

KOSDAQ | 건강관리장비와서비스

루닛 (328130)

시로 암 정복이 가능한 시대

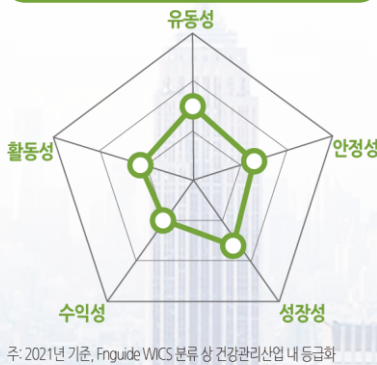
체크포인트

- 2013년도에 의료 AI 1세대 기업으로 설립, KAIST 출신 인공지능 박사들이 창업 초기에 모여 회사를 창업, AI 분야에 대한 전문성을 갖추었음
- 투자포인트 1) 동사의 캐시카우 역할을 하는 제품 암 진단 솔루션인 Lunit INSIGHT의 글로벌 파트너사를 통한 지속적인 매출 발생 가능, 2) 면역항암제 바이오마커인 Lunit SCOPE의 높은 잠재력
- 동사의 Lunit SCOPE 글로벌 파트너십 확보에 노력 중, 다수의 계약 체결 시 회사의 Value 상승은 충분히 가능하다는 판단. 또한, 동사를 제외하고 글로벌 업체들의 경우 조단위 시가총액을 기록 중, 상대적으로 낮은 밸류에이션이 매력적

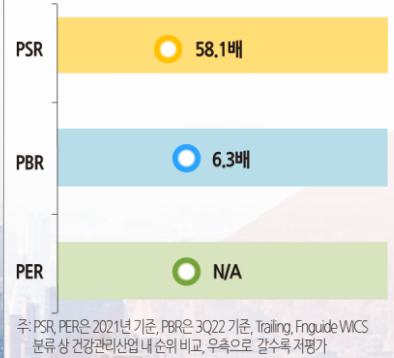
주가 및 주요이벤트



재무지표



밸류에이션 지표



루닛 (328130)

Analyst 이달미 talmi@kirs.or.kr
RA 양준호 junho.yang@kirs.or.kr

KOSDAQ

건강관리장비와서비스

2013년에 설립, 의료 AI 1세대 기업

동사는 2013년도에 의료 AI 1세대 기업으로 설립, KAIST 출신 인공지능 박사들이 창업 초기에 모여 회사를 창업하여 AI 분야에 대한 전문성을 갖추었음. 글로벌 채널 구축을 위해 GE, 필립스와 같은 의료장비 회사와 협업하고 있으며 특히 액체생검으로 글로벌 1위 업체인 가던트헬스로부터 투자를 받고 그들이 가지고 있는 암 채널에 동사의 솔루션을 같이 탑재하는 사업화를 진행 중에 있음.

주요제품은 Lunit INSIGHT와 SCOPE

동사의 주요 제품은 암 진단 솔루션인 Lunit INSIGHT와 암 치료 결정 솔루션인 Lunit SCOPE 가 있음. 투자포인트 1) 동사의 캐시카우 역할을 하는 제품 암 진단 솔루션인 Lunit INSIGHT의 글로벌 파트너사를 통한 지속적인 매출 발생 가능, 2) 면역항암제 바이오마커인 Lunit SCOPE의 높은 잠재력.

글로벌 업체 대비 낮은 밸류에이션이 매력적

현재 전세계 대표적인 AI의료회사로는 PathAI(1.3조원), Heartflow(3조원), Viz.ai(1.5조원), 그리고 동사가 있음. 이들은 모두 GE, 필립스, 지멘스 등과의 협업을 진행 중, 특히 PathAI의 경우 동반진단 테스트가 로슈, BMS와 협업을 진행 중. 동사의 SCOPE도 글로벌 파트너십 확보에 노력 중이며 다수의 계약 체결 시 회사의 Value 상승은 충분히 가능하다는 판단. 또한, 글로벌 업체들의 경우 비상장이긴 하나 조단위 펀딩 이력이 있어 상대적으로 낮은 동사의 밸류에이션이 매력적이라는 판단.

Forecast earnings & Valuation

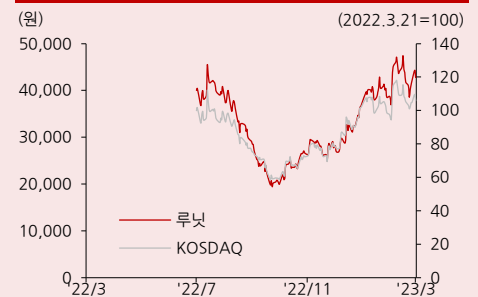
	2019	2020	2021	2022	2023F
매출액(억원)	2	14	66	139	286
YoY(%)	892.0	620.8	364.3	108.9	106.3
영업이익(억원)	-116	-210	-457	-507	-371
OP 마진(%)	-5,845.8	-1,465.0	-688.4	-365.3	-130.0
지배주주순이익(억원)	-470	-837	-737	-391	-286
EPS(원)	-7,034	-10,257	-8,172	-3,398	-2,335
YoY(%)	적지	적지	적지	적지	적지
PER(배)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
PSR(배)	0.0	0.0	0.0	24.8	18.0
EV/EBIDA(배)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
PBR(배)	N/A	N/A	0.0	5.3	14.1
ROE(%)	130.4	88.4	114.6	-110.3	-54.2
배당수익률(%)	N/A	N/A	N/A	0.0	0.0

자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

Company Data

현재주가 (3/27)	40,400원
52주 최고가	47,400원
52주 최저가	19,450원
KOSDAQ (3/27)	813.43p
자본금	46억원
시가총액	4,951억원
액면가	500원
발행주식수	12백만주
일평균 거래량 (60일)	45만주
일평균 거래액 (60일)	185억원
외국인지분율	24.11%
주요주주	백승욱 외 9인 22.54%
	WELL ALIKE LIMITED 6.40%

Price & Relative Performance



Stock Data

주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	13.5	47.8	
상대주가	8.6	36.5	

▶ 참고 1) 표지 재무지표에서 안정성 지표는 '부채비율', 성장성 지표는 '영업이익 증가율', 수익성 지표는 '영업이익률', 활동성지표는 '총자산회전율', 유동성지표는 '당좌비율' 임.

