2020. 5. 8

Global Equity Team

이영진
Research Associate
youngjin91.lee@samsung.com
02 2020 7377

Teladoc Health (TDOC US)

LA에서 온 환자, 뉴욕에서 온 의사

WHAT'S THE STORY

기업개요: 텔라닥 헬스는 미국 원격의료 시장 절대 강자. 유일하게 상장된 원격의료 퓨어 플레이어로 원격의료 산업에 관심이 있는 투자자에게 다른 대안은 없음. 안정적 구독 모델 기반의 높은 매출액 가시성은 상당히 매력적. 매년 1회 이상 시행하는 M&A 전략은 진료 영역 및 시장 확대 기반. 타 원격의료 기업 대비 보유한 강력한 의료진 네트워크는 급격한 수요 증가 대응 및 규모의 경제를 통한 비용 하락으로 연결. 넓은 파트너십을 구축 중이지만 향후 수요 증가에 대응한 건강보험사의 복수 계약 체결 상황에서 우선순위로 고려될 것.

코로나19 모멘텀: 코로나19로 언텍트 테마가 주목 받고 있음. 실제로 구글 트렌드 상 원격의료 및 관련 기업에 대한 관심 증가. 미국 내 자택대기령 및 이동금지령으로 인해 사회활동이 제한되었지만 필수적인 행위의 경우 지속 필요. 의료 서비스는 원격의료 플랫폼을 통한 비대면 형태로 대안 모색. 정부 및 건강보험 기업의 원격의료 확대 정책과 병원 방문을 꺼리는 사회현상 모두 원격의료엔 긍정적. 실제로 원격의료의 기업 매출액이나 진료 등 관련 메트릭 급증세. 텔라닥 헬스 주가 상승은 산업성장에 대한 시장 기대감이 투영된 결과.

원격의료 산업: 원격의료 산업 주목도 상승에도 불구 중요한 점은 산업 성장이 지속될 수 있는지 여부. 우리는 원격의료 산업의 지속적인 성장을 전망. 원격의료를 통해 미국 헬스케어 시스템의 고질적 문제인 1) 의사 부족현상과 2) 높은 의료비용 해결 기대. 원격의료 서비스 참여 그룹인 개인 고객, 기업, 의료진, 의료시설의 설문조사 결과도 긍정적. 향후 진료 과목 확대 속 진료의 시작과 사후 관리는 원격의료라는 법칙이 생길 수 있음.

Valuation 및 투자전략: 동사의 12M FWD EV/매출액 밸류에이션은 15.6 배. 20 년 및 21 년 예상 매출액 성장률 평균은 37%. 과거 2 년 평균 밸류에이션 8.1 배 대비 93% 프리미엄. 유사한 사업 모델을 보유한 평안굿닥터(1833 HK)의 12M FWD EV/매출액은 13.8 배. 20 년 및 21 년 예상 매출액 성장률은 38% 수준. 단기간 급등한 주가와 밸류에이션 확대는 부담스러운 상황 하지만 원격의료 장기성장성을 의심할 필요는 없음. 산업 성장성에 베팅하는 투자자라면 차익실현 물량 출회에 따른 주가 하락 시기가 매력적 진입 포인트.

리스크 요인: 1) 코로나 19 모멘텀이 일회성에 그칠 가능성, 2) 의료진 네트워크 확장을 위한 비용 증가, 3) 대형기업 시장 참여 가능성 등

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2018	2019	2020E	2021E
매출액 (백만달러)	417.9	553.3	833.2	1,031.9
영업이익 (백만달러)	(70.9)	(80.4)	(53.4)	0.2
순이익 (백만달러)	(97.1)	(98.9)	(85.9)	(32.7)
EPS (adj) (달러)	(1.47)	(1.38)	(0.97)	(0.42)
EPS (adj) growth (%)	적지	적지	적지	적지
EBITDA (백만달러)	(35.3)	(27.5)	73.9	121.4
EBITDA margin (%)	(8.4)	(5.0)	8.9	11.8
EV/매출액 (배)	8.2	10.9	15.6	12.6
P/B (배)	3.5	6.0	13.2	13.4
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: Bloomberg, 삼성증권

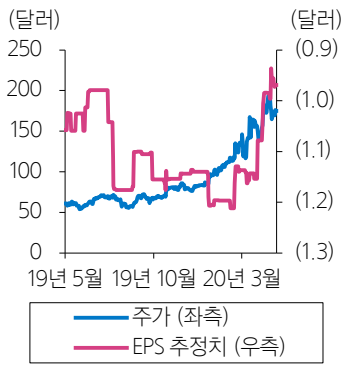
AT A GLANCE

현재주가	174.9 USD
블룸버그 평균목표주가	167.7 USD
시가총액 (달러)	13.0 십억 달러
시가총액 (원)	15.9 조원
Shares (float)	73.5 백만주 (98.7%)
52 주 최저//최고	53.5 / 203.9 달러
90 일-평균거래대금	0.5 십억 달러
국가	US
상장거래소	New York
산업	Healthcare-Services
주요 주주	1. BlackRock (10.3%)
	2. Vanguard (9.0%)
	3. Baillie Gifford (7.7%)

ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
Teladoc Health (%)	23.8	118.4	183.4
S&P500 대비 (%pts)	15.5	125.3	183.4

주가 vs EPS 추정치



자료: Bloomberg, 삼성증권

Part1. 기업개요

원격의료 선두주자, 텔라닥 헬스

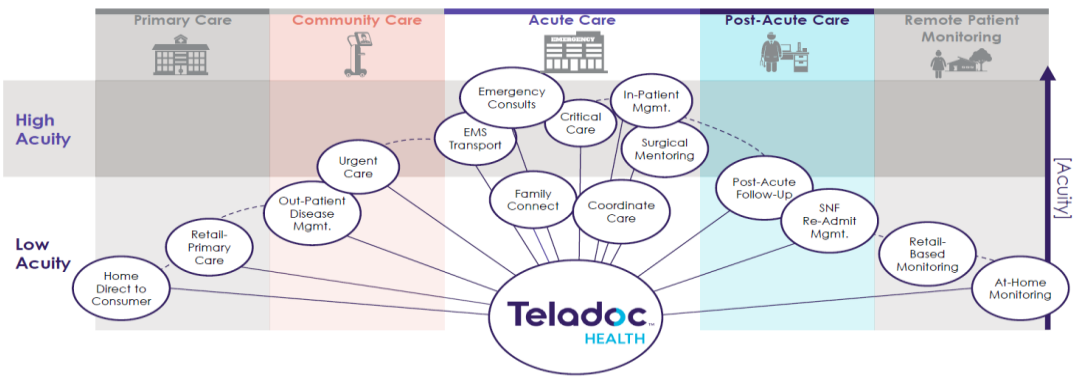
텔라닥 헬스는 미국 원격의료의 시장 절대 강자다. 유일하게 상장된 원격의료 퓨어 플레이어이기 때문에 원격의료 산업 투자에 관심이 있는 투자자에게 다른 대안은 없다. 안정적 구독 모델을 기반으로 한 높은 매출액 가시성은 상당히 매력적이다. 또한 매년 1 회 이상 시행하는 M&A 전략을 통해 진료 영역 및 시장 확대를 추구하고 있다. 타 원격의료 기업 대비 강력한 의료진 네트워크는 급격한 수요 증가 대응과 규모의 경제를 통한 비용 하락으로 이어진다.

텔라닥 헬스(Teladoc Health)는 미국 원격의료 선두주자다. 동사는 2016년 자사 발표자료를 통해 70% 수준 점유율을 보유하고 있다고 발표했다. 웹사이트 트래픽 추이 등을 기반으로 봐도 과반 이상 점유율을 유지하고 있는 것으로 추정된다.

동사는 의료진 네트워크를 구성해 고객에게 원격의료 서비스를 제공한다. 진료과목은 일반 진료(감기 등), 피부과, 정신과, 소아과, 부인과 등 다양하게 제공된다. 고객들은 웹사이트, 앱, 콜 센터를 통해서 진료를 신청할 수 있다. 진료 신청 이후 보유한 보험 커버리지, 성별, 사용 언어 등을 고려해 가장 적합한 의료진을 배정한다. 대기 시간은 통상 10분 정도 소요된다. 진료 후 의료진이 환자의 EHR(Electronic Health Record) 업로드 및 필요 시 전문의 refer 과정을 거쳐 서비스가 마무리된다.

동사는 기업과 계약을 맺거나, 건강보험 기업과 파트너십을 통해 직장 건강보험 가입자 플랜(커머셜 보험)에 원격의료 서비스를 제공한다. 고객과 직접 계약을 맺기 보다는 우회한 B2B2C 형태 사업모델이 기본이다. 해당 모델은 고객의 대량 확보를 통해 안정적 매출유지가 가능하다. 20년 1월 기준 고객사는 1.2만개(포춘500 기업 중 40%), 파트너십 체결 건강보험 기업은 50개 이상이다. 미국 내 멤버십 가입 고객은 4,300만명에 달한다. 멤버십 없이 진료 받은 고객 고려 시 미국 인구 20%가 동사 플랫폼을 활용 중이다. 3,100명 네트워크 소속 의료진과 5만명 전문가 자문 네트워크는 지속적인 확대가 전망된다.

그림 1. 텔라닥 헬스의 다양한 진료 분야



자료: Teladoc Health, 삼성증권

구독(Subscription) 매출 모델과 M&A 전략

텔라닥 헬스 매출 구성 특징은 '구독 매출액' 비중이 높다는 점이다. 1분기 진료 수수료(Visit Fee) 매출액이 크게 성장(+93% YoY)했지만 구독 매출액 비중은 전체 매출액 76%에 달한다. 2015년 이후 분기 평균 82.6% 수준이다. 반복 발생하는 구독 매출액은 매출액 가시성과 안정성을 높이는 역할을 한다.

PEPM + Visit Fee 모델을 통해서도 진료 수수료(Visit Fee) 매출액이 발생하지만 구독료 없이 고객이 진료를 받을 경우에만 매출액이 발생하는 VFO(Visit Fee Only) 모델은 2018년 도입됐다. VFO 모델 고객의 활용률(Utilization)은 구독 고객 대비 낮기 때문에 활용률 개선에 따른 매출 성장 가속화를 기대할 수 있다 향후 건강보험 파트너십 확대 과정에서 구독 멤버십과 VFO 모델 간 고객 구성을 주목해야 한다.

