개월 (단기)
매출 성격	1회성 변동 매출	누적형 고정 매출

출처: 동사, RFS Team 3

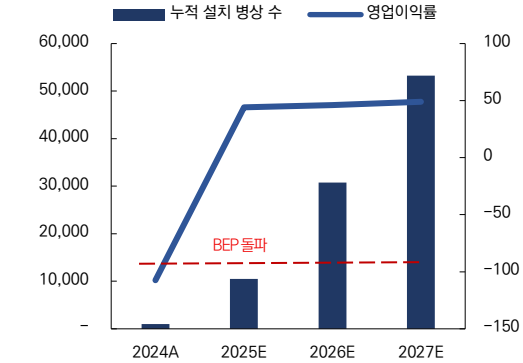
[자료 3-6] 동사 vs 타사 비용 경쟁력 비교



출처: 동사, 업계 자료 종합, RFS Team 3

(단위: 억 원)

[자료 3-7] 손익분기점(BEP), OPM 추이



출처: 동사, RFS Team 3

Investment Point 2. mobiCARE™

보험 수가 개편으로 촉발된 웨어러블 심전도 시장의 성장에 힘입어, 동사의 **2027년 모비케어 매출 341억(YoY +203%)원으로 전망된다**. 이러한 가파른 실적 성장은 ① 모비케어의 글로벌 확장 시작, ② 유리해진 급여 수가 환경, ③ 고마진 비급여 검진 시장 진출에 기인한다.

2-(1). 유학파입니다.

대학(FDA) 갈게요.

26년 중동 및 미국 진출을 시작으로, '27년 동사의 해외 매출 전성기의 원년으로 매출액 250억원을 (YoY +642%) 전망한다. 동사는 현재 몽골, 홍콩, 카자흐스탄, 베트남, 인도, UAE 등에 이미 인허가를 획득하였으며, 미국 FDA 인증도 1Q26 내에 완료될 예정이다.

중동(UAE) 의대 갈게요.

중동 시장은 동사의 해외 진출 중 첫 번째 교두보로, 디지털 전환 정책과 높은 보험 보장률을 감안할 때 웨어러블 심전도 서비스 확산에 가장 적합한 지역으로 판단한다. UAE 정부는 'Digital Government Strategy 2025'를 통해 공공서비스 전반의 디지털화를 추진하고 있으며, 2025년부터 전 민간 부문에 의무적 건강보험을 도입하는 등 사실상 전 국민 건강보험 체계를 구축하고 있다.

Digital Government Strategy 2025
: 의료 분야의 AI 및 원격 모니터링 도입을
제도적으로 지원하는 UAE의
전방위적 디지털 전환 국가 전략.

동사는 **현지 파트너 Life Sign과의 협업을 통해 약 100만 명 규모의 건강보험 적용 인구를 대상으로 부정맥 선별검사 사업을 준비 중이다**. 해당 회사는 중동 내 최대 건강보험 제공사이며, 최대 병상을 확보하고 있어 파트너사가 운용중인 병상만 확보하더라도 높은 매출 여력을 기대할 수 있다. **건강보험 적용 인구 중 고위험자(SAM)만 고려해도 연간 499억원의 매출을 기대할 수 있다**. 현재 진행중인 실증사업(POC)에서 글로벌 경쟁사 iRhythm 대비 낮은 가격과 빠른 공급 능력을 기반으로 프로젝트를 수주한 것으로 파악된다.

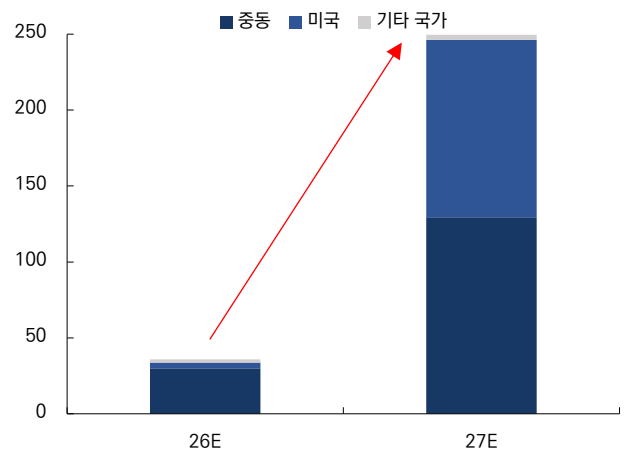
또한, 중동에 주목해야 할 이유는 국내와 상이하게 병원이 수가를 통해 공단에서 매출을 얻는 형태가 아니라, 병원에서 자체적으로 높은 가격에 판매해 매출을 수취하는 형태다. **본 리서치팀의 가정에 따르면 중동 부정맥 스크리닝 ASP는 국내 가격에 3배에 달하는 것으로 추정된다**. 이에 중동 시장은 높은 ASP와 최대 연간 499억원의 매출 기회를 토대로 해외 매출 성장에 기여할 첫번째 축이라고 판단한다.

[자료 3-8] 글로벌 시장 진출 현황

구분	현지파트너	인허가	실증의료기관	진행 상황	상용화 시점
몽골	Novitas	완료	National CV Center	mobiCARE 분석센터	3Q23
홍콩	BTL	완료	QueenMary Hospital	원격 심전도 분석 서비스	1Q24
카자흐스탄	Open Healthcare	완료	Almaty-Heart Center	mobiCARE 분석센터	3Q24
베트남	MITA Meditech	완료	BachMai Hospital	mobiCARE 분석센터	1Q25
UAE	One Health	완료	SSMC	mobiCARE 분석센터	1Q26F
USA	CBS	진행중	StLuke Hospital	mobiCARE 분석센터	1Q26F

[자료 3-9] 미국, 중동 시장 파이

(단위: 억 원)



출처: 각사, RFS Team 3

출처: RFS Team 3

미국 MBA 갈게요.

당초 '25년 하반기에 미국 FDA 인증이 완료될 예정이었지만, 섣달의 이유로 FDA 심사관 배정이 지연됐다. 최근 FDA 심사관 배정까지 완료되어 늦어도 1Q26 내 FDA 승인이 이뤄질 것으로 판단한다. 경쟁사 에이티센스가 '25년 5월 FDA 승인을 받고 7월에 계약을 체결한 속도를 고려했을 때, 동사의 미국 매출은 26년 하반기 내로 이뤄질 것이다.