2) 표지 밸류에이션 지표 차트는 해당 산업군내 동사의 상대적 밸류에이션 수준을 표시. 우측으로 갈수록 밸류에이션 매력도 높음.

기업 개요

2013년에 설립, 의료 AI 1세대 기업

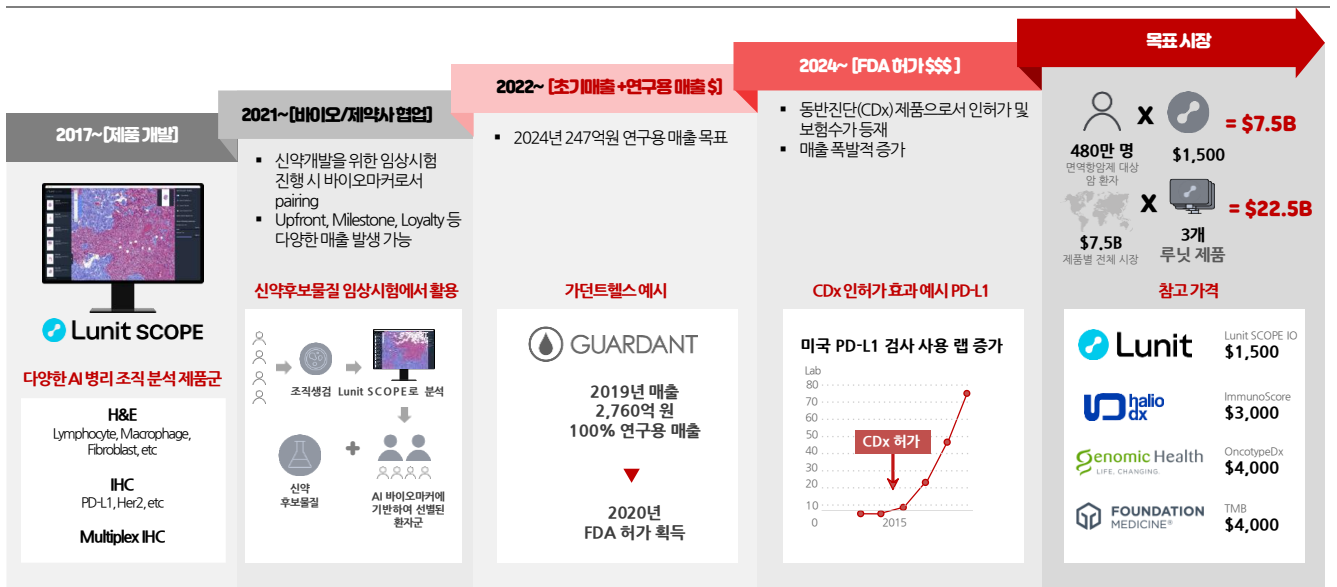
**글로벌 1세대
의료 인공지능 기업으로
딥러닝 기술을 기반으로
의학적 혁신을 이뤄내고 있음**

동사는 2013년도에 의료 AI 1세대 기업으로 설립, 현재 총 300명의 직원수와 12명의 풀타임 의사가 근무하고 있다. KAIST 출신 인공지능 박사들이 창업 초기에 모여 회사를 창업하였기 때문에 AI 분야에 대한 전문성을 갖추었다. 뿐만 아니라 해외기관의 투자금이 총 950억원에 달하며 외국인 이 25%의 지분율을 보유하고 있다. 글로벌 채널 구축을 위해 GE, 필립스와 같은 의료장비 회사와 협업하고 있으며 특히 액체생검으로 글로벌 1위의 업체인 가던트헬스(Guardant Health)로부터 투자를 받고 그들이 가지고 있는 암 채널에 동사의 솔루션을 같이 탑재하는 사업화를 진행 중에 있다.

동사는 글로벌 1세대 의료 인공지능 기업으로 딥러닝의 기술적 장점을 극대화할 수 있는 의학 문제에 집중하여 의료 인공지능 제품을 연구개발 하였다. 우선, 딥러닝 기술을 통해 인간의 시각적 한계를 보완하는 '판독 보조 (AI-assisted detection) 솔루션'을 개발, 상용화에 성공, 동사가 현재 이 분야에서 시장을 선도하고 있는 상황이다.

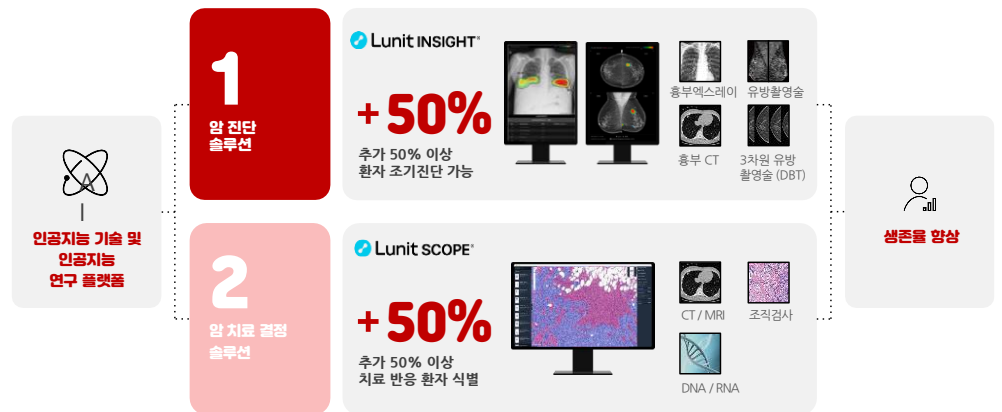
또한, 인간의 시각 인지 능력과 패턴 인식 능력의 한계를 극복, 의료영상 기반의 새로운 바이오마커(단백질이나 DNA, RNA, 대사물질 등을 이용해 몸 안의 변화를 알아낼 수 있는 지표, 바이오마커를 활용하면 생명체의 정상 또는 병리적인 상태, 약물에 대한 반응 정도 등을 객관적으로 측정할 수 있음)를 찾아내는 '이미지 바이오마커(AI imaging biomarker) 솔루션'을 개발하였다. 의료 인공지능 산업에서 현재 동사가 새롭게 개척하고 있는 분야이며 딥러닝 기술을 기반으로 의학적인 혁신을 이뤄내고 있다.

