



Not Rated

주가(4/4): 5,670원

시가총액: 871억원

스몰캡 Analyst 김학준
dilog10@kiwoom.comRA 조재원
jwon2004@kiwoom.com

StockData

KOSDAQ (4/4)	882.90pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	9,692원	3,610원
등락률	-41.5%	57.1%
수익률	절대	상대
1M	31.1%	29.6%
6M	13.6%	3.9%
1Y	-41.5%	-42.2%

Company Data

발행주식수	15,357 천주
일평균거래량(3M)	715천주
외국인 지분율	0.0%
배당수익률(24E)	1.6%
BPS(24E)	2,268원
주요 주주	이상돈 외 3인 33.2%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2021	2022	2023	2024E
매출액	229	271	266	360
영업이익	15	75	28	70
EBITDA	21	78	32	78
세전이익	7	56	35	78
순이익	13	46	33	66
지배주주지분순이익	13	46	33	66
EPS(원)	112	385	226	431
증감률(% YoY)	흑전	243.7	-41.3	90.7
PER(배)	33.0	10.5	18.1	13.2
PBR(배)	15.59	4.05	2.11	2.50
EV/EBITDA(배)	20.2	5.6	12.4	7.7
영업이익률(%)	6.6	27.7	10.5	19.4
ROE(%)	54.4	59.0	15.5	20.5
순차입금비용(%)	21.4	-61.4	-77.2	-77.3

자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

Price Trend



토마토시스템 (393210)

무주공산, 미국 원격 및 헬스케어 시장 열려



토마토시스템은 본업의 회복과 더불어 미국에서의 빠른 사업 확장을 꾀하고 있다. 현재 미국 공보험에서의 RPM도입이 빠르게 늘어날 것으로 기대되며 경쟁사 대비 낮은 단가로 미개척지들을 개척할 수 있을 것으로 판단된다. 이번에 발표한 의료 관리 시스템은 각종 ERM의 통합된 솔루션으로 관리, 감사에 대한 특화 모델로 메디컬 그룹과 보험사들에 진입할 예정이다.

>>> 무주공산, 파트C 어드밴티지 원격진료 시장 최초 진입

토마토시스템의 원격진료가 미국 보험사와 계약하게 된 계기는 결국 RPM(Remote Patient Monitoring)의 개화에 있다. 2022년 CMS(Center for Medicare & Medicaid services)가 RPM을 위한 CPT 코드를 발급하면서 시작되었다. 바이탈 모니터링을 통한 입원 및 진료 비용을 줄이기 위한 정책으로 환자의 1달 내 데이터 업로드 횟수 및 시간에 따라 수가를 지급한다. 동사가 최초로 진입한 메디케어 어드밴티지 민간 보험사들은 신규 가입자 확보를 위해 뛰어돌고 있는 형태이며 RPM+원격진료 시스템 계약이 늘어날 것으로 기대된다. 현재 동사는 가입자당 월 구독 6.9 달러(RPM 4.9 달러+원격진료 2 달러)로 계약을 진행한 것으로 추정되며 향후 가입자가 100만명까지 확보될 경우 연간 1,000억원 이상의 구독료 매출 발생(장비 매출 별도)이 가능할 것으로 판단된다. 결국 많은 가입자를 보유한 보험사와의 계약이 이어질 경우 하반기 시점에는 실적에 기여가 가능할 것으로 기대된다.

>>> 미국 헬스케어 의료관리시스템 진출 준비

이번 발표 내용은 미국지역 의료관리시스템 진출이 준비되고 있다는 점을 의미한다. 특히 미국 현지 보험사 산하 업체와의 협업을 통해 진행되고 있어 빠르게 침투가 가능할 것으로 판단된다. 현재 준비 중인 서비스는 개인 동의 하에 환자의 1)진단 및 입원 기록, 2)처방약, 3)바이탈 데이터, 4)혈액 및 소변 데이터 등의 분석을 통해 환자의 질환 발생 가능성을 요약해서 보여주는 형태로 진료 전 의사에게 제공, 메디컬 그룹과 보험사에서 사용하는 매니지먼트 시스템이다. 이러한 시스템은 동사가 이미 국내에서 디앤라이프(아산병원 암데이터)와의 협업을 통해 준비하고 있는 서비스와 유사한 것으로 향후 개발에 장기간 시간이 소요되진 않을 것으로 전망된다. 특히 원격진료+RPM이 포함되어 보험사 메디컬 그룹 중심으로 영업망을 확대할 경우 병원 확장 속도가 급격하게 진행될 것으로 판단된다.