미국 시장은 iRhythm(아이리듬)이 미국 보험 수가 기반 패치형 심장 모니터링 시장에서 약 70% 수준의 점유율을 확보하고 있다. 다만, 기업개요에서 서술했던 동사의 기술적, 경제적 우위를 바탕으로 미국 시장의 남은 M/S를 차지하기에 무리가 없다. 이미 미국 St. Luke's Hospital 부정맥 전문의들이 설립한 CBS와 JV를 설립하여 진행하고 있다. 해당 병원은 Cardiology, Interventional Cardiology에 해당하는 의사 수만해도 71명으로, 부정맥 및 심장학에 있어서 권위 있는 병원으로 미국 매출 성장의 가시성을 더해준다.

2-(2). 전국 45개 상급병원에 발대 꽂았습니다.

① 장시간 심전도 시장(E6556) 내 Q 성장과 ② 수가 인상 사이클로 인한 P 동반 성장의 영향으로 모비케어의 '27년 국내 매출액은 92억(YoY +12%)원을 전망한다. 기존 24시간 홀터(E6545)의 한계인 부정맥 검출률 28.7%의 낮은 성능은 '22년 장기 연속 측정 코드(E6556·E6557) 신설로 개선이 이뤄지며, Q 성장을 통한 동사의 수혜로 직결될 것이다.

동사의 솔루션은 10일 이상 연속 측정이 가능해 검출률이 96%까지 상승하며, 국내 유일 전문의 판독 리포트 제공을 통해 전문의 부족 지역 병·의원에서도 장기 측정 운영이 가능한 인프라를 구축했다. 이에 모비케어는 상급종합병원 47곳 중 45곳을 확보하며 시장을 선점했고, '24년 1년간 약 260개 의료기관이 신규 도입을 결정하는 등 시장 지배력을 공고히 했다. 해당 수요 확대를 기반으로 E6556 내 점유율 '25년 70% → '27년 82%까지 상승이 전망된다.

동시에 P 성장도 가시적이다. 건강보험 수가는 ① 수가 인상 → ② 병원 순익 증가 → ③ 계약 단가 인상 요구 → ④ ASP 상승의 메커니즘을 갖는다. 실제로 E6556은 신설 당시부터 높은 상대가치점수를 부여받았으며, '24년에는 15% 인상이 반영됐다. 상대가치 점수가 상승하면, 수가가 상승하여 병원의 매출 상승으로 이어진다. 이는 모비케어 ASP를 높일 수 있는 강력한 명분이며, '25년 6월 보건복지부의 필수의료와 심뇌혈관 조기진단에 대한 보상체계를 강화하겠다는 기조를 고려할 때, '26년에도 동일한 인상 사이클이 반복될 가능성이 높다. 수가가 오를수록 병원이 얻는 절대 이익 폭이 동사보다 훨씬 커지고, 이는 곧 동사의 ASP 인상 협상력 강화로 이어질 것이라 전망한다.

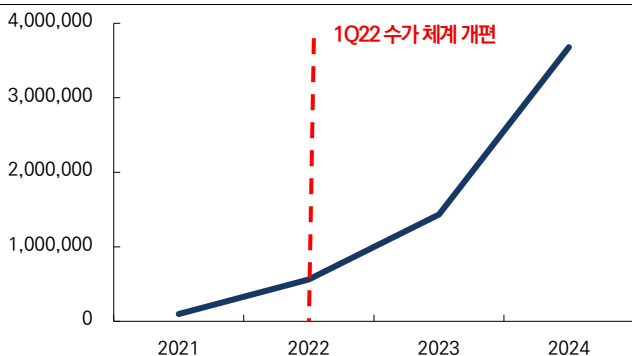
보험수가

= 점수당 단가 X 상대가치 점수

상대가치 점수

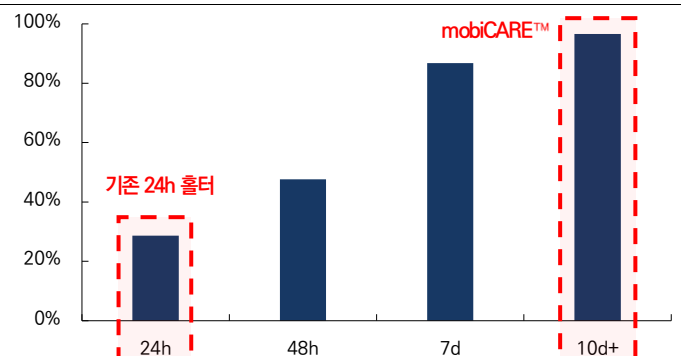
: 의료 행위의 가치를 업무량, 자원의 양, 위험도 등을 고려하여 점수로 매긴 것

[자료 3-10] 수가 체계 개편 후 심전도 검사 솔루션(홀터) 매출 (단위: 억 원)



출처: 동사, RFS Team 3

[자료 3-11] 검사 기간별 부정맥 검출률 추이



출처: The American Journal of Medicine, RFS Team 3

2-(3). 병원 좋고, 나도 좋고

동사는 급여 시장의 안정적 매출 기반 위에 비급여 스크리닝 시장 확장을 본격화하면서 **'27년 비급여 매출 약 21억 원을 달성할 전망이다**. 특히 건강검진센터를 중심으로 형성되는 비급여 시장은 예방·조기진단 목적이 강해, **자각 증상이 없는 잠재 환자를 선제적으로 포착하는 능력이 핵심 경쟁력으로 작용한다**.