2013년에 설립되어 인공지능으로 의학 혁신을 이뤄내고 있는 중



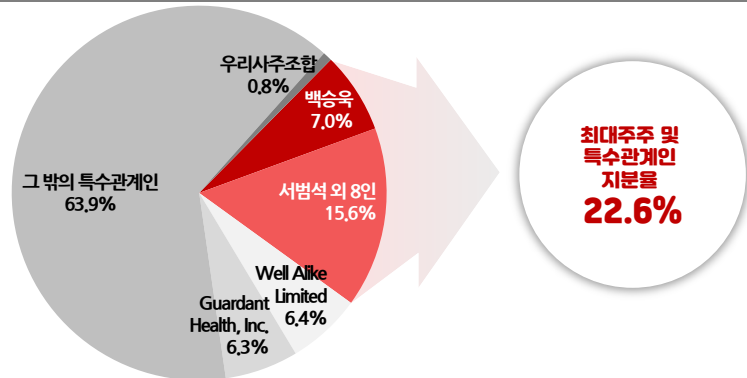
자료: 루닛, 한국IR협회의 기업리서치센터

동사는 AI로 암을 정복하는 회사



자료: 루닛, 한국IR협회의 기업리서치센터

동사의 주주 구성



자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

산업 현황

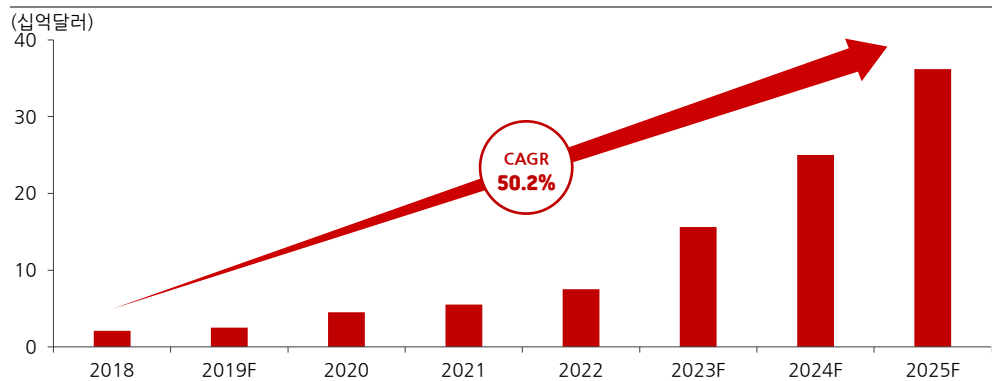
인공지능 헬스케어 산업은
연평균 50.2%의
고성장세 시현 중

1 글로벌 인공지능 헬스케어 산업규모

동사의 전방산업은 인공지능인테 헬스케어 솔루션을 구현하여 사업화하고 있다. 인공지능 헬스케어 분야는 인공지능 산업의 큰 축 중 하나로 딥러닝 기반의 연산 알고리즘이 개발되면서 시장이 형성되기 시작하였다. 대량의 의료영상, 의무기록 데이터 등을 머신러닝 알고리즘을 통해 분석할 수 있게 되고, 인공지능 기반 의료 솔루션의 우수성이 논문, 제품 등을 통해 입증되면서 자연스럽게 인공지능을 접목하는 의료기기 개발회사들이 늘어나기 시작하고 있다.

이에 따라 글로벌 의료 인공지능 시장규모는 2018년 21억달러(약 2.4조원)에서 2025년 362억달러(약 40조원) 수준으로 연평균 50.2%의 고성장세가 예상되고 있는 상황이다. 이는 의료 시장의 수요증가, 인공지능 기술의 발달에 힘입어 고성장세 시현이 전망, 시장 태동기인 만큼 중장기적인 시장규모는 더욱 확대될 것이라는 판단이다.

글로벌 인공지능 헬스케어 시장은 연평균 50.2%의 고성장세 시현 중



자료: 루닛, 한국IR협회의 기업리서치센터

글로벌 의료 인공지능 시장은
미국이 가장 큰 비중을 차지

의료 인공지능 시장을 국가별로 살펴보면, 2018년 기준으로 미국 32.1%, 독일 8.8%, 영국 7.1%, 프랑스 4.9%, 이탈리아 3.5% 등 미국과 유럽 지역이 차지하는 비중이 크다. 그 밖에 아시아 태평양 지역에서는 중국 8.5%, 일본 7.3%, 한국 5.7% 등이 주요 국가에 해당된다.

의료 인공지능 시장은 글로벌 연평균 성장률이 50%대에 달하는 만큼 빠른 성장세를 보이고 있는데 특히 미국의 비중이 32.1%를 차지, 단일 국가 기준으로 최대 규모를 기록하고 있다. 또한 미국에서의 성장률만 고려했을 때에도 50%가 넘는 높은 성장세가 전망되어 미국 시장으로의 진출이 중요하다.

2 인공지능 헬스케어 산업의 특성

의료 인공지능 산업의 특성은 크게 3가지로 나뉜다.

의료 인공지능 산업은 인간의 생명과 보건에 관련된 제품을 생산하는 산업이다. 따라서 여타 산업 대비 1) 엄격한 규제 시장, 2) 다양한 이해관계자, 3) 규모의 경제 시장의 3가지 특성을 지니고 있다.

1. 엄격한 규제시장

의료 인공지능 시장은 인간의 생명과 관련된 제품을 생산하기 때문에 정부의 의료정책 및 관리 제도의 영향을 받는다. 정부는 의료기기의 개발부터 생산, 제조, 유통 및 판매 등의 과정에서 안전성과 유효성 확보에 대한 엄격한 관리를 하며 지식재산권 보장, 개인정보보호 등에 대한 규제도 적용한다.