>>> 본업도 호조

본업인 UI/UX도 정부의 글로컬30 사업에 힘입어 호조를 보일 것으로 기대된다. 현재 정부가 지원하는 대학통합사업은 통합ERP를 다시 갖춰야하기 때문에 관련된 수요가 중기적으로 이어질 것으로 판단된다. 원격진료+RPM을 제외한 올해 실적은 매출액 360억원(YoY +35.5%), 영업이익 70억원(YoY +147.9%)으로 전망된다.

미국 보험사들의 최고 관심사항이 된 RPM 시장

2022년 미국 CMS(Center for Medicare & Medicaid services)가 원격진료 및 RPM에 대한 CPT코드(Current Procedural Terminology)를 본격적으로 부여하였다. CPT코드는 의료 서비스 및 시술을 보고하기 위한 국가코딩표준(national coding standard)로 국가 기관인 CMS에 청구하는 프로세스(우리나라 수가 개념과 비슷)로 적용된다. 즉, RPM 및 RTM에 대한 시장이 새롭게 열리게 된 계기가 된 것이다. 추가적으로 CMS에서는 RPM 관련 CPT코드를 매년 늘려나가고 있어 보험사 및 메디컬그룹들이 RPM에 대한 관심이 확대되고 있는 것으로 판단된다.

이전까지는 보험사들이 본격적으로 RPM을 적용하기에는 RPM 공급업체들의 단가가 높아 적용하기 어려웠다. 기존 미국 내 RPM사업자들은 Traditional Medicare(파트A+파트B)를 기반으로 영업을 진행 했었고 파트C 어드밴티지 보험사들은 인당 연간 700달러 수준의 비용을 부담스러워 했다. 이는 수익구조에 기인한다. 미국 내 파트C 민간보험업체들은 정부 펀드로부터 인당 평균 진료비를 일시 지급받아서 병원비, 진료비, 처방약비용, 가입자 혜택 비용, 판관비를 제하고 5% 수준의 이익률만 남겨야 한다. 즉, 이익률이 고정되어 있기 때문에 가입자를 늘리는 것이 관건이다. 가입자들은 플랜의 혜택 구성에 따라 변동이 생긴다는 점을 감안하면 높은 비용의 RPM은 구성항목에서 외면 받았다. 하지만 동사가 인당 연간 110달러를 제시함에 따라 파트C 어드밴티지 보험사와 미국 내 최초로 계약하게 된 것이다. 보험 업체들에게 RPM의 효용성은 명확하다. 1) 가입자들의 질병을 조기발견 함으로써 Capitation 산정에 중요한 Average Risk Score를 높일 수 있다. 2) 가입자들의 병원 방문횟수를 감소시킴에 따라 혜택에 들어가는 Delivery service와 진료비를 줄일 수 있다. 즉, 매출은 높이고 기존 비용은 감소시키면서 혜택을 더 확장할 수 있어 가입자를 확대할 수 있는 것이다. 가입자 증가로 이익률은 고정되지 만 이익 규모를 키울 수 있게 되는 것이다.