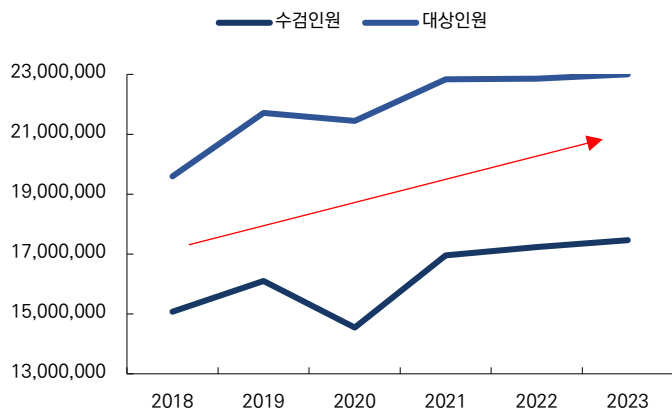
스크리닝

: 증상이 겉으로 드러나지 않은 건강한 일반인이나 고위험군을 대상으로, 잠재된 질환 유무를 조기에 걸러내는 예방적 검사 행위

기존 24시간 심전도는 짧은 검사 시간과 착용 불편성으로 간헐적 부정맥 포착이 어렵고 대규모 검진 항목으로의 확장이 제한적이었다. 반면, 동사의 모비케어는 **패치 기반의 높은 착용 편의성과 장기 모니터링에 따른 높은 검출률을 동시에 확보하며 스크리닝 시장에 최적화된 솔루션으로 자리 잡았다**. 이에 따라 대학 병원 검진센터, KMI, 한국건강관리협회 등 주요 검진 기관이 빠르게 도입하고 있으며, **'25년 기준 약 100개 수준으로 확대되며, 사실상 필수 검진 항목화가 가속화되고 있다**.

비급여 시장 공략의 핵심은 가격 결정 유연성에 기반한 높은 수익성이다. 급여 항목과 달리 병원이 가격을 자유롭게 책정할 수 있어 마진율을 크게 높일 수 있고, 스크리닝 서비스는 병원-동사 간 수익 공유 구조이기 때문에 **병원은 고마진 신규 수익원을 얻고, 동사는 검사량 증가가 곧바로 이익 증가로 연결되는 장점을 확보한다**. **대규모 설비투자 리스크 없이 고수익을 창출할 수 있어 병원의 도입 의지는 매우 높을 것이라 판단한다**.

[자료 3-12] 건강검진 수검인원 및 대상인원



출처: HIRA, RFS Team 3

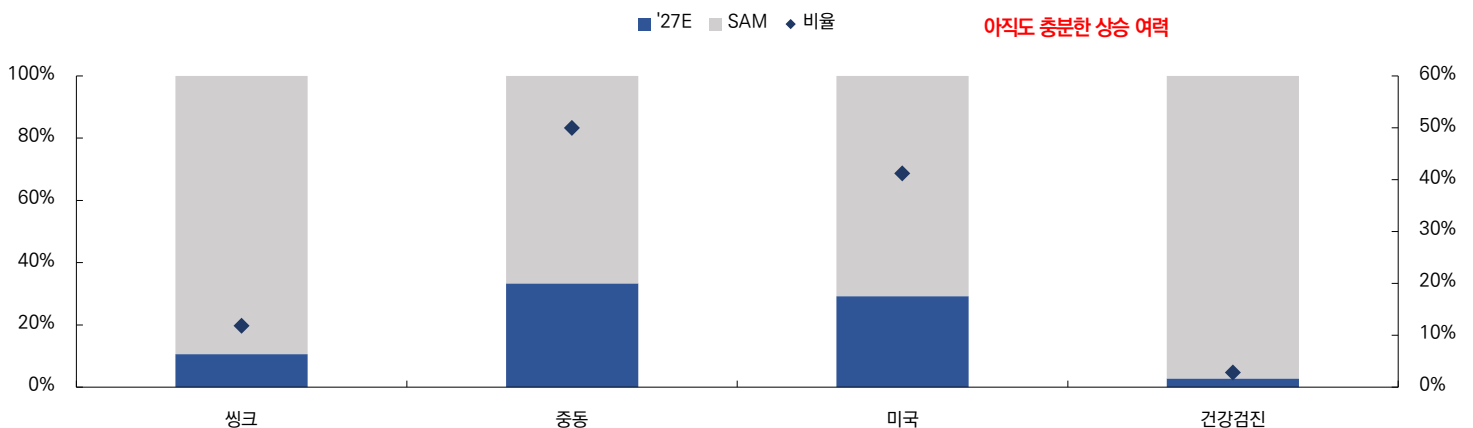
[자료 3-13] 기존의 심전도 검사 vs 모비케어

구분	기존 검사 방식 (24시간 홀터)	모비케어 (mobiCARE™)
검사 방식	유선 기반의 복잡한 장비 부착	무선 초소형 패치 (8.9g)
검사 기간	단기 측정 (10초~최대 48시간)	최대 14일 장기 연속 측정
일상 생활	샤워 불가, 선 연결로 인한 활동 제약	샤워 가능, 일상생활 제약 없음
진단 정확도	짧은 검사 시간으로 진단율 낮음 (약 30~50%)	장기 모니터링으로 진단율 96% 이상 확보

출처: 동사, RFS Team 3

[자료 3-13] '27년 예상 매출액 기준 SAM 대비 비율

(단위: 개수, 환자수, 백만 USD, 명)



출처: RFS Team 3

IV. Valuation

Historical Peer PER

동사의 가치평가 방식으로 **Historical Peer PER Valuation** 방식을 채택하였으며, 목표주가 216,000원, **상승 여력 60%, 투자 의견 Buy**를 제시한다. Valuation Table은 다음과 같다.

[자료 5-1] 씨어스테크놀로지 PER Valuation Table

[자료 5-2] 글로벌 헬스케어 및 의료기기 기업 PER

(단위: 배)

씨어스테크놀로지 PER Valuation			
27E 당기순이익	55,493	백만 원	(A)
Target P/E	49	배	(B)
적정 기업가치	2,743,034	백만 원	(C) = (A)*(B)
발행 주식 수	12,665,880	주	(D)
적정주가	216,569	원	(E) = (C)/(D)
Target Price	216,000	원	
Current Price	135,000	원	25.11.28 기준
Upside	60	%	

기업	25E	26E
Inspire Medical	49.9	46.8
Dexcom	55.7	30.8
Insulet	75.6	65.9
Intuitive Surgical	81.35	66.4

출처: Bloomberg, RFS Team 3

출처: LSEG, RFS Team 3

본 리서치팀은 ① 씽크 매출의 고성장과 ② 모비케어 해외 매출의 본격화에 따른 '27년 Target Price를 산출하고자 한다.

가치평가 기법 중 PSR은 흑자전환 이후 1년간의 시장 기대가 본격화됐을 때 고려되는 멀티플로, 본 리서치팀이 선정할 '27년 멀티플로는 적합하지 않다.