의료기기 허가는 글로벌 시장에서는 비관세 장벽으로 작용한다. 국가간 허가 제도가 다르고 소요기간이 길기 때문에 제3국에서 출시된 제품을 해외시장으로 확대하기 위해서는 효과적인 규제 전략이 동반되어야 한다. 의료 인공지능 솔루션은 최신 컴퓨터 공학 기술을 사용하는 신생 제품군으로 해당 제품군에 대한 각 국가의 인허가 제도가 정립되지 않았고 국가별 규제 편차가 크기 때문에 허가 난이도가 매우 높은 편이다. 따라서 이와 같은 규제와 허가제도는 후발주자에게는 진입장벽으로 작용, 따라서 먼저 선점하는 게 매우 중요하다. 또한 국가별 편차가 있기 때문에 주로 파트너사를 통해 진출이 이루어진다.

2. 다양한 이해관계자

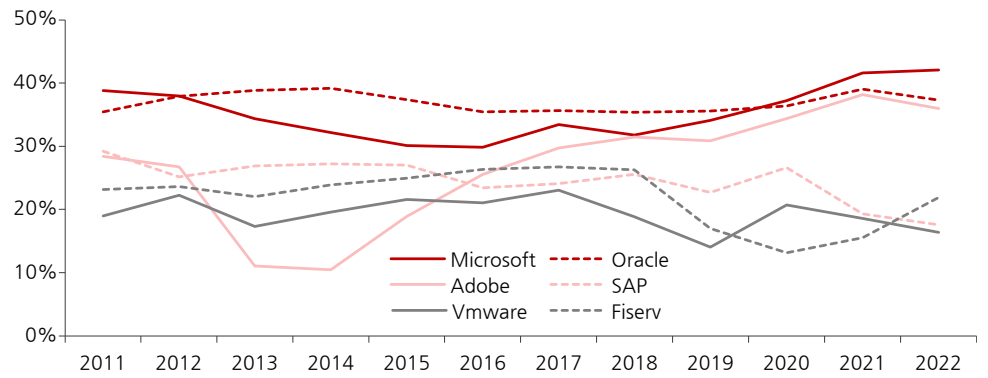
의료 인공지능 시장은 환자와 의료기기 제조사 외에도 의료기관, 규제기관, 보험사 등 다양한 이해관계자가 서로 연관되어 있다. 환자의 진료에 대한 의사결정은 의료기관 또는 의료인에 의해서 이루어지며, 진료비용은 환자 본인 외에도 의료보험 공단 및 민영 보험사 등에 의해 지불된다. 의료기기 도입에 대한 의사결정이 진료 대상자인 환자뿐만 아니라 의료진, 의료기관의 구매 부서 등에 의해 결정되며, 관련 정책이나 보험 제도 등에 따라 의료기기의 시장성이 확대된다. 따라서 의료 인공지능 시장은 일반적인 IT산업과는 달리 제품의 경쟁력뿐만 아니라 이해관계자의 니즈를 충족시키는 것이 중요하다.

3. 규모의 경제 시장

의료 인공지능 시장은 소프트웨어 시장의 속성을 보유하고 있다. 소프트웨어 시장은 대표적인 규모의 경제 시장으로 선도업체의 시장 지배력이 강하고 업계 평균 영업이익률이 높다는 특징이 있다. 소프트웨어 산업은 제조업과 달리 제품 개발에 소요되는 연구개발비의 비중이 크지만, 영업활동에 따른 변동비가 거의 들지 않는다. 따라서 제품이 생산되기 전 연구개발 단계에 고정비 형태의 모든 투자가 집중되어 있다. 그러므로 높은 시장점유율을 바탕으로 규모의 경제를 이루면 품질 경쟁력과 가격 경쟁력을 모두 확보할 수 있다는 장점이 있다.

또한 소프트웨어 산업은 사용하는 상품을 전환할 때 제품가격 이외에 추가적으로 발생하는 비용이 비교적 크기 때문에 선도업체의 높은 시장점유율이 안정적으로 유지되며 이것은 영업이익률 상승으로 이어진다. 실제로 글로벌 주요 소프트웨어 기업의 영업이익률은 지난 10년 동안 20%를 상회하는 수준이었다. 의료 인공지능 산업 또한 장기적으로 선도업체가 높은 점유율을 지속적으로 유지하는 동시에 높은 영업이익률을 형성할 것으로 기대된다.

글로벌 소프트웨어업체들은 높은 영업이익률 유지 중



자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

3 인공지능 의료영상 및 항암제 바이오마커 시장 현황

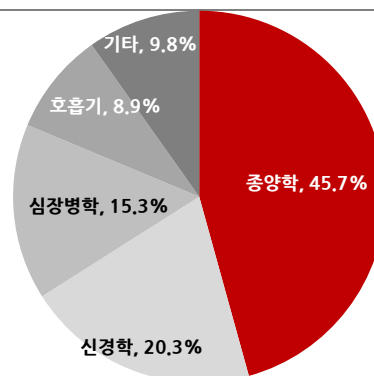
인공지능 의료영상 시장은
연평균 57.8%의
성장세 시현 중,
2025년 59억달러 수준을
기록할 전망

동사의 제품 구성은 크게 두가지, 인공지능 기반 암 의료영상 솔루션(Lunit INSIGHT)와 면역항암제 동반진단 바이오마커(Lunit SCOPE)이다.

Lunit INSIGHT의 타겟 시장인 인공지능 기반 암 의료영상 시장규모는 2018년 기준 2억달러(약 2,600억원)규모로 연평균 57.8%씩 성장하여 2025년에는 59억달러(약 7.6조원) 수준에 이를 것으로 전망된다.

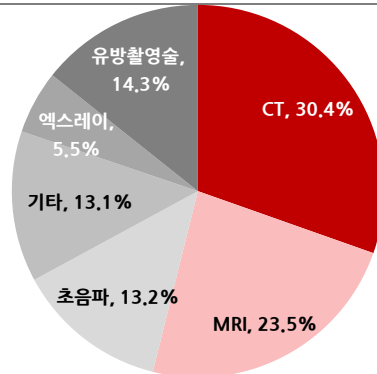
인공지능 의료영상 시장을 의료 전문분야별로 살펴보면 종양학 분야가 전체 시장의 45.7%를 차지하고 있는 만큼 암 관련 분야에서 주로 사용되고 있다. 영상검사 유형 기준에서는 엑스레이, 유방촬영술, 단층촬영(CT) 등이 전체 시장의 50.2%를 차지하며 신체 기관별로 봤을 때는 폐 영상과 유방 영상 분야가 시장 비중이 32.0%로 가장 높아 폐와 유방쪽 암 진단에 주로 이용되고 있다.