동사는 5개 브랜드(표2 참조)를 통해 서비스를 제공한다. 일반적으로 생각하는 원격의료는 Teladoc 브랜드를 통해 제공된다. BestDoctor는 전문의를 통한 2차 소견 서비스를, BetterHelp는 개별 고객의 가입을 받아 DTC(Direct To Customer)형태로 정신 건강(Behavior Health) 서비스를 제공한다. Healthiestyou는 중소기업을 타겟으로 고객 유지율 재고를 위해 플랫폼 내 다양한 서비스를 통합 제공한다. Advanced Medical은 해외시장 확장을 목표로 2018년 인수되었다. 현재 유럽, 남미 및 아시아 지역에 진출했다. 동사는 매년 최소 1회 이상의 M&A를 진행하고 있다. 향후에도 기존 서비스를 기반으로 인수를 통해 부족한 부분을 채우는 형태의 사업 확장이 기대된다.

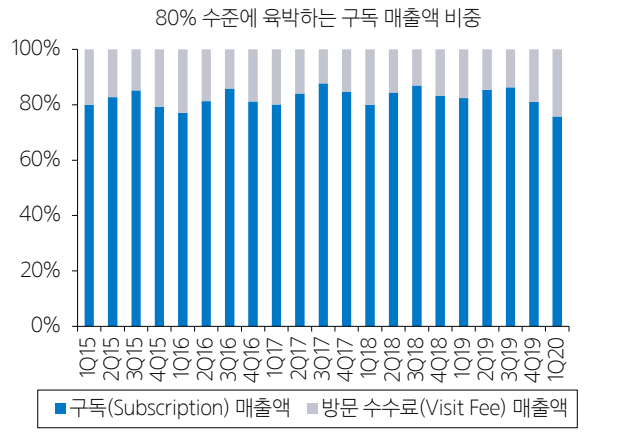
표 1. 텔라닥 헬스 매출 모델 요약

매출모델	주요 내용
PEPM* + Visit Fee	PEPM은 최소 $0.15에서 수달러 범위로 책정 일반 진료 Visit Fee는 $49
PEPM Only	PEPM은 최대 $10 수준 일정 횟수 진료가 포함, 중소기업이 선호
VFO**	2018년부터 도입된 모델, 진료횟수마다 지급 Visit Fee가 상대적으로 높음 ($150 수준)
Providers (의료시설)	Provider 고객에게 연간 반복 라이선스 fee 수령

참고: *PEPM(Per Member Per Month): 고객 당 월간 구독료 수취
**VFO (Visit Fee Only): 고객 진료 횟수 당 이용료 수취

자료: Teladoc Health, 삼성증권

그림 2. 텔라닥 헬스 매출 비중 추이



자료: Teladoc Health, 삼성증권

표 2. 텔라닥 헬스 서비스 브랜드 요약

브랜드	주요 내용
Advanced Medical	2018년 인수. 해외 사업확장 목적. Best Doctor처럼 2차소견 제공. 일반적인 원격진료 서비스도 제공.
Best Doctor	2차 소견 서비스. 네트워크 상 전문 의료진이 진단 및 치료 계획을 수정 또는 확정. 진단의 정확성을 높이기 위함
BetterHelp	정신건강 서비스 제공. 설문지를 통해 치료사 배정. 이후 고객은 같은 치료사에게 서비스를 받음
HealthiestYou	2016년 인수. 중소기업 고객 타겟. 의료시설, 보험 연결, 의료 비용 및 처방 가격 비교 등 제공
Teladoc	주요 원격의료 서비스 제공. 웹사이트, 앱, 콜센터를 통해 진료 신청. 개인 보험 커버리지를 고려 의료진 배정.

참고: Teladoc Health, 삼성증권

표 3. 텔라닥 헬스 주요 M&A

일자	피인수기업	딜 규모 (백만달러)	인수목적
2013년 9월	Consult a Doctor	16.6	중소기업 시장 확대
2014년 5월	AmeriDoc	17.2	중소기업 시장 확대
2015년 1월	**BetterHelp**	**4.3 이상**	**정신 건강**
2015년 6월	StatDoc	30.1	보험사 및 공제회 파트너십 확대
2016년 7월	HealthiesYou	145.3	중소기업 시장 확대
2017년 7월	**Best Doctor**	**440.0**	**2차 소견 서비스**
2018년 5월	**Advance Medical**	**351.7**	**해외 사업 확대**
2019년 5월	MedicinDirect	n/a	해외 사업 확대
2020년 1월	**InTouch Health**	**600.0**	**의료시설 원격의료 플랫폼**

자료: 언론 종합, 삼성증권

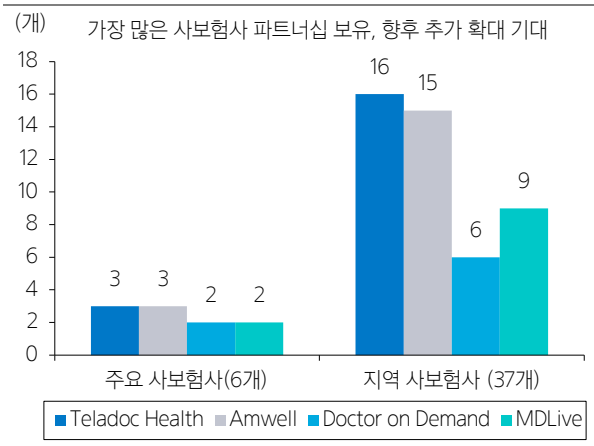
점유율 1등의 이유: 넓은 파트너십과 비용 경쟁력

텔라닥 헬스의 높은 점유율 유지 기반에는 1) 다양한 파트너십과 2) 비용 경쟁력이 존재한다. 동사 외에 미국 내 주요 원격의료 기업으로 Amwell(American Well), Doctor on Demand, MDLive 등이 있다(전부 비상장). 건강보험 기업과의 파트너십 측면에서 동사는 주요 건강보험사(6개)중 UnitedHealth Group(UNH), Aetna(CVS), Centene(CNC) 세 곳과 협력 중이다. Amwell과 더불어 가장 많은 파트너십을 체결 중이며 로컬 건강보험사 대상으로 범위를 확대해도 숫자에서 가장 앞서있다. 향후 수요 증가에 대비해 건강보험사와 원격의료 기업간 복수 파트너십 구축이 예상된다. 높은 점유율에 기반한 경쟁력으로 동사는 파트너십의 우선순위로 꼽힐 것이다.

2019년 인수를 발표한(2Q20 인수 완료 전망) InTouch Health(이하 InTouch)를 통한 추가적 의료시설 침투 확대도 기대된다. InTouch는 클라우드 기반 B2B 원격의료 서비스에 특화된 플랫폼으로 의료시설 간 원격의료 서비스가 중심 사업이다. InTouch는 470개가 넘는 의료시설 네트워크(네트워크 포함 의료시설 3,600개 이상)와 협력하고 있으며 네트워크를 통해 진행된 세션은 184만건이 넘는다. 기존 텔라닥 헬스의 B2B2C 원격의료 사업구조는 최종 수요가 개인고객이며 B2B는 기업이나 보험사와의 협력 구축에 초점이 맞춰져 있다. 의료시설을 대상으로 하는 InTouch는 기존 사업 모델의 약점을 채워주며 시너지 효과를 기대할 수 있다.

동사의 비용 경쟁력은 앞서 언급한 넓은 의료진 네트워크뿐 만 아니라 진료과목에서도 비롯된다. 동사는 타사와 비교 가능한 모든 분야에서 진료를 제공한다. 긴급 진료(Urgent Care)나 상담(Counseling) 등 비용이 공개된 일부 진료 범위에서는 규모의 경제를 통해 타사 대비 낮은 진료 비용을 제시한다. 넓은 커버리지와 저렴한 비용은 기업 및 개인 고객 단 선택에서 우위를 점할 수 있는 요소다.

그림 3. 주요 원격의료 기업과 건강보험 기업 파트너십 숫자



자료: 각 사, 삼성증권

표 4. 주요 원격의료 기업별 진료 비용 비교

	긴급 진료 (Urgent Care)	상담 (Counseling)	정신과 (Psychiatry)
Teladoc Health	**$49**	**$40-70/주**	**$40-70/주**
Amwell	$69	$85 - 석사(Master) $99 - 박사(PhD)	초기 $199 이후 $95
Doctor on Demand	$75	$129	초기 $299 이후 $99
MDLive	$82	$99	초기 $259 이후 $99

자료: 각 사, 삼성증권

표 5. 주요 원격의료 기업 진료 가능 범위 비교

	긴급 진료	상담	정신과	피부과	심장질환	영양의학	산부인과	소아과	정형외과	만성질환	진단
Teladoc Health	O	O	O	O	O	O	O	O	O	O	O
Amwell	O	O	O	O	O	O	O	O	O	O	X
Doctor on Demand	O	O	O	O	X	O	O	O	X	O	O
MDLive	O	O	O	O	X	X	O	O	X	X	O

자료: 각 사, 삼성증권

Part2. 코로나19 모멘텀

전염병, 원격의료에게 손을 내밀다

코로나 19 로 언텍트 테마가 주목 받고 있다. 미국 내 자택대기령 및 이동금지령으로 인해 사회활동이 제한되었지만 살아가면서 필요한 필수적인 행위들을 하지 않을 수 없다. 의료 서비스의 경우 원격의료 플랫폼을 통한 비대면 형태로 대안을 찾았다. 정부 및 건강보험 기업의 원격의료 확대 정책과 병원 방문을 꺼리는 사회현상 모두 원격의료엔 긍정적이다. 실제로 원격의료 기업 매출액이나 진료 등 관련 메트릭은 급증하고 있다. 텔라닥 헬스 주가 상승은 산업성장에 대한 시장 기대감이 투영된 결과다.

코로나19, 원격의료 대두를 지지하다

건강보험 플랜의 원격의료 커버리지 비율은 꾸준히 증가했고 주요 건강보험 기업 중엔 복수의 원격의료 기업과 파트너십을 체결한 경우도 존재한다. 하지만 실제 고객단의 원격의료 활용도가 낮았던 이유에는 원격의료에 대한 거부감보다는 존재 자체를 알지 못했던 점이 주요하다. 코로나19는 원격의료 인지도 상승을 통해 산업에 변곡점으로 작용하고 있다.

원격의료는 코로나19 확산 과정에서 '언택트' 테마에 부합하며, 의료시스템 과부하를 막을 수 있다는 장점이 결합되어 큰 주목을 받고 있다. 특히 수반된 미국 정부 및 건강보험 기업 정책 변화와 의료시설 방문을 꺼리는 사회 현상 모두 원격의료 대두를 지지한다.

트럼프 대통령은 코로나19 관련 정례 브리핑에서 원격의료를 직접 언급하며 활용을 독려했다. 이어 미국 질병통제예방센터(CDC)에서 공식적으로 팬데믹 상황에서 원격의료의 활용을 추천했다. 자금 지원도 이어지고 있다. 발병 초기 트럼프 행정부가 긴급 편성한 80억달러 예산안에 원격진료를 장려하기 위한 예산 5억달러가 포함되었고, 미연방통신위원회(FCC)는 의료시설의 원격의료 시스템 구축을 위한 2억달러 자금 공급을 발표했다.