또한, Peer PER은 국내 Peer인 루닛, 뷰노와 해외 Peer인 Philips, iRhythm 모두 흑자전환을 하지 못하여, 적절한 Peer로 선정할 수 없다.

따라서 글로벌 헬스케어로 Peer 중 하나인 쇼크웨이브 메디컬(SWAV.NASDAQ)을 선정했다. 해당 기업이 동사의 Peer PER로 적절한 이유는 다음과 같다. '22년 매출액 YoY +106.5%를 달성했고, 영업이익은 1,389% 증가한 성장세를 보였다. 또한, '18년 유럽에서 출시 후 '21년 미국에서 분기마다 전년 대비 최소 2배 이상의 성장세를 보였으며, 미국 시장의 침투율 6%에 불과한 점도 동사의 '26년 씽크 TAM 침투율 6.8%와 유사하다. 쇼크웨이브 메디컬은 심혈관 의료기기 기업으로 고령화와 심혈관 환자 수 증가에 따른 전방 수혜를 입고, 의료진의 사용 편의성을 증진한다는 점도 동사의 씽크와 모비케어의 BM과 유사하다. 따라서 쇼크웨이브 메디컬 '23년 평균 PER 49.43을 적용했다.

시장의 차이에 따른 별도 할인이 필요하다고 생각할 수 있으나, 시장을 넘어선 제품의 차별화된 경쟁력과 동사와 쇼크웨이브 모두 해외에서의 성장성이 가시화된다는 점에 별도의 할인은 적용하지 않았다. 현재 성숙기에 도달한 글로벌 헬스케어 기업 및 의료기기 선행 PER이 30~60배에 해당하는 것을 감안해도 동사의 PER 49.43는 절대 과하지 않다고 판단한다.

V. Estimation Logic

동사의 Expected IS는 다음과 같다.

[자료 5-1] 씨어스테크놀로지 2025~2027년 Expected IS

단위: 백만원	2025E	2026E	2027E
매출액	51,278	101,093	160,734
매출원가 (%)	14,209 27%	28,573 28%	46,338 28%
매출총이익 GPM(%)	37,069 72.3%	72,520 71.7%	114,396 71.2%
판매비와 관리비 (%)	19,677 38.4%	33,957 33.6%	44,683 27.8%
영업이익 OPM(%)	17,392 34%	38,563 38%	69,713 43%
영업외손익	11	79	79
법인세차감전순이익	17,403	38,642	69,792
법인세비용	3,284	7,678	14,220
당기순이익	14,107	30,885	55,493

출처: RFS Team 3

매출 추정

동사의 매출 추정을 위해 1) 씽크, 2) 모비케어 해외, 3) 모비케어 홀터, 4) 모비케어 건강검진으로 구분했다.

1) 씽크

[자료 5-2] 씽크 매출 추정 Table

씽크 매출 추정	25E	26E	27E	씽크 구축 ASP 역산	1Q25	2Q25	3Q25
(단위: 억 원)				(단위: 억 원)			
매출	449	888	1,234	thynC™	3,098,371	6,720,038	14,172,971
YoY		49%	28%	웨어러블 교체	314,038	314,038	314,038
병상 도입	437	752	835	씽크 구축	2,784,334	6,406,001	13,858,934
YoY		42%	10%	ASP (단위: 원)	3,712,445	5,004,698	4,619,645
웨어러블	13	136	398				
YoY		91%	66%				

씽크 병상수 추정	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	27E
실제 설치	4,500	4,500	4,500	5,625	5,625	22,500
누적 설치	10,500	15,000	19,500	25,125	30,750	53,250

출처: RFS Team 3

동사의 씽크 매출액 25E 449억 원(YoY +978%), 26E 888억 원(YoY +49%), 27E 1234억 원(YoY +28%)을 전망한다.

씽크 매출은 신규 하드웨어 구축과 웨어러블 제품 교체 두 부분으로 나누어 추정했다. 우선 정확한 하드웨어 ASP 산출을 위해 웨어러블 제품 ASP 129.5만 원을 먼저 산출하여 씽크 총 매출액에서 분리하였다.

웨어러블 교체 매출은 직전 년도까지 누적된 설치 병상에 웨어러블 제품 ASP를 적용해 추정했다.

하드웨어 설치 ASP는 4Q25와 그 이후를 분리하여 추정했다. 올해 씽크의 수주 수요가 크게 증가하면서 대웅제약에 장비를 공급할 때 인식하는 매출과 실제 병원에 설치되는 시점에 시차가 발생하였기 때문에 분기별로 ASP가 변동하였다. 그러나 '26년 이후 매출에는 대웅제약 역시 실제 구축 가능한 수량에 대한 예측 가능성이 높아져 변동성이 줄어들 것이라고 판단했고 해당 부분을 IR 콜을 통해 교차 검증했다.

씽크 신규 구축에 대한 Q는 구축 엔지니어의 CAPA를 통해 추정했다. 현재 계약이 완료된 수주 잔고는 실제 설치 수량을 크게 상회하고 있다. 특히 3Q25 시점에 Big 5 병원에서 씽크의 본격적인 도입과 동사의 병상 침투율이 2.3%에 불과한 점은 향후에도 신규 수주가 실제 설치를 상회할 것이라는 판단에 합리성을 제공한다.

씽크의 구축 CAPA는 3Q25에 설치한 3,000 병상을 기준으로 향후 설치 가능 CAPA를 산정했다. 동사의 설치 속도는 인력 변화와 구축 숙련도 향상에 따라 좌우된다. 우선 인력 규모를 살펴보면 8월 IR 기준 구축 엔지니어는 6명에서 최근 11명으로 증가했다. 동사는 11명 기준으로 총 4개 전담팀을 구성해 운영 중이며, 내년까지 5개팀 체제로 확대할 계획이다. 기존 6명 3팀 체제에서 11명 4팀 체제로 전환됨에 따른 33%의 상승률을 산출했다.