메디케어+메디케이드 1억명이 개척 가능한 잠재 고객

RPM+원격진료 사업에서 파트A(입원진료)+파트B(외래진료 및 의사 진료비)를 가입한 메디케어 환자는 의사가 직접 CPT코드를 통해 수가를 청구할 수 있으며 파트C(어드밴티지 진료서비스)에 가입한 환자는 보험사에서 비용을 지급하는 형태이다. 현재 동사가 우선적으로 노리는 타겟층은 파트C 어드밴티지 관련 민간 헬스플랜 보험사로 전체 메디케어 가입자(Medicare 연방정부 운영: 65세 및 장애인 대상) 6,500만명의 48%가 이 플랜을 활용하고 있다. 추가적으로 메디케이드(주정부 운영: 저소득층 대상)도 RPM을 채택이 늘어날 것으로 판단됨에 따라 관련 보건기관들로의 확장이 가능할 것으로 판단된다. 메디케이드는 전체 가입자가 7,300만명으로 메디케어+메디케이드 듀얼 가입자 1,200만명을 감안하더라도 1억명이 RPM+원격진료의 잠재 고객이 되는 것이다.

기기매출+월구독료 베이스

3월에 계약을 맺은 챔피언 헬스플랜은 캘리포니아에 위치한 민간보험 업체로 파트C(어드밴티지 민간헬스플랜), 가입자 3,000명을 보유한 업체이다. 동사는 레퍼런스를 기반으로 보험사 가입을 늘려나갈 계획이며 현재 5~6개의 보험사와 논의하고 있으며 보험사 계약이 빠르게 늘어나게 된다면 하반기부터 본격적인 실적 기여가 될 것으로 기대된다.

동사가 사이버엠디케어를 통해 RPM+원격진료 서비스를 제공하게 되면 가입자당 월 구독 6.9달러(RPM 4.9달러+원격진료 2달러)~7.9달러를 수취하게 된다. 향후 가입자가 100만 명까지 확보될 경우 구독료만 1,000억원 이상의 매출 발생이 가능하다. 추가적으로 RPM에 사용되는 체중계, 혈압계, 혈당, 혈당측정기, 산소포화도 측정기에 대한 공급도 일시 매출로 반영될 수 있어 초기 기기 매출(27달러) 이후 월 구독료 베이스의 수익 구조로 판단된다. 해당 장비들은 FDA승인을 거친 장비가 필수이며 ODM 방식으로 생산, 공급할 계획이다. 현재 미국 현지 경쟁사들은 기기에 Lte통신 및 라우터를 활용하여 원가가 높다. 보험사 제시액도 동사보다 높은 월 구독 50~60달러로 동사의 가격경쟁력이 매우 높은 것으로 판단되며 낮은 가격을 기반으로 시장을 빠르게 잠식한다는 계획이다.

위의 내용을 통해 동사의 미국 RPM+원격진료 시장에 대한 빠른 진입은 가능성이 높다고 판단된다.

1) CMS의 RPM+원격진료 확장 정책 기반으로 수가가 확정, 보험사들도 Average Risk Score를 높여 수익을 확대+비용 감축을 통한 혜택 확대를 이루어 가입자 유치하려고 하고 있다. 이를 기반으로 RPM+원격진료 업체 최초로 파트C 보험사와 계약했다.

2) 기존 RPM+원격진료 경쟁사들은 높은 비용으로 메디케어 파트 C, 메디케이드에 진입한 사례가 없지만 동사는 경쟁사 대비 월등히 낮은 가격으로 해당 업체 및 기관에 빠르게 진입, 확장할 것으로 기대된다. 확장 가능 가입자는 1억명으로 판단된다.

3) 수익구조는 <초기 기기 매출(인당 27달러, 일시 판매)→ 3개월 무료 서비스→ 인당 월 6.9달러 구독서비스>로 보험사 계약 성과에 따라 하반기부터도 실적 기여가 가능할 것으로 기대된다.