의료 인공지능 전문 분야별 시장 비중



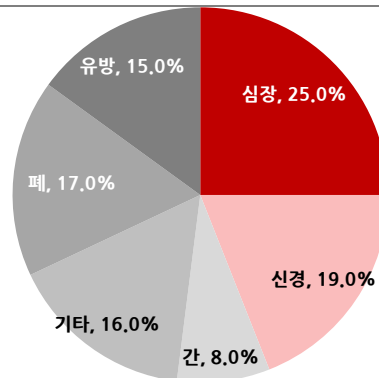
자료: 루닛, 한국IR협회의 기업리서치센터

인공지능 영상검사별 시장 비중



자료: 루닛, 한국R협의회 기업리서치센터

인공지능 신체기관별 시장 비중



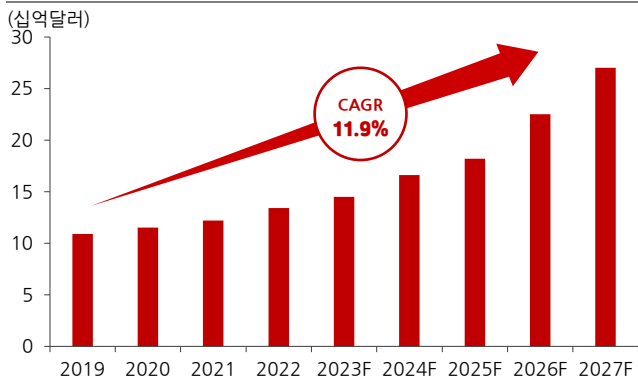
자료: 루닛, 한국R협의회 기업리서치센터

**영상진단 시장에서 선두업체는
GE, 필립스, 지멘스 등이
있는데 이들이 시장의
대부분을 점유**

영상진단 시장에서 글로벌 선두업체는 GE(GE Healthcare), 필립스(Philips), 지멘스(Siemens) 등을 포함한 총 10개의 기업이 있으며 이들이 시장의 90%를 점유하고 있다. 이들은 오랫동안 쌓아온 브랜드 파워를 바탕으로 규모의 경제를 이루고 있어 후발 기업의 시장 진입이 쉽지 않다. 특히 의료기기는 임상적 유효성 검증을 위한 연구개발 및 임상시험에 많은 비용이 소요되므로 안정적인 재정 능력을 갖춘 선두 기업을 중심으로 매출 증가의 선순환이 이루어진다. 따라서 관련 소프트웨어를 개발하는 업체는 선두업체와의 파트너십을 통한 시장 진출이 매우 중요하다.

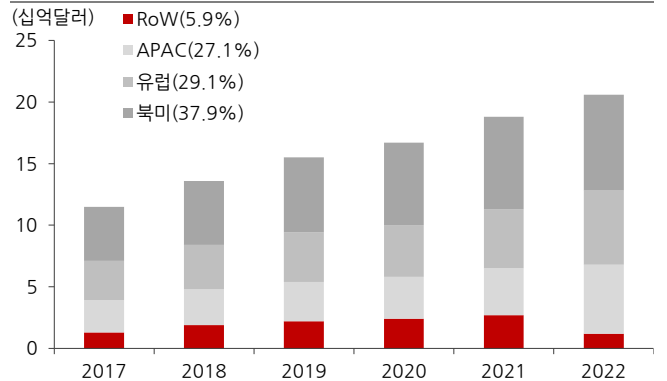
한편, Lunit SCOPE의 타겟 시장인 글로벌 항암제 바이오마커 시장은 2019년 기준 109억달러(약 14조원) 수준으로 연평균 11.9%의 안정적인 성장세로 2027년에는 2배 이상 증가할 것으로 전망되고 있다.

글로벌 항암제 바이오마커 시장규모는 연평균 11.9% 성장세 시현 중



자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

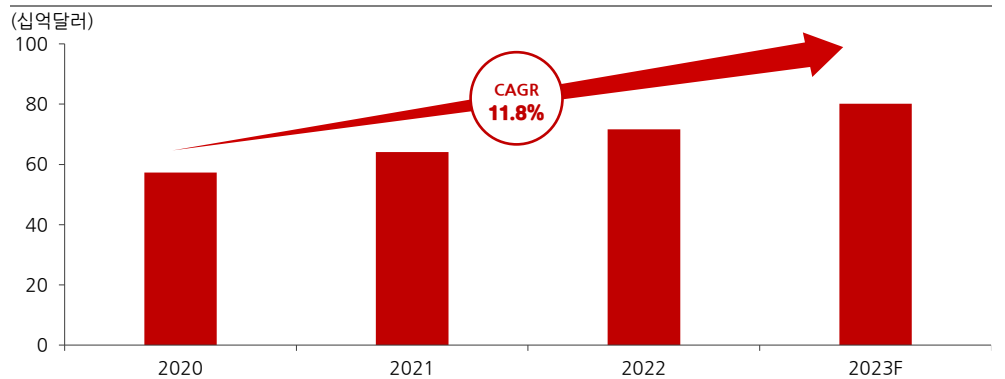
지역별 항암제 바이오마커 시장 비중



자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

특히 Lunit SCOPE는 항암제 중에서도 면역항암제 치료반응 예측에 활용되고 있다. 항암 치료제의 패러다임이 재편되면서 3세대 항암제로 각광받고 있는 면역항암제 시장은 크게 성장중이다. 면역항암제는 인체 고유의 면역체계를 이용하여 암 세포만을 선택적으로 공격하기 때문에 치료 효과가 매우 뛰어나고 부작용이 적다는 장점이 있다. GBI Research에 따르면 글로벌 면역항암제 시장규모는 연평균 11.8%의 성장세를 시현할 것으로 전망하였다.