또한, 구축 속련도 향상에 따른 CAPA 상승분은 구축시간이 4주에서 2~3주 수준으로 단축되었음을 IR 콜을 통해 확인했고 이에 대한 CAPA 상승률 25%를 산출했다. **다만 구축시간 단축에 팀당 인원 증가에 대한 부분을 할인으로 제거하기 위해 보수적 관점에서 총 CAPA 상승률을 50%로 산정하였다.** 이후 내년에 5팀 체제의 구축 시점을 알 수 없으나, 한 분기만에 4팀으로 전환된 것을 통해 늦어도 내년 하반기부터는 5팀의 가동이 가능하다고 판단해 2H26이 시작되는 시점에 CAPA 상승률을 반영하였다.

2) 모비케어 홀터

[자료 5-3] 모비케어 홀터 매출 추정 Table

연도별 ASP 추정 (단위: 원)		25E	26E	27E	동사 국내 실적		25E	26E	27E
일반	E6545	5,353	6,442	6,565	E6545 (건)		46,125	56,269	68,684
	E6556	6,167	7,226	7,352	점유율		14.5%	19.4%	25.9%
	E6557	16,349	19,156	19,490	일반		41%	40%	41%
프리미엄	E6545	21,493	25,864	26,359	프리미엄		59%	60%	59%
	E6556	24,626	28,852	29,356	E6556 (건)		147,409	179,325	201,551
	E6557	61,001	71,471	72,718	점유율		77%	80%	82%
					일반		5%	5%	5%
					프리미엄		95%	95%	95%
					E6557 (건)		1,490	1,631	1,791
					점유율		13%	14%	15%
					일반		50%	50%	50%
					프리미엄		50%	50%	50%

홀터 국내 매출	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	25E	26E	27E
(단위: 억 원)							
매출액	7	8	9	18	42	61	70
YoY	32%	26%	31%	149%	64%	43%	16%

출처: RFS Team 3

동사의 모비케어 홀터 국내 매출액은 26E 61억 원(YoY + 43%), 27E 70억 원(YoY + 16%)을 전망한다.

우선 ASP는 동사가 '23년 제공한 투자제안서를 기준으로 산정했다. 보험 수가 코드 E6545, E6556, E6557로 구분하고, 각 코드별로 일반/프리미엄 비중을 나눈 뒤 건당 ASP를 계산했다.

이후 ASP의 연도별 변화는 ① 코드별 의원 단가와 ② 상대가치 점수 상승률을 반영해 추정했다. 일반적으로 보험 수가 오르면 병원의 절대 단가 수익이 커지기 때문에 동사의 ASP도 계약 조건에 따라 상승하는 구조로 파악된다. 또한, 동사는 '24년부터 판매되는 홀터 외래 프리미엄 서비스의 건당 단가를 30% 인상하는 부대합의서를 체결했으며 이에 따라 프리미엄 구간에는 실제 합의 내용을 반영해 30% 인상률을 추가로 적용했다.

Q 추정은 동사가 확보한 M/S를 기반으로, 각 수가 코드별 시장 흐름과 병원 확장 효과를 반영해 산정했다. 국내 심전도 시장은 수가 체계 개편 이후 코드별 성장 양상이 상이하며 이에 따라 E6545, E6556, E6557 각각에 다른 추정 논리를 적용했다.

E6545는 수가 체계 개편 이후 성장률을 기준으로 Q를 산정했다. 또한, 프리미엄/일반 비중은 과거 4개년 평균치를 적용했다. 해당 코드는 시장이 축소되는 상황에서도 동사의 점유율이 꾸준히 확대되고 있고, 부정맥 의심 환자 전반을 대상으로 사용돼 환자군이 특정 옵션으로 쏠리지 않는 특성이 있다. 이러한 특성 때문에 과거 프리미엄/일반 비중도 크게 흔들리지 않았으며 프리미엄 판매 확대 기조를 유지하되 과도한 왜곡을 피하기 위해 4개년 평균값을 채택하는 것이 가장 합리적이라고 판단했다.

E6556은 '23년 YoY 점유율 상승분을 기준으로 Q를 산정했다. 또한 프리미엄/일반 비중은 최근 2개년 평균치를 적용했다. 해당 코드는 적용 대상이 가장 넓어 성장성이 두드러지고, 동사는 상급종합병원 도입 확대를 토대로 빠르게 침투하고 있다. 이는 향후에도 유사한 증가폭을 반영하는 것이 합리적이다. 또한, 병원 현장에서는 부정맥 전문의가 없는 의료기관에서도 판독 부담을 줄일 수 있는 프리미엄 옵션을 기본 선택지로 활용하고 있어 프리미엄 비중이 압도적으로 높은 패턴이 형성돼 위와 같이 반영했다.

E6557은 만성질환 환자 증가율을 기반으로 보수적인 Q를 산정했다. 또한 프리미엄/일반 비중은 왜곡을 피하기 위해 50:50으로 적용했다. 해당 코드는 중환자·고위험군 중심으로 사용돼 환자군 자체가 제한적이며 불필요 상황에서는 사용이 억제되는 특성을 가진다. 따라서 '24년 검사량이 상승폭이 제한적이라 판단해 이후 추정치는 만성질환 증가율만을 반영해 산출했다.

3) 모비케어 건강검진

[자료 5-4] 모비케어 건강검진 매출 추정 Table

건강검진 매출 추정	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E
매출	923,825	257,250	421,053	508,495	935,835	260,594	426,527	515,105	948,001
건수	28,547	7,949	13,011	15,713	28,918	8,053	13,180	15,917	29,294
YoY	270%	3%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
비중	44%	12%	20%	24%	44%	12%	20%	24%	44%

분기별 건강검진 비중	1Q	2Q	3Q	4Q
평균	16%	21%	23%	40%
1	21%	30%	23%	26%
2	16%	9%	25%	50%
3	12%	25%	22%	41%
4	13%	20%	22%	45%

건강검진 증가분	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E
매출	249,757	415,650	501,969	923,825
YoY	112%	253%	88%	270%
비중	12%	20%	24%	44%

출처: RFS Team 3

동사의 건강검진 매출액 25E 21.1억 원(+YoY 137%)를 전망한다.