Traditional Medicare vs Medicare Advantage 비교

구분	Traditional Medicare	Medicare Advantage
Payment	Fee-for-service	Per-Member-per-Month
추가부담금 제한	Uncapped	Capped
Network	전지역 전문의	민간보험사 네트워크 의사만 해당
가입자 추가 혜택 (딜리버리 등)	X	O
활용 관리	X	O
고객 케어 서비스	X	O
처방약 혜택	X	O
보조 보험 커버리지 필요성	O	X

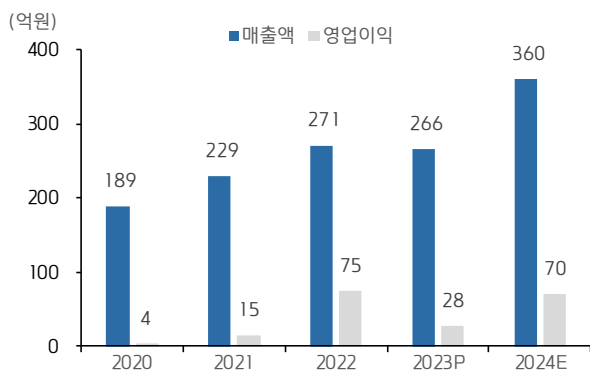
자료: CBINSIGHTS, 키움증권 리서치센터

메디케어가 파트C 보험사들에게 지급하는 Capitation 산정 방식



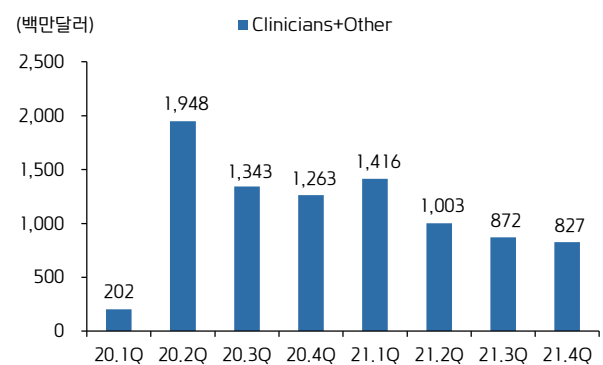
자료: CBINSIGHTS, 키움증권 리서치센터

토마토시스템 연간 실적 추이 및 전망



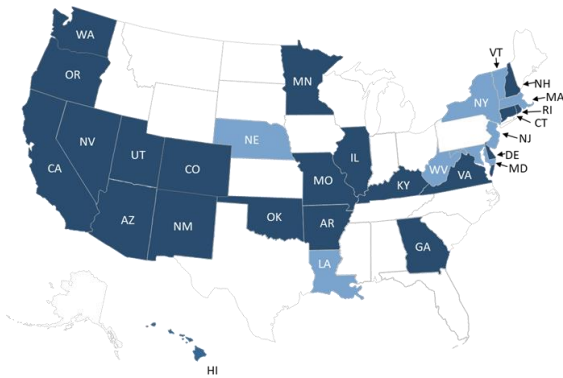
자료: 토마토시스템, 키움증권 리서치센터

미국 메디케어 원격진료 의료급여 추이



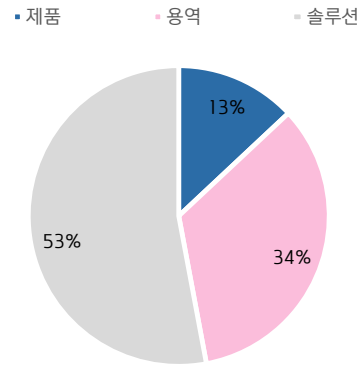
자료: MEDPAC, 키움증권 리서치센터

원격진료, 방문진료에 대해 같은 급여를 지출하는 주



자료: Federal Development, 키움증권 리서치센터

사업부문별 매출 비중(2023년 기준)



자료: 토마토시스템, 키움증권 리서치센터

기획부터 테스트까지 확장 계획인 eXBuilder6 솔루션



자료: 토마토시스템, 키움증권 리서치센터

원격진료 CyberMDCare의 복미 지역 연계서비스



자료: 토마토시스템, 키움증권 리서치센터

미국 의료AI 관리 시스템에 본격진출

동사는 이번 홍보자료를 통해 미국 디지털 헬스케어 소프트웨어 전문 회사인 PopIQ. Health와 AI기반 의료관리시스템을(Case Management System)을 공동 개발한다고 밝혔다. 이 시스템은 환자의 1)진단 및 입원 기록, 2)처방약, 3) RPM 데이터, 4) 혈액 및 소변 데이터 등의 분석을 통해 환자의 질환 발생 가능성을 요약해서 보여주는 형태로 진료 전 의사에게 제공, 메디컬 그룹과 보험사에서 사용하는 매니지먼트 시스템이다. 즉, 개별 데이터 및 동사의 RPM 데이터를 통합하는 솔루션으로 정부에 보고하는 양식까지 자동으로 생성된다.