또한 공중보건 비상사태 선언과 함께 미국 HHS(보건복지부) 장관 주도로 개인정보 규제(HIPAA) 완화 등 원격의료 산업에 존재했던 여러 장벽을 허물 수 있었다. 공보험을 총괄하는 CMS(Center for Medicare and Medicaid Services)는 원격진료에 대면진료와 동일한 의료수가 제공을 발표했고, 보험 코드 확대, 적용 의료시설 범위 확대, 지역 규제 폐지 등 Medicare(메디케어)와 Medicaid(메디케이드) 가입자에 대한 원격의료 서비스 커버리지가 확대되었다.

건강보험 기업도 트럼프 대통령과의 백악관 회동 이후 자사 건강 보험 가입자들에 대한 원격의료 혜택을 확대했다. 코로나19 확산 기간 동안 원격의료를 통해 의료 서비스를 받을 때 가입자가 부담하는 Co-Pay를 폐지하거나 일부 보험사는 무제한 원격진료 서비스 제공을 발표했다.

미국 내 대다수 주에 내려진 이동금지령 영향도 있지만 사회적으로 사람들은 병원 방문을 꺼리고 있다. 의료시설은 감염 가능성이 가장 높은 시설이고 관련 리스크 고려 시 팬데믹 기간 방문을 최대한 피해야 한다. 이는 많은 대기 수술(elective produce)이 연기되는 결과로 이어졌다. 하지만 주기적 검진이 필요한 만성질환이나 응급 진료 등 수요는 여전히 존재한다. 대안으로 간편한 원격의료를 찾는 움직임이 이어지고 있다.

텔라닥 헬스가 먼저 잡은 기회

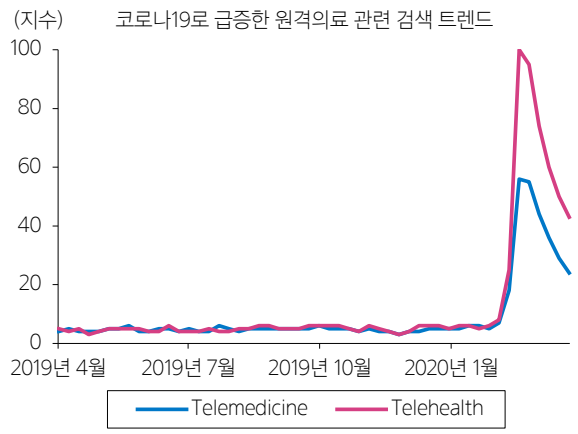
코로나19로 인한 원격의료 관심도 상승은 구글 트렌드로도 알아볼 수 있다. Telehealth와 Telemedicine 검색어 트렌드는 3월 들어 급증했다. 이는 원격의료 기업 대부분에게 큰 사업적 기회로 작용하고 있다.

텔라닥 헬스는 3월 중순 일간 진료횟수 15,000회 달성(전주 대비 50% 증가) 및 주간 진료 횟수 10만회 달성을 발표했다. 4월 중순 일간 진료횟수는 20,000회 이상으로 추가 상승했다. 선제적 가이던스 상향에 이어 컨센서스를 상회하는 1Q20 실적을 발표했다. 코로나19 기간 신규 고객이 60%라는 긍정적 코멘트도 존재한다. 동사의 3월 웹사이트 트래픽은 160만건으로 2월(75만건) 대비 2배 이상 증가했다.

하지만 모든 기업에게 관심 증가가 반가운 것은 아니다. Amwell을 비롯한 일부 원격의료 플랫폼은 1) 서버 오류, 2) 진료 대기 시간 증가 등 문제를 경험했다. 반면 텔라닥 헬스는 경쟁 기업 대비 선제적으로 확충한 의료진 네트워크(19년 8월 Peak 진료량의 10배 처리 가능 수준으로 확대)를 기반으로 큰 무리 없이 서비스를 제공 중이라 밝혔다. 또한 의료진 확충을 위해 400만달러를 추가 투자할 예정이다.

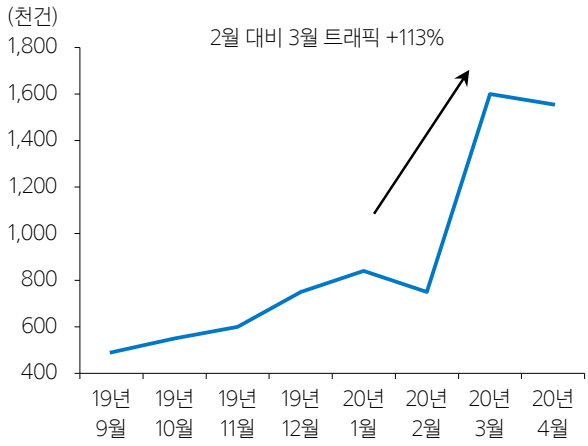
결국 코로나19로 인한 기회는 텔라닥 헬스가 먼저 잡았다. 주요 원격의료 기업 구글 트렌드 추이에서도 타 기업 대비 유의미한 상승세다. 상장된 유일한 원격의료 퓨어 플레이어라는 점은 경제둔화 우려 반영에 따른 지수 조정 속 차별화되는 주가 퍼포먼스의 기반이다(텔라닥 헬스 +109% vs S&P500 -11%).

그림 4. 구글 트렌드: Telemedicine과 Telehealth



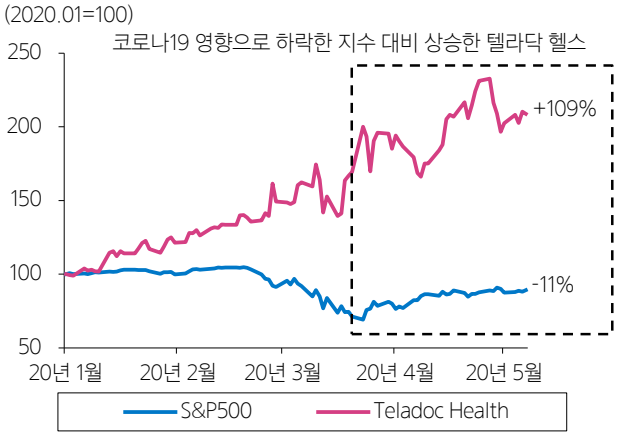
자료: Google Trend, 삼성증권

그림 5. 3월 이후 텔라닥 헬스 웹사이트 트래픽 폭발적 증가



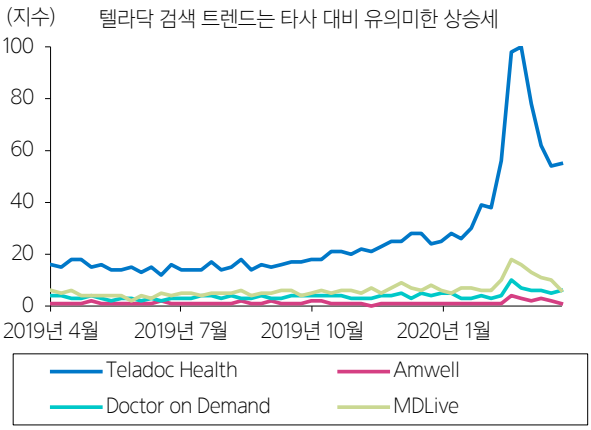
자료: SimilarWeb, 삼성증권

그림 6. 텔라닥 헬스와 S&P500 추이



자료: Thomson Reuters, 삼성증권

그림 7. 구글 트렌드: 주요 원격의료 기업



자료: Google Trend, 삼성증권

메디케어&메디케이드 커버리지 확대가 가지는 함의

미국 내 직장보험 형태 건강보험 가입자 비중은 50%에 달한다. 다만 해당 보험 비중의 상승여력은 제한적이다. 기본적으로 일자리가 무한정으로 생성될 수 없으며, 고령화 트렌드 등 사회적 변화가 지속되고 있기 때문이다.

반면 공보험인 Medicare(메디케어, 65세 이상 은퇴자 대상)와 Medicaid(메디케이드, 65세 미만 저소득층 및 장애인 대상) 가입자 비중은 지속 증가하고 있다. 이는 공보험 원격의료 확대가 레버리지 형태의 산업 성장으로 이어질 수 있는 요소다. 또한 일부 플랜이 사보험사를 통해 제공되고 있지만 공보험은 정부 정책이 보험 형태 결정에 큰 영향을 미친다. 즉, 정부 정책 의지만 있다면 원격의료 적용이 커머셜 보험 대비 용이하다. 최근 진행된 다양한 정책 변화 중 공보험 커버리지 확대가 높은 중요도를 가지는 이유다.

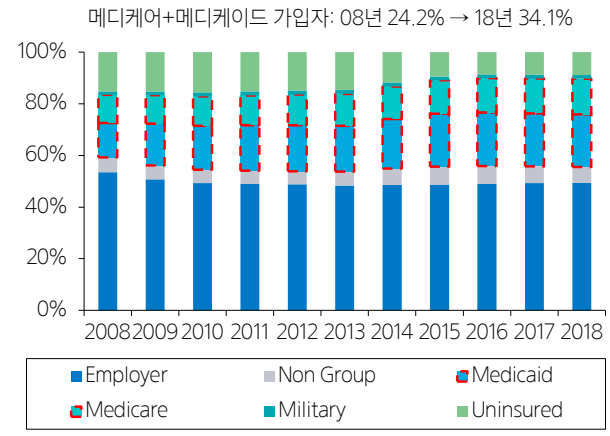
고령인구를 대상으로 하는 메디케어는 침투율 상승이 관건이다. 고령인구는 상대적으로 디지털 플랫폼에 대한 거부감이 높기 때문에 다른 연령대 대비 원격의료 활용도가 현저하게 낮다. 하지만 높은 만성질환(Chronic Disease) 보유율은 원격의료 활용 여지 및 침투율 상승에 따른 기대 효과가 크다.

메디케어 가입자 중 2가지 이상 만성질환 보유 비중은 67.6%에 달한다. 전체 미국 인구 기준 40% 대비 높은 수준이다. 또한 보유 만성질환 가짓수 증가에 따라 의료비용, 응급실 이용 비율, 재입원 비율 등 관련 통계가 급증한다. 6가지 이상 만성질환 보유자(메디케어 가입자 중 17%)는 1가지 이하 만성질환 보유자(32%) 대비 의료비용은 15배, 응급 의료시설 방문 회수는 11배 많다. 30일 내 재입원 비율도 23%에 달하는 등 주기적 진료와 처방약 수령이 필요하다. 원격의료는 효과적인 대안이 될 수 있다.