건강검진 ASP의 경우 '24년 반기보고서에 공시된 수량과 매출을 통해 역산하여 32,362원으로 설정했다. 건강검진의 경우 계절성이 존재한다. 동사는 2H24에 대형검진센터, KMI, 한국건강관리협회 등의 고객사를 추가적으로 확보했다. 1H24는 해당 고객사에 따른 매출이 반영되어 있지 않기에 기존 계절성을 고려한 2H24의 매출을 추정하고, 실제 2H24 매출에 해당 추정분을 차감하여 검진센터에 따른 상승분만을 계산했다. 검진센터에 따른 상승분은 1억 5,609만원 정도로 기존 2H24 대비 238% 상승했다.

건강검진 계절성은 정확한 자료가 없기에, 자료를 공개한 4곳의 분기별 평균 비중을 구하여 적용했다. 1Q25는 전년 대비 +112%, 2Q25는 전년 대비 +253% 상승한 것을 봤을 때, 4Q25E에 검진센터에 따른 상승분 +238%를 적용하는 것은 과하지 않은 상승여력이라 판단한다. 또한, '25년 9월 기준 동사의 누적 진단 건수가 50만 건을 넘었기에, 해당 추정분들은 적절하다.

이후 '26년부터는 추가적인 건강검진 센터 확보 계획이 없기에, 국민건강보험공단에서 적용한 일반건강검진 수검률 증가율인 1.3%를 적용했다

4) 모바일케어 해외

4-1) 중동

[자료 5-4] 모바일케어 해외 매출 추정 (중동) Table

해외 매출 종합	26E	27E
중동	30	161.7
Bull	30	161.7
Bear	22.1	45.4
Base	27	92.6
미국	3.8	116.8
Bull	3.8	116.8
Bear	0.5	14.6
Base	2.1	65.7
기타 국가	2.2	3.3
계	33.7	25

	심전도 수가	프리미엄 ASP	비율
국내	60,000	30,000	0.5
중동	239,130	95,652	0.5

TAM, SAM 선정	
건강 인구 (TAM)	1,000,000
고혈압	41.4%
고위험 환자 (SAM)	414,000

Case	Bull	Bear	Base
검진율	50%	10%	25%

출처: RFS Team 3

동사의 모바일케어 중동 매출액 26E 37.3억 원, 27E 162억 원(+YoY 332.8%)을 전망한다.

중동은 현재 아부다비에서 실증 사업이 거의 마무리되고 있기 때문에, 1Q26 제품 선적 이후 2Q26부터 매출이 발생할 것으로 전망한다. 파트너사인 Life sign의 보험 적용 인구 외로도 추가 고객을 확보할 수 있지만, 보수적으로 TAM은 Life sign의 보험 적용 인구 100만 명을 적용했다. 그 중 실제 부정맥 스크리닝 대상자는 WHO의 UAE 내 심혈관 고위험군 비중인 41.4%를 적용하여 SAM은 실제 고위험군 환자 41.4만 명으로 산정했다.

중동의 경우 국내와 상이하게 병원이 수가를 통해 수취하는 방식이 아니라, 판매 금액 자체에서 수취하기 때문에 판매 가격이 높다. 중동의 판매 가격은 Life sign의 자회사인 OneHealth의 현지 판매가격을 적용했다. 중동의 계약 로열티 비중을 알 수 없기 때문에 국내에서 적용한 로열티 비율을 적용했고, 중동은 프리미엄 서비스만을 제공하기에 모바일케어 해외 프리미엄 ASP를 통해 중동 ASP를 도출했다.

중동 관련 경쟁사들의 수출 사례는 에이테센스의 쿠웨이트 40억, 메주의 요르단 2,000대 수출 계약이 존재한다. 요르단 대비 UAE의 시장 크기는 3.6배가 크므로, 동사는 초기 선적 물량 7,200대를 선적했다고 가정한다. 7,200대로 서비스를 제공하면 1년 동안 28,800번을 제공할 수 있고, 해당 숫자는 414,000명의 7%에 해당하므로 초기 시장 점유율 7%를 가정했다.

고위험군 환자(SAM) 41.4만 명에 대한 매출은 건강검진 검진율에 따라 결정되지만, 부정맥 검진율은 직접적인 통계자료가 없다. 따라서 다른 질환 스크리닝 프로그램의 검진율을 차용했다. 국내 암 검진율이 70%를 소폭 상회하며, 영국 대장암 검진율도 71.8%수준이다. 암은 고위험군이 검진에 참여하기 때문에 적합한 자료라 판단했고, OECD 국가들은 대부분 70%수준에서 고착화된다. 다만, 중동은 OECD 대비 ECG 활용 수준이 낮기 때문에 일종의 할인이 필요하다 판단하여 50% 검진율을 최고치로 설정했다.

검진율에 대한 가정은 강한 가정이기 때문에 bull(50%), bear(10%), base(25%)로 구분했다. 건강검진 매출의 경우 파트너사가 확보한 고객을 일괄적으로 전부 커버하는 것이 통상적이지만, 해외 진출의 경우 특정 사

례를 참고할 수 없어 보수적으로 27년까지 해당 검진율을 달성한다고 가정했다.

중등의 경우 고령 및 심혈관, 고혈압 질환이 높으며, OECD 선진국의 검진율 70% 대비 50%의 검진율은 과하지 않다고 판단하여 bull case를 적용했다.

4-2) 미국

[자료 5-5] 모비케어 해외 매출 추정 (미국) Table

장단기 홀터 시장 규모	23A	24A	25E	26E	27E	케이스 설정	
Millions in USD						bull	4%
iRhythm	433	488	543	615	670	bear	0.5%
M/S	62%	66%	70%	71%	71%	base	2.3%
BioTelemetry	85	90	94	105	115	에이티센스 선적 매출 및 비율 (단위: 대수)	
M/S	12%	12%	12%	12%	12%	25E	7,000 2%
Preventice	65	69	72	80	88	26E	100,000 22%
M/S	9%	9%	9%	9%	9%	27E	150,000 33%
others	117	94	66	66	71	28E	200,000 44%
M/S	17%	13%	9%	8%	8%	에이티센스 예상 M/S	
씨어스테크놀로지						25E 매출액	60 (억 원)
bull				0.27	8.26	원/달러	42.3\$
bear				0.03	1.03	예상 M/S	0.5%
base				0.15	4.65		
Sum	700	740	776	866	944		

동사의 모비케어 미국 매출액 26E 3.7억 원, 27E 116.8억 원을 전망한다.