해당 솔루션이 각광받을 수 있는 이유는 현재 보험사들이 수가 적용을 위해 CMS 및 정부에 보고되는 데이터는 개별 데이터들을 취합하여 매뉴얼에 따라 직접입력하는 형태이기 때문에 과대 계상되거나 오류, 시간 소요가 많다는 단점이 있다. 더불어 정부 및 다른 기관에서 정기적으로 진행하는 Audit(감사)에 대한 데이터도 제공해야하기 때문에 관련 솔루션이 개발되면 수요가 높을 것으로 기대된다. 특히 Audit은 보험급여가 적정했는지, 프로세스의 투명성, FDA가 신규 승인한 항목들에 대한 급여 데이터를 중점 관리하기 때문에 보험사들의 프로세스 투명성에서 높은 점수를 받을 수 있다.

향후 개발이 완료될 경우 RPM이 같이 포함되어 보험사 및 메디컬 그룹에 대한 영업이 진행될 것으로 판단된다. 특히 챔피언헬스케어 자회사와 같이 공동 개발을 진행하기 때문에 보험사에 빠르게 적용 가능하다. 가격 정책은 결정되지 않았지만 RPM이 포함되었다는 점에서 RPM과 같은 가입자당 가격을 설정하는 모델이 될 것으로 예상되며 그 경우 RPM과 의료AI솔루션 두 가지 수익모델을 기반으로 미국 헬스케어 시장을 개척할 수 있을 것으로 판단된다.

장기적으로 다수의 환자 데이터들이 확보되게 되면 이를 기반으로 한 패턴 분석 예측, 케이스 추적 시스템이 가능해져 상품 구성에 대한 보험사들의 활용성이 높아질 것으로 전망된다.

포괄손익계산서

(단위 :억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020	2021	2022	2023	2024E
매출액	189	229	271	266	360
매출원가	148	156	141	158	190
매출총이익	41	72	130	108	170
판매비	35	58	56	79	100
영업이익	6	15	75	28	70
EBITDA	15	21	78	32	78
영업외손익	-15	-8	-18	6	8
이자수익	0	0	0	9	10
이자비용	1	1	1	0	0
외환관련이익	0	0	0	0	0
외환관련손실	0	0	0	0	0
종속 및 관계기업손익	0	0	0	0	0
기타	-14	-7	-17	-3	-2
법인세차감전이익	-8	7	56	35	78
법인세비용	1	-6	10	2	12
계속사업손손익	-9	13	46	33	66
당기순이익	-9	13	46	33	66
지배주주순이익	-9	13	46	33	66
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	3.8	21.2	18.3	-1.8	35.3
영업이익 증감율	-49.0	150.0	400.0	-62.7	150.0
EBITDA 증감율	-16.2	40.0	271.4	-59.0	143.8
지배주주순이익 증감율	-124.7	-244.4	253.8	-28.3	100.0
EPS 증감율	적전	흑전	243.7	-41.3	90.7
매출총이익율(%)	21.7	31.4	48.0	40.6	47.2
영업이익율(%)	3.2	6.6	27.7	10.5	19.4
EBITDA Margin(%)	7.9	9.2	28.8	12.0	21.7
지배주주순이익율(%)	-4.8	5.7	17.0	12.4	18.3