메디케이드는 기본 주정부 예산(50% 이상)에 연방정부 예산이 더해져 운영된다. 따라서 각 주별로 메디케이드 및 원격의료 관련 법규와 커버리지가 상이하다. 하지만 원격의료는 궁극적으로 지역에 국한되지 않는 서비스가 가능해야 효용이 극대화 된다. 최근 팬데믹 상황에서 정책 개선을 통해 많은 부분에서 규제 일치가 진행 중이다. 특히 Out of State 규제(주 별 의료진 등록 필요)는 현재 47개 주에서 면제되었다. 이외에도 Originating Site(환자가 원격의료 진료를 받을 수 있는 시설) 규제나 Payment Parity (오프라인 진료와 동일한 보험 수가 적용) 규제의 개선도 이루어졌다.

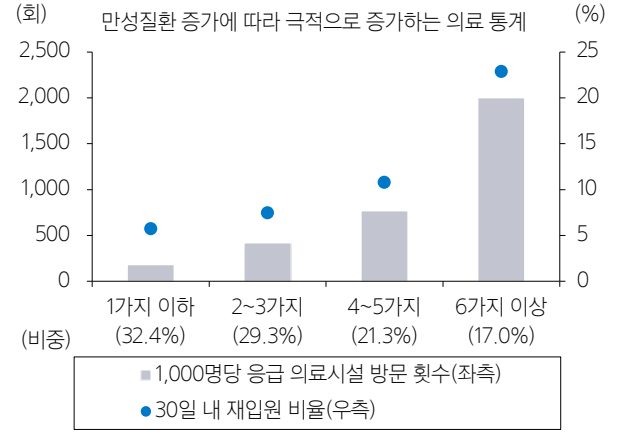
또한 향후 메디케이드 영향력은 증대가 예상된다. 최근 건강보험 산업 내에서 실업률 증가에 따른 커머셜 보험 가입자 감소 우려의 대안으로 메디케이드 보험 커버리지로 전환을 통한 일부 상쇄효과를 기대하는 의견이 존재한다. 각 주정부 및 연방정부가 원격의료를 향해 열어놓은 문을 다시 닫을 가능성은 크지 않다. 공보험을 기반으로 높아질 원격의료의 위상은 충분히 지속 가능하다.

그림 8. 미국 보험 플랜별 가입규모 추이



자료: KFF, 삼성증권

그림 9. Medicare 가입자 특징: 만성질환에 따른 의료 통계 증가



자료: CMS, 삼성증권

Part3. 산업

원격의료 산업 성장은 계속된다

원격의료 산업이 코로나 19 로 주목 받았지만 중요한 점은 산업 성장이 지속될 수 있는지 여부다. 우리는 원격의료 산업이 지속적으로 성장할 수 있다고 판단한다. 원격의료를 통해 미국 헬스케어 시스템의 고질적 문제인 1) 의사 부족현상과 2) 높은 의료비용 문제를 해결 할 수 있다. 원격의료 서비스에 참여하는 그룹 설문조사 결과도 긍정적이다. 향후 진료과목 확대와 함께 진료의 시작과 사후 관리는 원격의료라는 법칙이 생길 수 있다.

원격의료: 미국 헬스케어 시스템의 구원투수

원격의료는 미국 의료체계의 고질적인 문제 해결의 대안이 될 수 있다. 미국 헬스케어 시스템은 베이비 부머 세대 은퇴로부터 촉발된 고령인구 확대 흐름 속에서 의사 부족현상(Physician Shortage)과 높은 의료비용 대비 낮은 서비스 품질이라는 문제를 안고 있다.

2018년 기준 미국 인구 1,000명당 의료진은 2.69명으로 OECD 평균 2.9명에 미치지 못한다. 유럽지역 선진국 독일(4.25명), 이탈리아(3.99명), 프랑스(3.17명) 대비 낮은 수준이다. 오바마 케어로 진료대상이 급증한 반면 의료진 공급 확대는 제한적이기 때문이다. 향후 의료진 부족 현상 심화도 전망된다. AAMC(Association of American Medical Colleges)는 2032년 미국 내 부족 의료진(수요와 공급 차이)을 4.7만명에서 12.2만명 수준으로 전망했다(평균 8.3만명). 2019년(평균 3.1만명) 대비 연평균 8%씩 증가해 2배 이상 확대를 가정한 전망치다. 연도별 전망 범위 평균 값을 기반으로 Primary Care는 3.8만명, Specialty는 4.5만명 수준의 의료진 부족을 예상했다

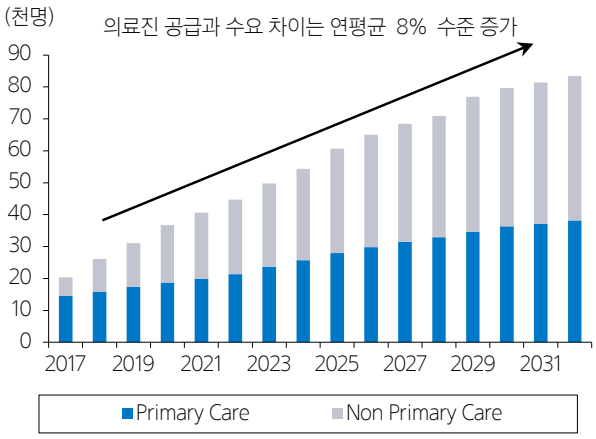
미국의 1인당 의료비용은 1만 586달러로 OECD 회원국 중 가장 높다. OECD 평균(3,994 달러) 대비 2.7배에 달한다. GDP 대비 경상의료비 비중도 17.1%로 가장 높다(OECD 평균 8.8%). 이는 미국 헬스케어 시스템 곳곳에 자리잡은 자유경쟁 요소 영향이 크다. 건강보험이 없는 사람(Uninsured) 비중도 상당(2018년 기준 8.9%)하며 보유 건강보험 커버리지 외 의료 서비스를 받는 경우 비용이 기하급수적으로 상승한다. 결국 의료진 부족과 연계되어 비용 대비 제공받는 서비스는 부족하다는 비판으로 이어진다.

원격의료는 의료진 자원의 효율적인 분배를 통해 의사 부족현상을 해소할 수 있다. 건강보험 기업 UnitedHealth에 따르면 ER(응급실)진료의 25%는 원격의료로도 충분히 대응 가능한 질병이었다. 진료 시간의 단축을 통해 자연스럽게 의료 서비스 퀄리티의 개선도 기대할 수 있다.

또한 오프라인 진료 대비 낮은 진료 비용을 통해 의료비용 문제를 해결 할 수 있다. UnitedHealth가 조사한 평균 원격의료 진료비용은 $50 수준으로 평균 Urgent Care 진료비용($130) 및 ER(응급실) 진료비용($740) 대비 상당히 저렴하다. 텔라닥 헬스 플랫폼을 활용하는 고객은 평균적으로 28% 의료 비용 절감을 경험하고 있다.

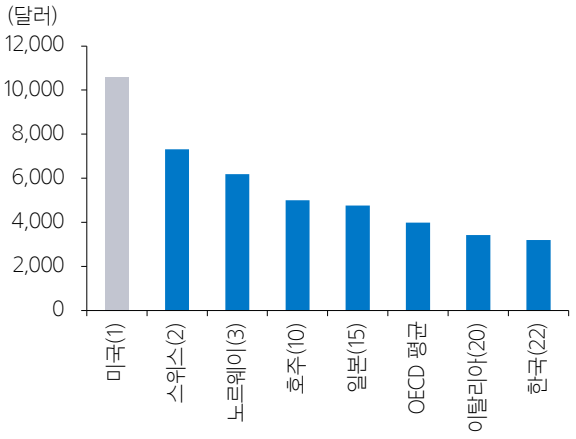
원격의료의 비용 감소 효과가 명확하기 때문에 기업이나 보험사의 확대 도입 유인이 충분하고 정책적인 지지도 받을 수 있다. 약가 인하를 포함한 트럼프 행정부 헬스케어 정책들은 궁극적으로 의료비용 감소를 목표로 하고 있다. 원격의료 도입과 목표하는 바가 일치한다.

그림 10. 미국 의료진 부족(Physician Shortage) 전망



참고: 의료진 수요와 공급 차이 최대값 기준
자료: AAMC(Association of American Medical Colleges), 삼성증권

그림 11. OECD 주요국 1인당 의료 관련 지출 비교



참고: OECD 회원국 36개 기준, ( )는 순위
자료: OECD, 삼성증권

원격의료 참여 그룹 서베이 결과에 주목

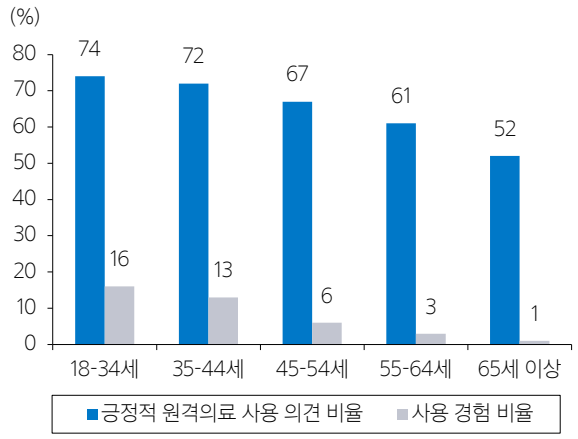
원격의료 주요 참여 그룹(개인 및 기업 고객, 의료진, 의료시설) 서베이 결과는 긍정적 산업 전망에 힘을 더한다. 가장 중요한 참여 그룹은 실제 원격의료 서비스 수혜자인 개인 고객이다. 연령별 원격의료 사용경험 서베이에서 원격의료를 가장 적극 활용한 18-34세 계층 응답률은 16% 수준으로 예상보다 낮다. 사용 경험 비율은 고령인구일수록 낮아져 65세 이상 응답률은 1%에 그친다. 반면 향후 원격의료 사용에 대한 긍정적 의견은 전 연령 50%를 상회한다. 낮은 인지도, 디지털 기술에 대한 거부감 등이 복합 작용해 발생한 낮은 침투율은 산업 확장의 저해 요소다. 하지만 높은 사용 의지(willingness)는 문제시 되는 측면의 개선과 함께 급격한 사용인구 증가를 기대할 수 있다.

직장보험 비율이 높은 미국 건강보험 산업 구조 고려 시 건강보험 가입주체(기업)가 임직원 보험 플랜에 원격의료를 포함시키는 것도 중요하다. 미국 내 대기업(임직원 200명이상) 중 원격의료 지원 건강보험 플랜을 제공하는 기업 비중은 꾸준히 상승해 2019년 기준 82%을 달성했다. 중소기업은 대기업 대비 다소 낮은 65%, 전체 기업 기준으로는 69% 기업이 원격의료 서비스를 제공하고 있다. 과거 기업들이 원격의료를 건강보험 내 새로운 옵션 정도로 여겼다면 최근엔 필수 포함 서비스로 고려하고 있다고 해석할 수 있다.