미국의 경우 iRhythm이 '25년 Long&Short term ECG holter 시장의 70%를 점유하고 있다. 해당 제품군 내에서 70% 점유율을 차지하고 있는 아이리듬의 성장 추이를 파악하여, 시장의 남은 파이를 동사가 차지 하는 것이 합리적이라 판단했다. 따라서 iRhythm의 '27년 M/S를 추정했다.

아이리듬의 성장 추이를 토대로 전체 시장 규모를 역산하고, 경쟁사들의 점유율 추이를 확인했다. 주요 플 레이어인 iRhythm는 '27년 전체 M/S의 약 71% 정도를 점유할 것으로 추정된다. 보수적으로 iRhythm을 제외한 Biotelemetry, Preventice는 기존의 M/S 유지할 것으로 가정했다. 시장의 자연 성장률도 존재하기 에 해당 플레이어들이 기존 점유율을 상회하는 M/S를 확보할 것이라고 판단되지 않는다.

동사는 시장 초창기인 만큼 Others에 속하는 경쟁 열위에 있는 제품들과 경쟁할 것으로 판단한다. 다만, M/S를 얼마나 확보할지는 강한 가정이기 때문에 bull(4%), bear(0.5%), base(2.3%)로 구분하여 추정했다. Bull 케이스의 경우 미국 시장에 먼저 진입한 에이티센스와 M/S 8%를 등분할 것이라 판단했다. Bear 케 이스의 경우 에이티센스의 초기 M/S를 적용했으며, base는 두 케이스의 산술 평균값을 적용했다.

동사의 모비케어는 앞서 서술한 기술적 경쟁우위를 확보했으며 가이드언스를 참고해도 미국 M/S 10% 수준 으로 예상되기에, bull 케이스를 적용에 무리가 없다.

비용 추정

비용 추정은 금액적 중요성이 높은 ①매출원가, ②인건비, ③경상연구개발비, ④감가상각비, ⑤주식보상비용, ⑥지급수수료를 중심으로 진행하였다. 그 외의 비용 계정은 일정한 추세를 유지하는 항목의 경우 직전 3개 분기 이동평균을 적용하였고, 물가 상승이 반영되어야 하는 항목은 연간 물가상승률 2%를 적용했다.

[자료 5-6] 매출원가 추정 Table

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2025E	2026E	2027E
단위: 백만원							
매출액	4,068	7,954	15,737	23,519	51,278	101,093	160,734
매출원가	1,294	2,054	4,478	6,383	14,209	28,573	46,338
원재료 및 상품매입액	698	743	4,021	5,445	10,273	15,724	25,018
% of Sales	17.2%	9.3%	25.6%	23.2%	20.0%	15.6%	15.6%
감가상각비	142	155	159	160	616	628	641
% of Sales	3.5%	1.9%	1.0%	0.7%	1.2%	0.6%	0.4%

출처: RFS Team 3

①매출원가: 동사의 매출원가는 크게 매출액과 직접 연동되는 변동비(원재료 및 상품매입액)와 고정비 성격의 노무비 및 제조경비로 구분하여 추정하였다.

원재료 및 상품매입액: 매출액 증가에 따라 비례적으로 발생하는 구조임을 확인하였으며, '24년 누적 매출액 대비 변동비 비율인 약16% 수준을 적용하여 추정하였다.

감가상각비: 생산직 급여와 감가상각비 등으로 구성된 고정비는 매출액과 무관하게 일정하게 발생하는 특성을 반영하되, 물가상승률을 고려하여 매년 2% 수준의 증가를 가정하였다.

[자료 5-7] 판매비와 관리비 추정 Table

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2025E	2026E	2027E
단위: 백만원							
인건비	953	1,199	1,505	1,637	5,294	6,994	6,994
% of Sales	23.4%	15.1%	9.6%	7.0%	10.3%	6.9%	4.4%
퇴직급여	143	143	143	136	441	583	583
% of Sales	3.5%	1.8%	0.9%	0.6%	0.9%	0.6%	0.4%
복리후생비	137	158	231	235	237	313	313
% of Sales	3.4%	2.0%	1.5%	1.0%	0.5%	0.3%	0.2%
주식보상비	82	206	320	666	1,274	5,722	5,917
% of Sales	2.0%	2.6%	2.0%	2.8%	2.5%	5.7%	3.7%
연구개발비	1,061	1,224	1,174	1,478	4,937	5,677	6,529
% of Sales	26.1%	15.4%	7.5%	6.3%	9.6%	5.6%	4.1%
감가상각비	141	144	175	175	175	175	175
% of Sales	3.5%	1.8%	1.1%	0.7%	0.3%	0.2%	0.1%
지급수수료	691	1,025	738	2,710	5,164	10,109	16,073
% of Sales	17.0%	12.9%	4.7%	11.5%	10.1%	10.0%	10.0%

출처: RFS Team 3

②**인건비**: 동사는 3Q25 씽크 인력난과 주식선택권을 부여 경향을 볼 때, 인원 수를 계속 늘릴 것으로 예상한다. 실제로 자사 홈페이지에서 신규 인원 채용 공고를 확인했으며, 인건비는 3Q25 기준 급여를 베이스로 하여, 인원 증가율을 모두 반영하였다. 이에 인원 소요 계획을 참고하되, 실제 채용은 계획보다 지연되는 경향이 있음을 감안하여 계획 대비 90% 수준으로 보수적으로 반영하였다. 25년 10월 기준 종업원 수는 121명이며, 26년에는 25년 분기별 증가율을 반영했고, 27년부터는 인원수 증가율이 둔화될 것으로 예상했다. 향후 매출 증가 속도보다 인원 증가 속도를 낮게 유지하여 영업 레버리지 효과가 발생하도록 가정하였다.

급여 및 복리후생비: 급여는 연간 임금상승률과 인원 증가분을 가산하여 산출하였으며, 퇴직급여는 법적·통상적 기준인 연간 총 급여의 1/12(약 8.3%)를 적용하였다.

③**경상연구개발비**: 동사는 신규 제품 개발이 지속적으로 예정되어 있는 기술 기반 기업이다. 이에 따라 흑자 전환을 위해 R&D 비용을 무리하게 감축하기보다는, 미래 성장 동력 확보를 위해 투자를 지속한다는 가정하에 신제품 출시에 따른 연간 15% 수준의 비용 증액을 반영하였다. 이는 매출액 대비 약 10% 수준을 유지하는 합리적인 추정이라 판단된다.