현금흐름표

(단위 :억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020	2021	2022	2023	2024E
영업활동 현금흐름	5	16	57	47	59
당기순이익	-9	13	46	33	66
비현금항목의 가감	33	23	44	5	0
유형자산감가상각비	1	3	3	3	3
무형자산감가상각비	8	3	1	1	5
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	24	17	40	1	-8
영업활동자산부채증감	-18	-19	-32	3	-6
매출채권및기타채권의감소	-5	-7	-2	-1	-7
재고자산의감소	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무의증가	-2	2	-3	36	9
기타	-11	-14	-27	-32	-8
기타현금흐름	-1	-1	-1	6	-1
투자활동 현금흐름	-9	-3	-53	-129	-24
유형자산의 취득	0	0	0	0	0
유형자산의 처분	0	0	0	0	0
무형자산의 순취득	-9	0	0	-15	-15
투자자산의감소(증가)	-1	-5	-3	-14	-14
단기금융자산의감소(증가)	1	0	-50	-97	-7
기타	0	2	0	-3	12
재무활동 현금흐름	3	8	-1	136	-16
차입금의 증가(감소)	-6	-14	-5	0	0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	8	0	7	159	0
자기주식처분(취득)	1	0	0	-20	0
배당금지급	0	0	0	0	-14
기타	0	22	-3	-3	-2
기타현금흐름	0	0	0	0	12.22
현금 및 현금성자산의 순증가	-1	21	3	55	32
기초현금 및 현금성자산	7	6	27	30	85
기말현금 및 현금성자산	5	27	30	85	117

자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위 :억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020	2021	2022	2023	2024E
유동자산	30	59	132	304	357
현금 및 현금성자산	5	27	30	85	116
단기금융자산	1	1	51	148	155
매출채권 및 기타채권	23	16	18	20	27
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	1	15	33	51	59
비유동자산	55	56	41	72	77
투자자산	6	10	14	27	41
유형자산	0	3	3	3	0
무형자산	24	11	4	19	14
기타비유동자산	25	32	20	23	22
자산총계	85	115	173	375	434
유동부채	35	59	32	56	65
매입채무 및 기타채무	16	21	23	52	61
단기금융부채	19	33	2	2	2
기타유동부채	0	5	7	2	2
비유동부채	31	28	14	22	22
장기금융부채	1	2	1	1	1
기타비유동부채	30	26	13	21	21
부채총계	66	88	46	78	87
지배지분	20	28	127	298	348
자본금	19	19	21	77	77
자본잉여금	11	11	56	160	160
기타자본	0	0	0	-20	-20
기타포괄손익누계액	1	0	0	0	-2
이익잉여금	-12	-3	50	81	133
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	20	28	127	298	348

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2020	2021	2022	2023	2024E
주당지표(원)					
EPS	-102	112	385	226	431
BPS	173	238	1,003	1,939	2,268
CFPS	258	311	755	259	433
DPS	0	0	0	90	90
주가배수(배)					
PER	0.0	33.0	10.5	18.1	13.2
PER(최고)	0.0	33.2	13.0		
PER(최저)	0.0	19.7	7.5		
PBR	0.00	15.59	4.05	2.11	2.50
PBR(최고)	0.00	15.66	5.01		
PBR(최저)	0.00	9.30	2.90		
PSR	0.00	1.86	1.78	2.24	2.42
PCFR	0.0	11.9	5.4	15.8	13.1
EV/EBITDA		20.2	5.6	12.4	7.7
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	41.4	20.6
배당수익률(% , 보통주, 현금)		0.0	0.0	2.2	1.6
ROA	-10.2	12.8	31.7	12.0	16.4
ROE	-46.9	54.4	59.0	15.5	20.5
ROIC	20.6	23.7	306.3	77.2	157.7
매출채권회전율	9.4	11.7	15.6	14.0	15.6
재고자산회전율					
부채비율	335.2	314.5	36.1	26.0	24.9
순차입금비율	70.0	21.4	-61.4	-77.2	-77.3
이자보상배율	6.4	15.5	62.2	280.0	693.9
총차입금	19	34	3	3	3
순차입금	14	6	-78	-230	-269
NOPLAT	15	21	78	32	78
FCF	-11	-6	43	17	62

Compliance Notice

- 당사는 4월 4일 현재 '토마토시스템' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 추가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 추가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 추가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 추가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 추가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2023/04/01~2024/03/31)

매수	중립	매도
95.03%	4.97%	0.00%