원격의료 서비스 제공 의료진과 의료시설(병원, 클리닉 등)도 원격의료에 긍정적이다. 2019년 기준 미국 내 원격의료 서비스 참여(경험) 의사 비율은 22%이다. 하지만 원격의료 미경험 의료진 중 3년 내 활용에 긍정적인 의견을 가진 비율(39%)을 더하면 2023년까지 의료진 도입률은 61%까지 상승을 기대할 수 있다. 의료 서비스에서 의료진이 환자 대비 유리한 입장인 것을 고려하면 원격 진료 참여에 대한 긍정적 응답 확대 추세는 산업 성장 전망을 뒷받침한다.

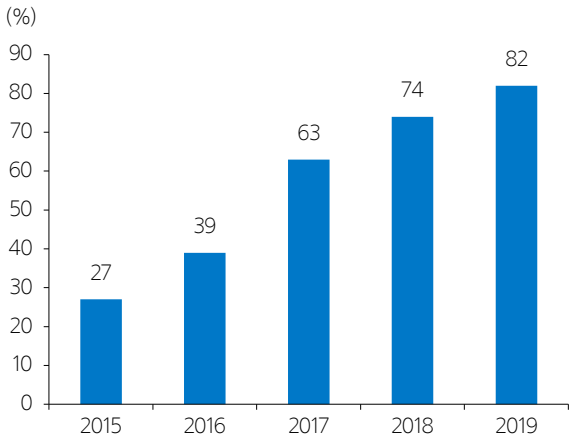
의료시설 IT 예산 주요 사용처로도 원격의료 시스템 구축이 꼽히고 있다. JP모건 헬스케어 컨퍼런스 이전 의료시설을 대상으로 진행한 서베이(그림 17 참조)에서 EHR(Electronic Health Record) 도입 및 보완에 이어 2위를 차지했다. 1위가 아니라고 아쉬워할 필요는 없다. EHR/EMR 도입이 의료시설 IT 분야에서 현재 주목 받는 주제라면 원격의료는 미래를 위한 투자다. 최근 원격의료 대두에 따라 우선순위가 바뀔 가능성도 존재한다. 또한 EHR 도입 자체도 궁극적으로는 원활한 원격의료 서비스를 가능케 하는 조건이다.

그림 12. 개인 사용자: 긍정적 의견대비 낮은 사용 경험 비율



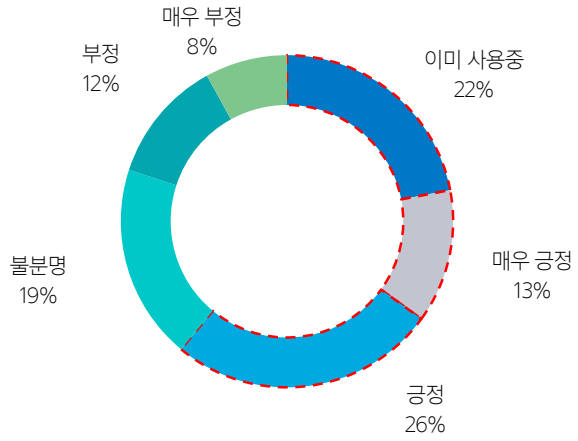
자료: Amwell, 삼성증권

그림 13. 기업: 원격의료 지원 건강보험 플랜 보유한 대기업 비중



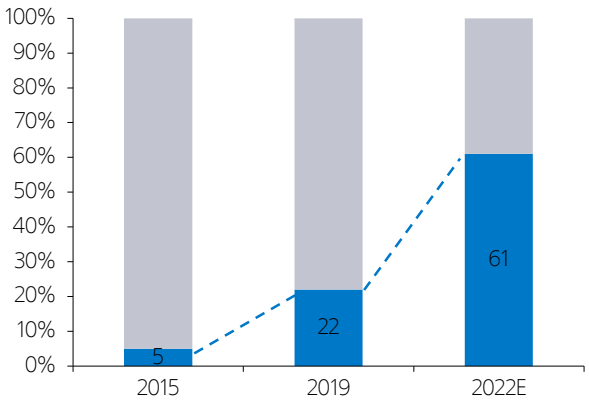
참고: 대기업은 200명이상 임직원 보유
자료: KFF, 삼성증권

그림 14. 의료진: 3년 내 원격의료 사용 의견



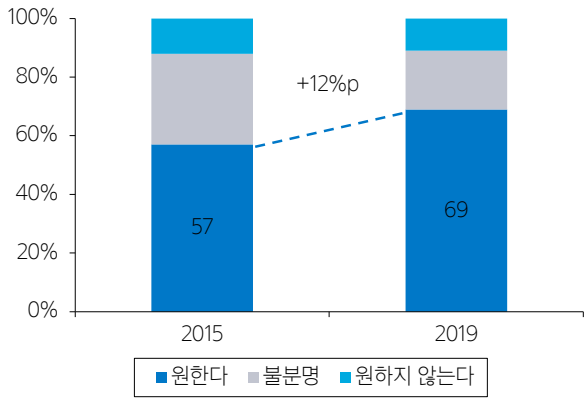
자료: Amwell, 삼성증권

그림 15. 의료진: 원격의료 경험 비율 및 향후 활용 의견



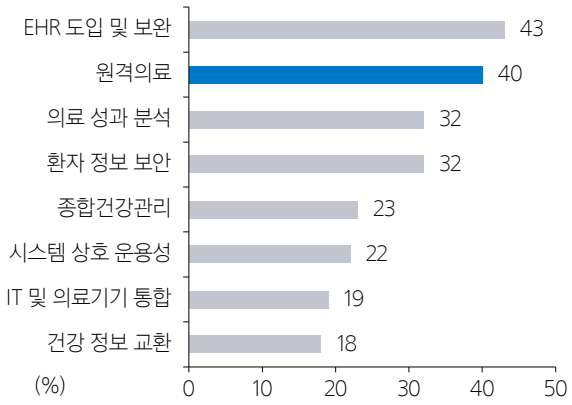
참고: 2022년 전망치는 3년 내 원격의료 활용에 긍정적인 의견을 가진 의료진 합산
자료: Amwell, 삼성증권

그림 16. 의료진: 원격진료 참여에 대한 긍정적 의견 증가



자료: Amwell, 삼성증권

그림 17. 의료시설: IT 예산의 주요 사용처 서베이



자료: 2019 JPMorgan Hospital Survey, 삼성증권

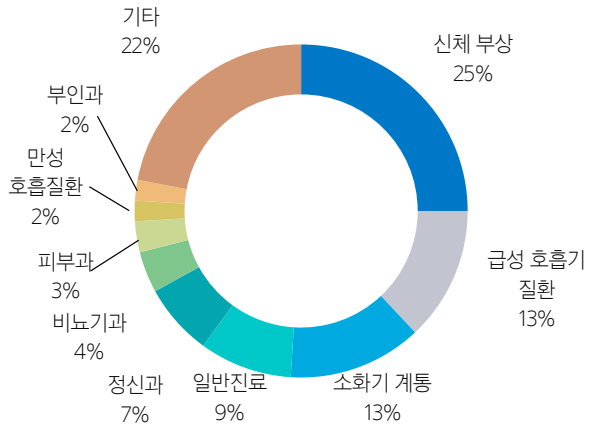
원격의료 진료분야 확대 흐름은 지속

원격의료가 적용될 수 있는 진료분야 확대도 산업 성장에 영향을 미친다. 현재 원격의료는 기초적인 질병(신체 부상, 호흡기, 소화계 질환 등) 진료 위주로 진행되고 있다. 일상적인 질병 케이스와 달리 의료기기 활용이 필요한 진료나 수술이 필요한 진료 등에는 적용이 제한적이지만 향후 사용자 및 의료진 참여 확대에 따라 다양한 분야의 진료에 적용될 것이다.

실제로 FAIR Health의 원격진료 활용 분야 조사에 따르면 2017년 대비 2018년 순환계나 식중독 등의 진료 분야 비중이 유의미하게 확대 되었다. 최근 코로나19 영향으로 절대적 진료 횟수가 증가했기 때문에 추가적 진료 과목 다양성 확대를 기대할 수 있다.

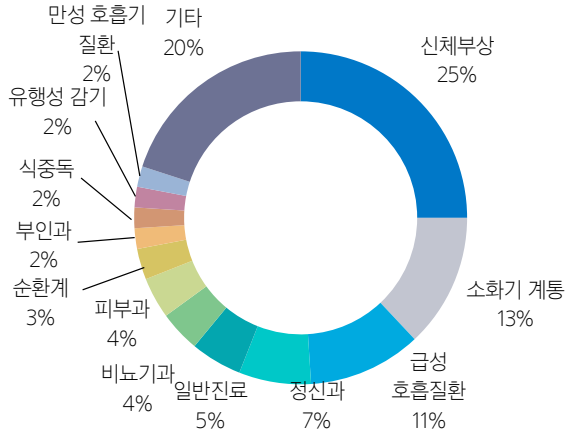
환자 진료단계를 기반으로 구분해 본다면 향후 원격의료 분야는 1) 기초 진료 및 전문의 문진에서 진료 과목 확대, 2) 정신과 상담이나 만성질환 등 주기적인 진료가 필요한 분야 활용 정착, 3) 오프라인 진료 이후 경과 체크 분야 활용을 중심으로 발전이 기대된다. 텔라닥 헬스 측도 현재 감염병(Infectious Disease) 질환 일부에서 활용되는 Primary Care 진료 과목의 확대와 Follow Up 분야 개척 가능성을 주목하고 있다.