글로벌 면역항암제 시장은 연평균 11.8%로 안정적인 성장세 시현 중



자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

면역항암제는 아직까지 동반진단 바이오마커가 개발되고 있지 않아 미충족 수요가 높다

최근 개발되고 있는 표적, 면역항암제들의 경우 특정 환자들에게만 작용한다. 특히 표적항암제는 동반진단 바이오마커가 대부분 개발되어 항암제 투여 전에 바이오마커의 유무로 항암제 투여 여부를 결정한다. 그러나 면역항암제의 경우 아직까지 동반진단 바이오마커가 개발되고 있지 않아 미충족 수요가 높다. 따라서 제품 간 경쟁 구도가 형성되지 않고 개별 바이오마커가 새로운 시장을 창출한다. 또한 면역항암제에서의 바이오마커는 각 바이오마커가 주력하여 분석하는 분야가 다르기 때문에 여러 제품이 상호보완 역할을 하여 동시에 사용된다.

대표적인 면역항암제인 키트루다의 동반진단 바이오마커로 사용되는 PD-L1은 새로운 바이오마커가 출시된 이후에도 계속 사용되고 있다. TMB(Tumor Mutational Burden), MSI(Microsatellite Instability) 등 다른 바이오마커가 키트루다의 동반진단 바이오마커로 새롭게 승인되었으나 이들이 기존 바이오마커인 PD-L1을 대체하는 것이 아

나라 추가검사로 함께 사용되고 있다. 이는 면역항암제 동반진단용 바이오마커 개발 시 큰 폭의 매출 성장이 가능하다는 것을 시사한다.

동사의 각 제품별 주요 경쟁업체

제품군	경쟁업체명	국가	주요제품
Lunit INSIGHT	Qure.ai	인도	흉부 X-ray 등 인공지능 의료기기 개발 및 보유
	ScreenPoint	네덜란드	유방촬영술 등 인공지능 의료기기 개발 및 보유
	CureMetrix	미국	유방촬영술 등 인공지능 의료기기 개발 및 보유
	뷰노	한국	골연령, 안저질환, 흉부 X-ray 등 인공지능 의료기기 개발 및 보유
Lunit SCOPE	PathAI	미국	디지털 조직병리 슬라이드
	Owkin	미국	디지털 조직병리 슬라이드
	Tempus	미국	NGS 기반 바이오마커, 임상 데이터 분석 플랫폼 개발 및 보유
	Foundation Medicine	미국	NGS 기반 바이오마커, 액체 생검

자료: 루닛, 한국IR협회의 기업리서치센터



투자포인트

1 동사의 캐시카우 역할을 하는 Lunit INSIGHT

암 진단 솔루션 INSIGHT는
동사의 캐시카우 역할을 한다

동사의 주요 제품은 암 진단 솔루션인 Lunit INSIGHT와 암 치료 결정 솔루션인 Lunit SCOPE 두 가지가 있다. 첫번째 투자포인트로는 현재 동사의 캐시카우 역할을 하는 제품 암 진단 솔루션인 Lunit INSIGHT의 지속적인 매출 발생이라는 점이다.

암 진단 솔루션 INSIGHT는 X-ray로 촬영한 필름을 AI를 통해 판독하여 보이지 않는 작은 병변을 검출해내는 솔루션이다. 즉, 의료영상 검사에 딥러닝 기술을 적용하여 암을 조기에 발견하거나 발병 위험을 사전에 예측하는 제품이다. 우선 판독 보조 솔루션(AI-assisted detection) 단계에서는 AI가 의료영상에서 암 병변을 검출하여 병변의 존재 가능성과 위치를 표시한다. 특히 크기가 작거나 시각적 특징이 뚜렷하지 않아서 의사가 놓치기 쉬운 조기 암 병변을 정확하게 검출하여 의사의 판독 정확도와 효율성을 개선시킨다. 동사의 INSIGHT 제품은 크게 흉부 촬영술과 유방촬영술이 시판 중에 있으며 추후 지속적인 신제품이 출시될 예정이다.

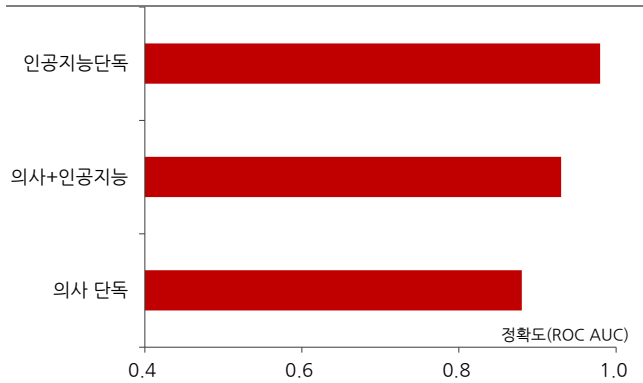
Lunit INSIGHT 제품 개요

구분	제품 개요	출시일	
영상판독 보조솔루션	CXR	흉부 엑스레이 영상에서 10 가지 이상소견 검출	상용 판매 중
	MMG	유방촬영술 영상에서 유방암 의심부위 검출 및 유방 치밀도 분류	상용 판매 중
	DBT	디지털 유방 단층촬영술 영상에서 유방암 의심 부위 검출 (병변 유형 분류 등)	2023년 상반기
암 발병 위험 예측 솔루션	Lung Cancer	흉부 CT 영상에서 폐 결절의 악성도 평가	연구 개발 중
	Breast Cancer	유방촬영술 영상에서 유방암 발병 위험 예측	연구 개발 중

자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

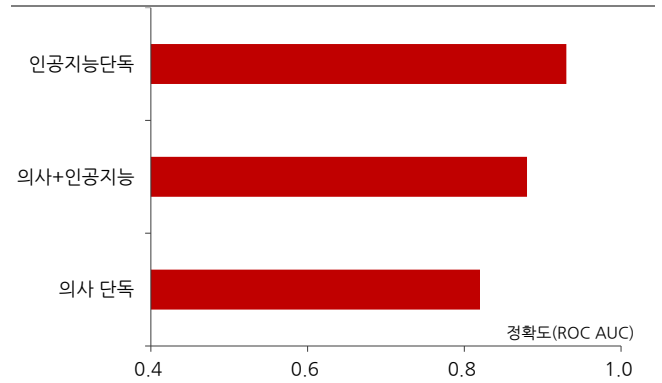
현재 흉부 엑스레이나 유방촬영술을 통해 암을 놓치는 위양성률이 30%, 유방촬영술에서는 불필요한 검사를 하는 비율인 위양성률은 95%에 해당되는 만큼 보다 정확하고 효율적인 암 검출 시스템에 대한 수요가 증가되고 있다. 따라서 동사의 INSIGHT 사용으로 판독 정확도 및 진단 효율성이 증가할 수 있고 재검사율이 감소, 검진 결과 수령 속도가 증가할 수 있다는 장점이 있다.