④**감가상각비**: 특히 건물분의 경우, 더 이상의 대규모 건물 취득 계획이 없음을 확인하였기에 추가적인 비용이 발생하지 않을 것으로 판단하였다. 용인시 토지의 경우 최근 보고서상 구체적인 활용 계획이 부재하여 별도 반영하지 않았다.

⑤**주식보상비용**: 핵심 인력의 유출 방지와 근로 의욕 고취를 위해 주식매수선택권이 지속적으로 부여될 것으로 판단하였다. 기 부여된 5차, 7차 물량에 더해, 2Q26 시작 시점에 '제9차 주식선택권'이 추가로 부여될 것이라 가정하였다. 9차 부여분의 공정가치는 현실적인 제약을 고려하여 7차 수량과 현재 시점의 주가를 반영해 산정하였으며, 기대 권리 소멸률은 현재 시점의 퇴사율인 4%를 적용하였다.

⑥**지급수수료**: 지급수수료는 매출액과의 상관관계수가 0.92로 매우 높은 상관관계를 보임을 확인하였다. 이에 따라 직전 '24년 누적 평균 비율인 매출액 대비 약 5% 수준을 적용하여 매출 성장에 비례해 증가하도록 추정하였다.

[자료 5-6] 영업외손익 추정 Table

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2025E	2026E	2027E
단위: 백만원							
이자수익	61	68	56	56	241	0	0
% of Sales	1.5%	0.9%	0.4%	0.2%	0.5%	0.0%	0.0%
이자비용	(61)	(55)	(57)	(57)	(230)	79	79
% of Sales	-1.5%	-0.7%	-0.4%	-0.2%	-0.4%	0.1%	0.0%
외환차손	0	0	(1)	0	0	0	0
% of Sales	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
법인세비용	0	0	0	0	3,284	7,678	14,220
% of Sales	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.4%	7.6%	8.8%

출처: RFS Team 3

⑦**이자수익**, ⑧**이자비용**, ⑨**외환차손**: 시트를 참고하길 바람.

예상 포괄손익계산서(단위: 억원)	2024A	2025E	2026E	2027E
매출액	81	513	1,003	1,575
매출원가	47	145	275	439
매출총이익	34	368	728	1,136
일반판매관리비	121	197	338	442
조정영업이익		171	390	694
영업이익	(87)	171	390	694
비영업손익	(1)	0	3	3
금융손익	(1)	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	(88)	171	392	697
법인세 비용	1	32	78	141
계속영업이익	(89)	139	315	556
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	(89)	139	315	556
지배주주	(89)	139	315	556
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	(89)	139	315	556
지배주주	(89)	139	315	556
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	(8)	173	392	695
FCF	(115)	117	216	427
EBITDA 마진율 (%)	%	34%	39.1%	44.1%
영업이익률 (%)	%	33%	39%	44%
지배주주귀속 순이익률 (%)	%	27%	31.4%	35.3%

예상 현금흐름표 (단위: 억원)	2024A	2025E	2026E	2027E
영업활동으로 인한 현금흐름	(111)	50	268	303
당기순이익	(89)	139	315	556
감가상각비(계)	11	2	2	2
유형자산 감가상각비	11	2	2	2
무형자산 상각비	0	0	0	0
사용권자산 상각비	0	0	0	0
영업활동 자산부채 변동	(32)	(2)	(6)	(5)
법인세납부	(1)	(2)	(8)	(11)
기타		10	0	0
투자활동으로 인한 현금흐름	(14)	(10)	(10)	(10)
현금유입액	1	5	5	7
현금유출액	(15)	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	0	(5)	(5)	(3)
기타투자활동	0	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	192	30	0	0
현금유입액	230	22	0	332
현금유출액	(38)	2	0	-274
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	0	10	0	0
현금의 증가	67	60	310	440
기초현금	41	108	168	478
기말현금	108	168	478	918

예상 재무상태표 (단위: 억원)	2024A	2025E	2026E	2027E
유동자산	164	400	820	1,330
현금 및 현금성자산		170	480	918
매출채권 및 기타채권	42	200	280	350
재고자산	12	30	40	52
기타유동자산	1	1	20	10
비유동자산	116	120	110	110
유형자산	102	100	100	100
무형자산	0	20	10	10
기타자산	0	0	0	0
자산총계	281	520	930	1,651
유동부채	39	90	120	140
매입채무 및 기타채무	13	40	60	70
단기금융부채		30	30	30
기타유동부채	1	20	30	40
비유동부채	28	40	60	70
장기금융부채		10	10	10
장기충당부채	1	30	50	60
부채총계	67	130	180	210
지배주주지분	214	390	760	1,441
자본금	63	63	63	63
자본잉여금	600	620	675	800
이익잉여금	(452)	(293)	22	578
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	214	390	760	1,441

예상 주당 가치 및 Valuation	2024A	2025E	2026E	2027E
P/E (x)	-	123	54	31
P/B (x)	-	48.5	25.62	14
EV/EBITDA (x)	-	90.2	35.2	26.9
EPS (원)	(752)	1,095	2,485	4,387
BPS (원)	1,705	3,096	6,001	9,780
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0	0	0	0
배당수익률 (%)	0	0	0	0
매출액증가율 (%)	329.7%	118%	95.7	57
EBITDA증가율 (%)	N/R	흑전	19.9%	14.3%
조정영업이익증가율 (%)	N/R	흑전	19.3%	13.4%
EPS증가율 (%)	N/R	흑전	1%	16%
매출채권 회전일수	110.6	89	83	89
재고자산 회전일수	50.7	14.3	11	11.7
매입채무 회전일수	17.2	37.6	39.7	44
ROA (%)	-39.23%	38%	50.7	40.3
ROE (%)	-60.13%	50.4%	63.9%	47.6%
ROIC (%)	-55.0%	72.3	115.4	122.8
부채비율 (%)	31.24%	33.3%	23.7%	14.6%
유동비율 (%)	423.8%	411%	650%	912.9%
당좌비율 (%)	392.2%	234.1%	169.2%	126.8%
자기자본비율 (%)	76.2%	75%	81.7%	87.3%