그림 18. 원격의료 진료 과목 비중 (2017년)



참고: 2019년 4월 발표자료
자료: FAIR Health, 삼성증권

그림 19. 원격의료 진료 과목 비중 (2018년)



참고: 2020년 3월 발표자료
자료: FAIR Health, 삼성증권

그림 20. 현재 원격의료 적용가능 분야

자료: Teladoc Health, 삼성증권

그림 21. 미래 원격의료 적용가능 분야

자료: Teladoc Health, 삼성증권

Valuation 및 투자전략

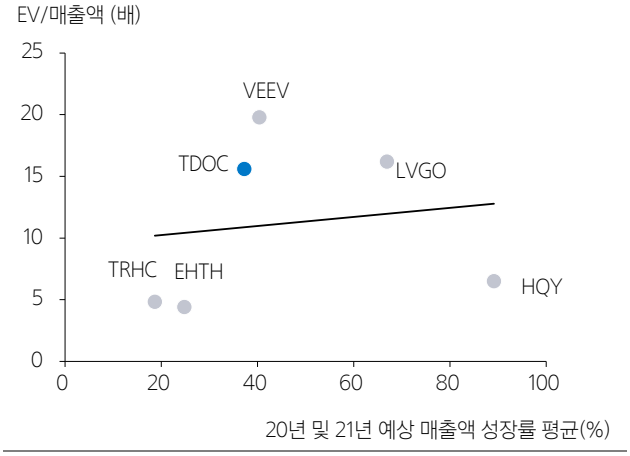
텔라닥 헬스는 조정 EBITDA 기준으로 2018년 되어 흑자 전환에 성공했고 순이익은 아직 적자다. 따라서 EV/매출액 밸류에이션을 기반으로 한 동종 기업간 비교가 적합하다. 동사의 12M FWD EV/매출액 밸류에이션은 15.6배, 20년 및 21년 예상 매출 성장률 평균은 37.2%다. 매출 전망이 상향 조정 되었지만 과거 2년 평균 EV/매출액 8.1배 대비 93% 밸류에이션 프리미엄을 받고 있다.

미국 내 상장된 원격의료 기업이 없기 때문에 동일 시장 동종 기업으로 헬스케어와 IT의 결합을 통해 새로운 영역을 구축하고 있는 기업을 선정했다. VEEV(비바 시스템즈, 헬스케어 특화 클라우드 서비스) HQY(헬스 이퀴티, 건강저축계좌 운영), LVGO(리봉고 헬스, 빅데이터 활용 디지털 헬스케어), EHTH(이헬스, 온라인 건강보험), TRHC(타불라 라사, 클라우드 기반 의료 SW 솔루션 개발)를 꼽을 수 있다. 동사는 더 높은 매출 성장이 예상되는 헬스 이퀴티(6.5배) 대비 프리미엄 국면이다.

시야를 글로벌로 넓히면 중국의 평안굿닥터(1833 HK)가 동사와 유사하게 원격의료 서비스를 제공한다. 현재 평안굿닥터의 12M FWD EV/매출액 밸류에이션은 13.8배, 20년 및 21년 예상 매출 성장률 평균은 38.8%다. 동사는 평안굿닥터 대비 13% 프리미엄을 받고 있다. 다만 최근 밸류에이션 갭이 축소되었고 주요 시장(미국 vs 중국) 차이를 고려할 필요가 있다.

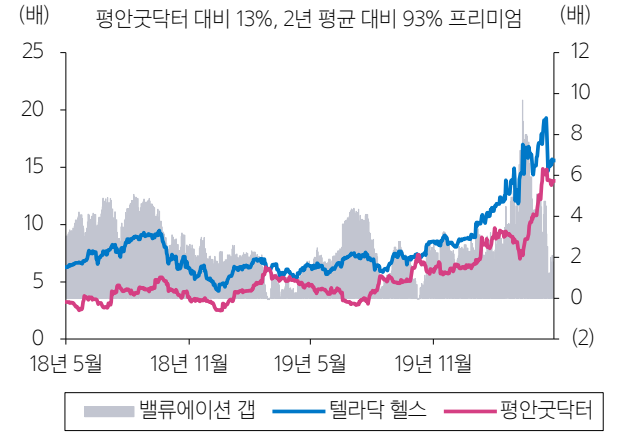
단기간 급등한 주가와 동종 기업 및 과거 대비 프리미엄을 받는 수준의 밸류에이션 확대는 부담스러운 상황이다. 하지만 장기적으로 원격의료 성장성을 의심할 필요는 없다. 아직 많은 규제가 존재하는 산업이고 시장 침투율도 낮다. 기대되는 높은 성장성은 프리미엄을 부여할 수 있는 요소다. 오히려 +2SD을 돌파한 밸류에이션은 원격의료가 단순 테마의 영역이 아니라 구조적 변화 국면에 돌입했다는 방증이다. 원격의료 시장 장기 성장성에 베팅하는 투자자라면 동사를 주목할 필요가 있다.

그림 22.미국 상장 주요 헬스케어IT 기업 밸류에이션 비교



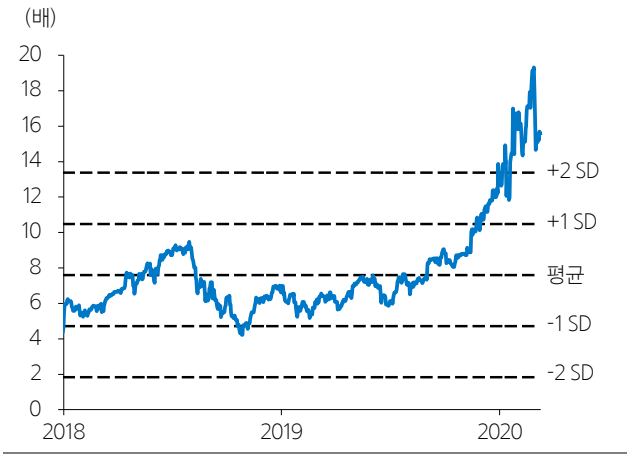
자료: Bloomberg 삼성증권

그림 23. 텔라닥 헬스와 평안굿닥터 밸류에이션 추이



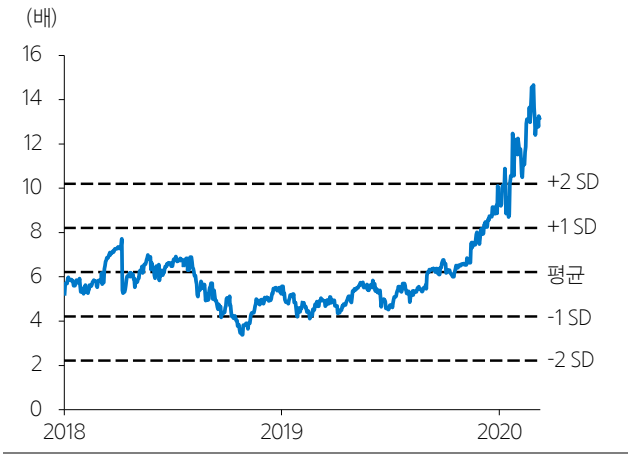
자료: Bloomberg, 삼성증권

그림 24. 12M FWD EV/매출액 밸류에이션 추이



자료: Bloomberg, 삼성증권

그림 25. 12M FWD P/B 밸류에이션 추이



자료: Bloomberg, 삼성증권

표 6. Valuation Comparison

Company name		Teladoc Health	Ping An GoodDoctor	Veeva Systems	Livongo Health	Health Equity	eHealth	Tabula Rasa Healthcare
Ticker		TDOC US Equity	1833 HK Equity	VEEV US Equity	LVGO US Equity	HQY US Equity	EHTH US Equity	TRHC US Equity
시가총액 (백만달러)		13,024	14,734	28,545	5,093	3,959	2,972	1,417
매출액 (백만달러)	2019	553.3	733.4	862.2	170.2	287.2	506.2	284.7
	2020E	833.2	991.3	1,090.3	301.5	529.7	629.6	339.3
	2021E	1,031.9	1,377.1	1,391.2	472.4	780.9	788.7	400.8
매출성장률 (% YoY)	2019	32.4	45.2	24.9	148.7	25.1	101.4	39.4
	2020E	50.6	35.2	26.5	77.1	84.4	24.4	19.2
	2021E	23.8	38.9	27.6	56.7	47.4	25.3	18.1
영업이익 (백만달러)	2019	(80.4)	(145.1)	222.9	(60.4)	77.7	81.4	(32.6)
	2020E	(53.4)	(119.2)	409.6	(44.0)	96.8	92.8	(18.0)
	2021E	0.2	(43.2)	491.9	(22.7)	66.5	127.7	(9.0)
영업이익률 (%)	2019	(14.5)	(19.8)	25.8	(35.5)	27.0	16.1	(11.5)
	2020E	(6.4)	(12.0)	37.6	(14.6)	18.3	14.7	(5.3)
	2021E	0.0	(3.1)	35.4	(4.8)	8.5	16.2	(2.3)
EPS (달러)	2019	(1.38)	(0.11)	1.59	(1.09)	1.20	2.90	(1.57)
	2020E	(0.97)	(0.08)	2.17	(0.14)	1.68	3.76	0.82
	2021E	(0.42)	(0.03)	2.47	0.10	1.74	4.82	0.93
EPS 성장률 (%, YoY)	2019	적지	적지	47.2	적지	51.9	28,900.0	적지
	2020E	적지	적지	36.7	적지	39.7	29.7	흑전
	2021E	적지	적지	13.4	적지	3.8	28.2	13.2
EBITDA (백만달러)	2019	(27.5)	(124.1)	236.9	(54.5)	95.9	93.0	5.6
	2020E	73.9	(93.9)	430.9	(11.2)	195.7	134.4	48.5
	2021E	121.4	(20.9)	515.5	20.2	250.2	179.8	60.8
EV/Sales (배)	2019	10.9	9.3	17.2	12.6	12.3	4.4	4.6
	2020E	15.6	13.8	25.2	16.2	9.6	4.4	4.8
	2021E	12.6	10.0	19.8	10.3	6.5	3.5	4.1
P/B (배)	2019	6.0	5.6	12.9	4.7	8.2	4.2	5.9
	2020E	13.2	11.6	17.8	11.7	3.7	3.3	n/a
	2021E	13.4	11.5	14.1	12.3	3.7	3.0	n/a

자료: Bloomberg, 삼성증권

Risk 요인

1. 코로나19 모멘텀이 일회성에 그칠 가능성

팬데믹 국면에서 원격의료는 인지도나 활용도 측면에서 한 단계 레벨업 했다. 코로나19 이전과 비교 시 절대적 사용 수준이 상승했다. 다만 증가한 주요 메트릭(멤버십, 고객 등) 추이는 향후 안정화 가능성이 높다. 또한 동사 진료 횟수는 통상적으로 1분기 대비 2분기와 3분기 감소하는 계절적 트렌드를 보인다. 정부나 건강보험 기업 정책의 원복 가능성은 작지만 고객들은 전염병 진정 이후 다시금 대면 진료를 찾을 가능성이 존재한다.

2. 실업률 증가에 따른 커머셜 건강보험 가입자 감소

원격의료는 사보험사가 존재하는 미국 건강보험 시스템과 밀접한 관계를 맺는다. 건강보험 커버리지에서 원격의료를 보장해주는 것이 원격의료 확대의 기본이다. 현재 보험사 정책은 원격의료 성장에 긍정적이다. 하지만 건강보험 산업 내에서 경제 둔화에 따른 커머셜(직장보험 등) 가입자 감소 우려가 대두되고 있다. 건강보험 기업의 경우와 같이 직접적으로 펀더멘탈에 영향을 미치진 않지만 주목해야 할 리스크 요인이다.