흉부엑스레이의 INSIGHT를 통한 판독 정확도 증가



자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

유방촬영술의 INSIGHT를 통한 판독 정확도 증가



자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

INSIGHT를 통해 암 조기진단이 가능

Lunit INSIGHT CXR로 진단 시

54세 남성 환자의 흉부 엑스레이 영상에서 3년 전 놓쳤던 폐암 발견

50% 폐암 환자의 50% 조기 진단 가능

2013> 2014> 2016

암 발견 못함 AI 발견 AI SCORE 16.7%

암 발견 못함 AI 발견 AI SCORE 43.1%

폐암 진단 AI 발견 AI SCORE 90.7%

Lunit INSIGHT MMG로 진단 시

59세 여성 환자의 유방촬영술 영상에서 2년 전 놓쳤던 유방암 발견

40% 유방암 환자의 40% 조기 진단 가능

2008> 2009> 2010

암 발견 못함 AI 발견 AI SCORE 71.2%

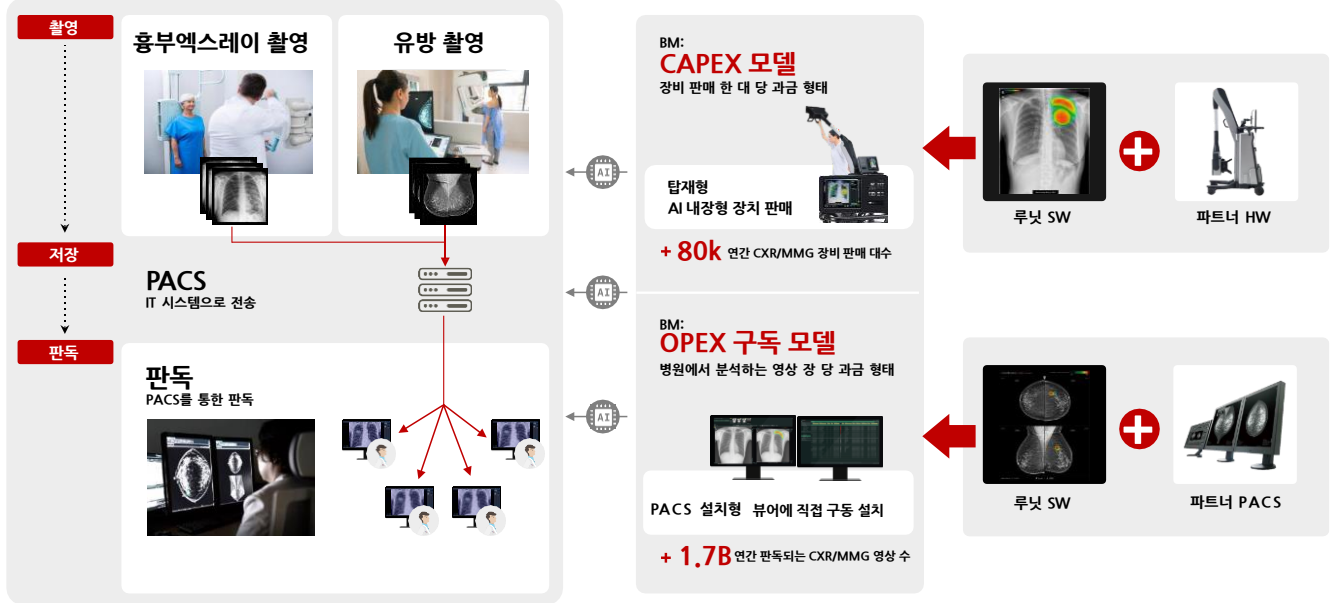
암 발견 못함 AI 발견 AI SCORE 91.8%

유방암 진단 AI 발견 AI SCORE 99.9%

자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

Lunit INSIGHT는 먼저 흉부 및 유방 엑스레이 촬영을 한 후 PACS(Picture Archiving and Communication System: 의료영상저장전송시스템)로 영상이 전송되어 영상을 판독하는 방식이다. 동사는 솔루션만을 제공하는 회사이기 때문에 INSIGHT가 탑재된 촬영 장비와 PACS 시스템이 필요한데 이러한 장비와 시스템은 파트너사와 계약을 통해 매출이 이루어지고 있다. 따라서 안정적인 매출발생을 위해서는 인지도가 높은 파트너사와의 계약이 중요하다.