3. 의료진 네크워크 확장을 위한 비용 증가

동사는 이미 수요 확대에 대비한 의료진 네트워크 확대를 했고 팬데믹 국면에서 추가적으로 급증하는 수요에 대응해 의료진 네트워크 관련 추가 투자를 발표했다. 수요 확대 → 진료 증가 → 매출액 증가로 이어지는 긍정적 흐름은 비용 증가라는 장애물을 만난다면 이익단 성장으로 온전히 연결되지 않을 수 있다. 또한 차후 수요 하향 시기 유휴 자원은 부담으로 작용 가능하다.

4. 대형기업의 시장 참여 가능성

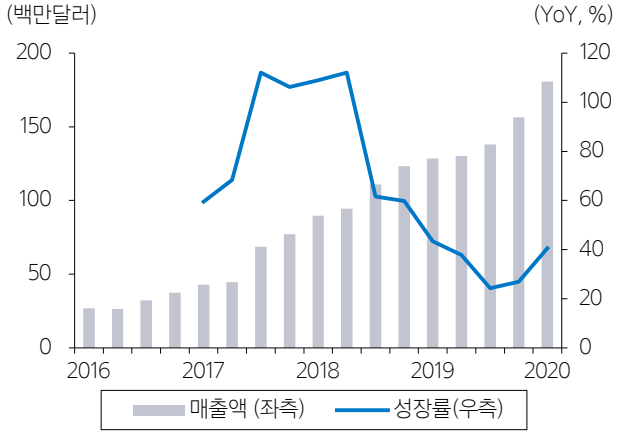
원격의료 관련 유일한 상장기업이라는 점은 동사가 큰 주목을 받는 요인 중 하나다. 하지만 코로나19로 인해 원격의료 시장이 일정 수준 개화하였고 플랫폼 기업이나 건강보험 기업의 참여 유인도 증가했다. 이미 기존 구축한 유저 기반을 활용할 수 있다는 것은 대형기업 시장 참여에 긍정적이다. 또한 많은 원격의료 기업들이 비상장 형태라는 점도 인수를 통한 대형기업 시장 진입 가능성을 높이는 요소다.

표 7. 텔라닥 헬스 재무상태표 요약

(백만달러)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2017	2018	2019
매출액	**42.9**	**44.6**	**68.7**	**77.1**	**89.6**	**94.6**	**111.0**	**122.7**	**128.6**	**130.3**	**138.0**	**156.5**	**180.8**	**233.3**	**417.9**	**553.3**
(YoY, %)	**59.5**	**68.3**	**112.0**	**106.3**	**109.0**	**112.1**	**61.6**	**59.1**	**43.4**	**37.8**	**24.3**	**27.5**	**40.6**	**89.4**	**79.1**	**32.4**
매출원가	12.1	10.0	16.7	22.7	26.9	27.7	34.2	40.0	44.7	41.6	42.8	55.4	72.4	61.6	128.7	184.5
매출총이익	30.8	34.6	51.9	54.4	62.8	66.9	76.8	82.7	83.9	88.6	95.2	101.1	(284.9)	171.7	289.2	368.8
광고 및 마케팅 비용	12.6	12.3	14.3	18.4	20.3	19.6	21.7	23.6	26.4	26.6	31.3	25.4	32.5	57.7	85.1	109.7
판매 비용	8.0	7.3	11.4	11.3	13.8	14.6	16.3	14.5	16.2	15.8	16.1	16.8	17.9	38.0	59.2	64.9
기술 및 개발 비용	6.5	7.5	10.0	10.4	12.9	14.3	13.6	13.5	16.0	16.7	15.7	16.2	19.3	34.5	54.4	64.6
소송 및 규제 비용	1.4	1.3	0.9	1.4	1.0	0.6	0.8	1.5	1.6	2.0	1.6	1.5	1.2	4.9	4.0	6.8
인수 및 통합 관련 비용	-	2.1	8.5	2.6	1.6	5.8	1.6	1.4	1.0	1.1	2.0	2.5	3.7	13.2	10.4	6.6
매각 손익	-	-	-	-	-	(4.1)	(1.4)	-	-	-	-	-	-	0.0	(5.5)	0.0
일반 관리비	14.5	15.9	21.9	27.5	24.0	26.1	30.3	36.5	36.0	38.5	38.7	44.5	45.1	79.8	116.9	157.7
감가상각비	2.6	2.7	6.4	7.4	8.3	8.0	9.7	9.6	9.6	9.8	9.6	9.9	9.7	19.1	35.6	39.0
비용 합계	57.7	59.1	90.2	101.7	108.7	112.7	126.7	140.6	151.5	152.3	157.9	172.1	201.8	308.7	488.8	633.7
영업이익(손실)	**(14.8)**	**(14.5)**	**(21.5)**	**(24.6)**	**(19.1)**	**(18.1)**	**(15.8)**	**(17.8)**	**(22.9)**	**(22.0)**	**(19.9)**	**(15.6)**	**(21.0)**	**(75.4)**	**(70.9)**	**(80.4)**
(YoY, %)	**적지**	**적지**	**적지**	**적지**	**적지**	**적지**	**적지**	**적지**	**적지**	**적지**	**적지**	**적지**	**적지**	**적지**	**적지**	**적지**
워런트 상각 및 부채만기손실	-	-	1.5	12.7	-	-	-	-	-	-	-	-	-	14.1	0.0	0.0
이자비용	0.7	0.8	8.2	7.8	4.9	6.9	7.7	6.7	6.5	7.2	7.7	7.6	9.3	17.5	26.1	29.0
세전이익	(15.5)	(15.3)	(31.2)	(45.0)	(24.0)	(25.1)	(23.4)	(24.5)	(29.4)	(29.2)	(27.6)	(23.2)	(30.3)	(107.0)	(97.0)	(109.5)
법인세손익	0.2	0.1	0.1	(0.7)	(0.1)	0.0	(0.2)	0.4	0.7	0.1	(7.3)	(4.1)	(0.7)	(0.2)	0.1	(10.6)
순이익(손실)	**(15.7)**	**(15.4)**	**(31.3)**	**(44.4)**	**(23.9)**	**(25.1)**	**(23.3)**	**(24.9)**	**(30.2)**	**(29.3)**	**(20.3)**	**(19.0)**	**(29.6)**	**(106.8)**	**(97.1)**	**(98.9)**
(YoY, %)	**적지**	**적지**	**적지**	**적지**	**적지**	**적지**	**적지**	**적지**	**적지**	**적지**	**적지**	**적지**	**적지**	**적지**	**적지**	**적지**
EBITDA 조정 항목																
이자비용	0.7	0.8	8.2	7.8	4.9	6.9	7.7	6.7	6.5	7.2	7.7	7.6	9.3	17.5	26.1	29.0
법인세손익	0.2	0.1	0.1	(0.7)	(0.1)	0.0	(0.2)	0.4	0.7	0.1	(7.3)	(4.1)	(0.7)	(0.2)	0.1	(10.6)
감가상각비	2.6	2.7	6.4	7.4	8.3	8.0	9.7	9.6	9.6	9.8	9.6	9.9	9.7	19.1	35.6	39.0
EBITDA	(12.2)	(11.8)	(16.6)	(29.8)	(10.8)	(10.1)	(6.0)	(8.3)	(13.3)	(12.2)	(10.3)	(5.7)	(11.3)	(70.4)	(35.3)	(41.5)
주식 기반 보상	3.1	4.6	6.0	17.0	7.8	11.1	12.2	12.7	13.5	17.4	17.4	18.5	18.3	30.6	43.8	66.7
워런트 상각 및 부채만기손실	-	-	1.5	12.7	-	-	-	-	-	-	-	-	-	14.1	0.0	0.0
매각 손익	-	-	-	-	-	(4.1)	(1.4)	-	-	-	-	-	-	0.0	(5.5)	0.0
인수 및 통합 관련 비용	-	2.1	8.5	2.6	1.6	5.8	1.6	1.4	1.0	1.1	2.0	2.5	3.7	13.2	10.4	6.6
조정 EBITDA	**(9.1)**	**(5.1)**	**(0.6)**	**2.4**	**(1.4)**	**2.7**	**6.3**	**5.8**	**1.2**	**6.3**	**9.0**	**15.2**	**10.7**	**(12.5)**	**13.4**	**31.8**
(YoY, %)	**적지**	**적지**	**적지**	**흑전**	**적지**	**흑전**	**흑전**	**146.3**	**흑전**	**135.4**	**42.7**	**161.0**	**755.6**	**적지**	**흑전**	**137.4**

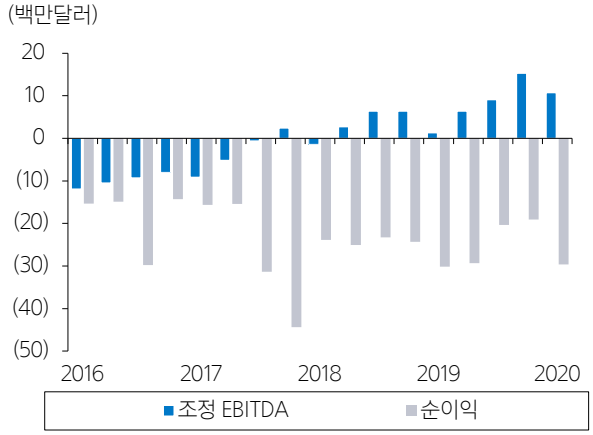
자료: Teladoc Health, 삼성증권

그림 26. 매출액 및 성장률 추이



자료: Teladoc Health, 삼성증권

그림 27.조정 EBITDA 및 순이익 추이



자료: Teladoc Health, 삼성증권

표 8. 텔라닥 헬스 매출액 Breakdown

(백만달러)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20
구독(Subscription) 매출액	**20.7**	**21.5**	**27.8**	**30.4**	**34.3**	**37.5**	**60.4**	**65.4**	**71.7**	**79.8**	**96.6**	**102.7**	**106.0**	**111.2**	**119.1**	**127.0**	**137.1**
(YoY, %)	**57.1**	**42.4**	**63.4**	**69.1**	**65.7**	**74.2**	**117.2**	**115.2**	**108.9**	**112.8**	**59.9**	**57.0**	**47.7**	**39.4**	**23.4**	**23.6**	**29.4**
미국 구독	20.7	21.5	27.8	30.4	34.3	37.5	52.0	55.4	61.0	65.1	72.5	78.3	81.0	85.5	92.1	98.1	107.9
해외 구독	-	-	-	-	-	-	8.4	10.0	10.7	14.7	24.0	24.4	25.0	25.7	27.0	28.9	29.1
진료 수수료(Visit Fee) 매출액	**6.2**	**5.0**	**4.6**	**7.0**	**8.6**	**7.1**	**8.4**	**11.8**	**17.9**	**14.8**	**14.4**	**20.6**	**22.6**	**19.0**	**18.8**	**29.5**	**43.7**
(YoY, %)	**87.0**	**57.0**	**55.0**	**50.0**	**38.7**	**43.3**	**83.7**	**68.4**	**109.4**	**107.9**	**71.4**	**74.4**	**26.3**	**28.9**	**30.9**	**43.4**	**93.4**
미국 Paid Visits	6.2	5.0	4.6	7.0	8.6	7.1	8.4	11.8	14.4	12.1	11.9	15.8	18.2	15.1	14.1	21.3	30.9
미국 Visit Fee Only (VFO)	-	-	-	-	-	-	-	-	3.5	2.7	2.5	4.3	4.1	3.5	4.3	8.0	12.6
해외 Paid Visits	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.5	0.3	0.4	0.4	0.3	0.3
미국 매출액	26.9	26.5	32.4	37.4	42.9	44.6	60.4	67.2	78.9	79.8	86.9	98.4	103.3	104.2	110.5	127.3	151.4
해외 매출액	-	-	-	-	-	-	8.4	10.0	10.7	14.7	24.0	24.9	25.2	26.1	27.4	29.2	29.4
합계	26.9	26.5	32.4	37.4	42.9	44.6	68.8	77.2	89.6	94.6	111.0	123.3	128.6	130.3	138.0	156.5	180.8
(YoY, %)	63.1	44.9	62.1	65.2	59.5	68.4	112.5	106.4	109.0	112.0	61.3	59.7	43.4	37.8	24.3	26.9	40.6

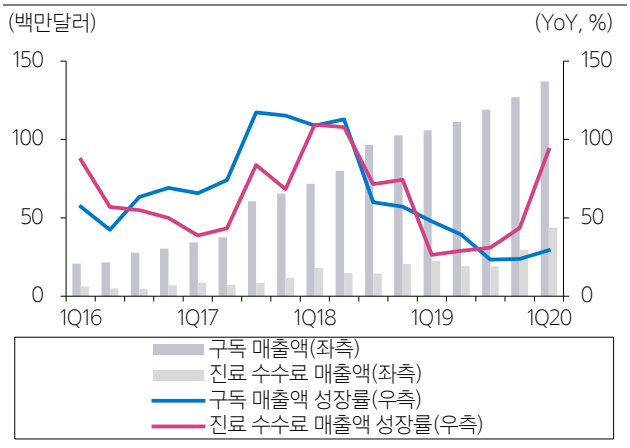
자료: Teladoc Health, 삼성증권

표 9. 텔라닥 헬스 멤버십 및 진료(Visit) 메트릭

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20
멤버십 (백만명)																	
미국 Paid 멤버십(USPM)	15.1	15.4	17.1	17.5	14.8	15.2	19.1	19.6	20.8	22.5	22.6	22.8	26.7	26.8	35.0	36.7	43.0
미국 VFO Access	-	-	-	-	-	-	-	-	9.5	9.5	9.4	9.5	10.2	9.7	19.0	19.3	19.2
합계	15.1	15.4	17.1	17.5	14.8	15.2	19.1	19.6	30.3	32.0	32.0	32.3	36.9	36.5	54.0	56.0	62.2
(YoY, %)	42.5	33.9	35.7	43.4	(2.0)	(1.3)	11.7	12.0	104.7	110.5	67.5	64.8	21.8	14.1	68.8	73.4	68.6
진료 (천회)																	
미국 Paid 멤버 진료	240	199	203	310	385	309	305	462	554	436	439	607	718	610	622	850	1,386
추가 지불 진단 진료	n/a	n/a	n/a	n/a	217	170	155	251	298	218	202	302	365	291	278	441	648
멤버쉽 커버 진단 진료	n/a	n/a	n/a	n/a	168	139	150	211	256	218	237	305	353	319	344	409	738
미국 VFO 진료	-	-	-	-	-	-	-	-	51	36	36	49	63	54	62	125	227
해외 진료	-	-	-	-	-	-	-	-	-	61	166	205	282	244	244	264	432
합계	240	199	203	310	385	309	305	462	605	553	641	861	1,063	908	928	1,239	2,045
(YoY, %)	61.4	58.9	72.8	68.7	60.5	55.2	50.6	48.8	57.1	79.0	110.2	86.4	75.8	64.2	44.8	43.9	92.4
USPM Utilization (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	10.4	8.1	6.4	9.5	10.7	7.8	7.8	10.7	10.8	9.1	7.1	9.3	12.9
VFO Utilization (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	0.0	0.0	0.0	0.0	2.2	1.5	1.5	2.1	2.5	2.2	1.1	2.6	4.7

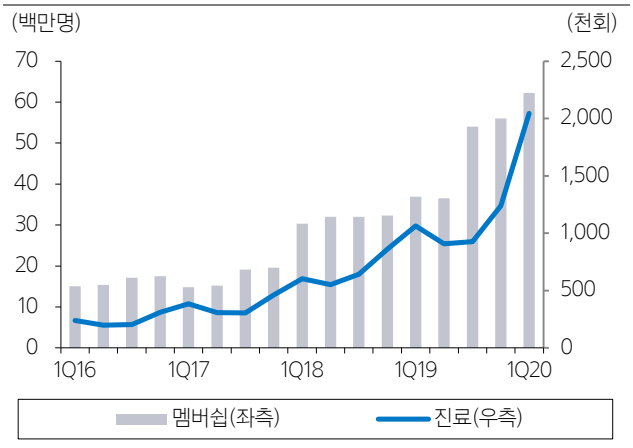
참고: Utilization은 실제로 원격의료 서비스를 사용한 비율 / 자료: Teladoc Health, 삼성증권

그림 28. 구독 및 진료 수수료 매출액 및 성장률



자료: Teladoc Health, 삼성증권

그림 29. 멤버쉽 및 진료 추이



자료: Teladoc Health, 삼성증권

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (백만달러)	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	**77**	**123**	**233**	**418**	**553**
매출원가	21	32	62	129	184
매출총이익	**56**	**91**	**172**	**289**	**369**
판매관리비	89	110	175	261	332
R&D비용	14	22	34	54	65
기타영업비용	0	14	18	9	13
EBITDA	**(51)**	**(47)**	**(42)**	**(35)**	**(27)**
유무형자산상각비	5	16	33	36	45
영업이익	**(56)**	**(63)**	**(75)**	**(71)**	**(80)**
영업외손실	2	11	32	26	29
세전이익 (조정)	**(54)**	**(67)**	**(94)**	**(92)**	**(103)**
비경상손실	4	7	13	5	7
세전이익 (GAAP)	(58)	(74)	(107)	(97)	(109)
법인세비용	0	1	(0)	0	(11)
비지배지분귀속 순익	0	0	0	0	0
당기순이익 (GAAP)	**(58)**	**(74)**	**(107)**	**(97)**	**(99)**
EPS (GAAP, 달러)	**(2.91)**	**(1.75)**	**(1.93)**	**(1.47)**	**(1.38)**
수정 EPS (원)*	**(2.91)**	**(1.75)**	**(1.93)**	**(1.47)**	**(1.38)**

현금흐름표

12월 31일 기준 (백만달러)	2015	2016	2017	2018	2019
영업활동에서의 현금흐름	**(47)**	**(52)**	**(34)**	**(5)**	**30**
당기순이익	(58)	(74)	(107)	(97)	(99)
감가상각비&무형자산상각비	5	16	33	36	45
비현금항목	8	12	35	58	82
비현금 운전자본 변동	(2)	(5)	4	(1)	2
투자활동에서의 현금흐름	**(108)**	**26**	**(448)**	**(257)**	**25**
고정&무형자산 변동	(8)	(3)	(6)	(8)	(11)
인수&사업매각	(18)	(37)	(379)	(282)	(11)
기타	(83)	67	(64)	33	47
재무활동에서의 현금흐름	**164**	**21**	**475**	**646**	**35**
배당금	0	0	0	0	0
차입금의 증가(감소)	0	18	204	279	0
자본금의 증가(감소)	164	3	272	365	37
기타	0	0	(0)	2	(2)
현금증감	9	(5)	(7)	381	90
기초현금	46	55	50	43	424
기말현금	55	50	43	424	514
Free cash flow	**(53)**	**(54)**	**(37)**	**(9)**	**26**

참고: * 지배주주기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

재무상태표

12월 31일 기준 (백만달러)	2015	2016	2017	2018	2019
유동자산 총계	**152**	**83**	**156**	**533**	**588**
현금 및 현금성자산	137	66	122	479	517
매출채권	12	14	27	44	57
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산 총계	**78**	**221**	**668**	**996**	**1,015**
순 유형자산	6	7	9	10	37
기타 비유동자산	72	213	659	986	978
자산 총계	**230**	**304**	**824**	**1,529**	**1,603**
유동부채 총계	**18**	**21**	**40**	**62**	**90**
매입채권	17	19	40	55	73
단기차입금	1	2	0	0	5
기타 유동부채	0	0	0	8	12
비유동부채 총계	**33**	**52**	**225**	**453**	**499**
장기차입금	25	42	207	415	465
기타 비유동부채	8	9	18	39	33
부채 총계	**51**	**73**	**265**	**516**	**589**
보통주자본금/주식발행초과금	309	436	866	1,435	1,539
이익잉여금	(131)	(205)	(312)	(409)	(508)
자본 총계	**179**	**231**	**559**	**1,013**	**1,014**
부채 및 자본 총계	**230**	**304**	**824**	**1,529**	**1,603**

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2015	2016	2017	2018	2019
증감률 (%)					
매출액	77.8	59.2	89.4	79.1	32.4
영업이익	적지	적지	적지	적지	적지
순이익	적지	적지	적지	적지	적지
희석 EPS	적지	적지	적지	적지	적지
주당지표					
희석 EPS	(2.9)	(1.8)	(1.9)	(1.5)	(1.4)
BPS	4.6	5.0	9.1	14.4	13.9
DPS (보통주)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuations (배)					
P/E*	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
P/B*	3.9	3.3	3.8	3.5	6.0
EV/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
비율					
ROE (%)	n/a	(36.3)	(27.0)	(12.4)	(9.8)
ROA (%)	(36.1)	(27.8)	(18.9)	(8.3)	(6.3)
ROIC (%)	(39.3)	(27.7)	(16.5)	(7.0)	(5.2)
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (보통주, %)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 5월 7일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 5월 7일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

신뢰에 가치로 답하다

삼성증권 SAMSUNG

삼성증권주식회사
서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 지점 대표번호: 1588 2323 / 1544 1544

고객 불편사항 접수: 080 911 0900

Interbrand Best Korea Brands 2019

MEMBER OF Dow Jones Sustainability Indices In Collaboration with RobecoSAM