동사의 기본 사업 모델

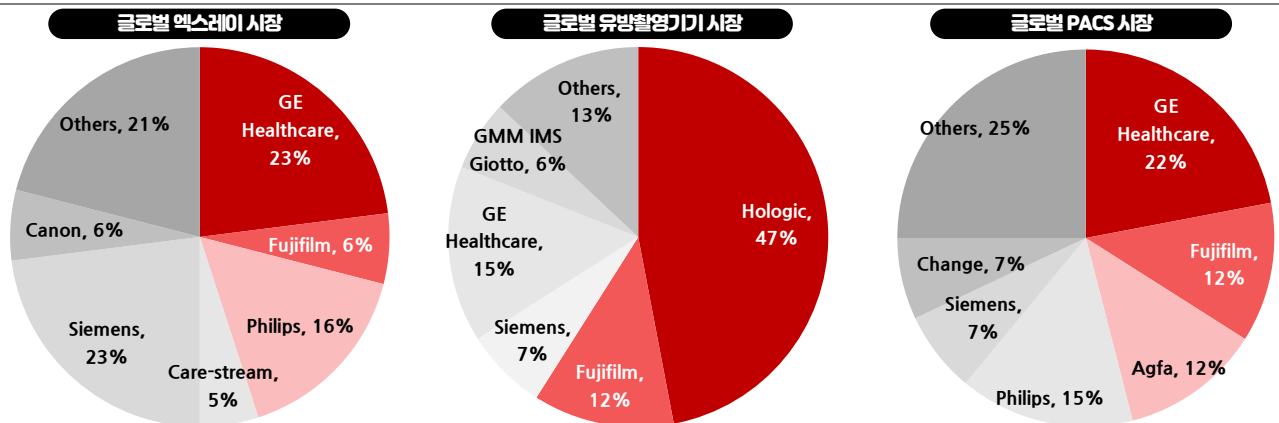


자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

INSIGHT 주요 파트너사는 GE, 후지필름, 필립스 등이 있다.

동사는 글로벌 엑스레이 장비로는 GE 헬스케어, 후지필름, 필립스와의 계약이 맺어진 상태이며 유방촬영기로는 홀로직과 후지필름, PACS 시스템으로는 GE 헬스케어, 후지필름, Agfa와 계약이 맺어진 만큼 인지도 높은 회사의 파트너십을 통해 전세계 50%의 판로를 확보한 상태이다. 현재 글로벌 연간 엑스레이 장비 판매 대수는 7만대이며 동사의 파트너 시장 점유율은 50% 수준으로 연간 3.5만대까지 판매가 가능한 상황, 동사는 현재 2022년 기준 약 1,000대를 판매하였다.

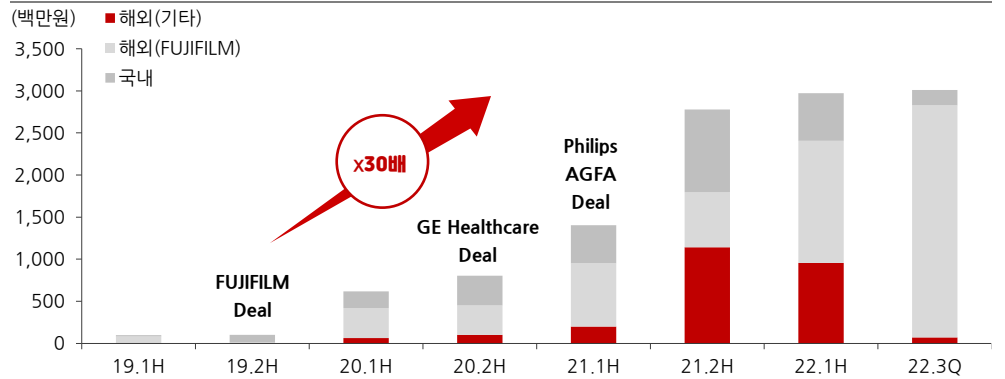
동사와 계약된 파트너사는 대부분 글로벌 점유율이 높은 회사



주: 1) 파트너사는 GE Healthcare, Fujifilm, Philips, Hologic, Agfa, 2) 적색계열은 계약완료 파트너사, 회색계열은 잠재 파트너사
 자료: 루닛, 한국IR협의회 기업리서치센터

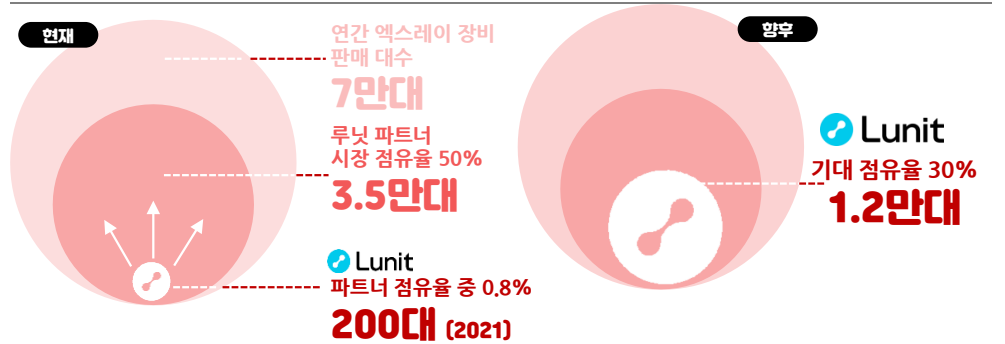
현재 국내의 경우 10%의 X-ray 장비에 탑재되어 있고 후지필름에는 2021년부터 탑재되어 매출이 발생되고 있으며 2022년, 2023년에는 GE에 탑재되어 매출 발생이 본격화될 전망이다. 미국은 2021년 FDA 허가 획득, 유럽도 CE 인증 획득하였고 중장기적으로는 글로벌 점유율 30%까지 상승할 것으로 판단, 이에 따라 Lunit INSIGHT는 동사의 안정적인 캐시카우 역할을 할 것으로 전망된다.

지속적인 파트너사 증가로 매출 증가세 시현 중



자료: 루닛, 한국IR협의회 기업리서치센터

파트너사 증가에 따른 동사의 글로벌 점유율 확대 예상



자료: 루닛, 한국IR협의회 기업리서치센터

글로벌 업체의 유방촬영술 제품 비교

	Lunit	Company A	Company B
비교군	Lunit Insight MMG	Algorithm A	Algorithm B
민감도	81.9%	67.0%	67.4%
위음성율	18.1%	33.0%	33.0%
정확도(ROC AUC)	95.6%	92.2%	92.0%

주: Impact Factor, 종양학 분야 저널 중 상위 7위
 자료: 루닛, 한국IR협의회 기업리서치센터

INSIGHT의 논문이 경쟁사 대비 월등히 많아

구분	회사명(국가)	논문 수
흉부 엑스레이 분야	Lunit KR	27
	Qure.ai ID	10
	Zebra IL	3
	기타 경쟁사(>10 곳)	거의 없음
유방 촬영술 분야	Lunit KR	14
	ScreenPoint NL	14
	CureMetrix US	3
	Zebra IL	1
	기타 경쟁사(>10 곳)	거의 없음

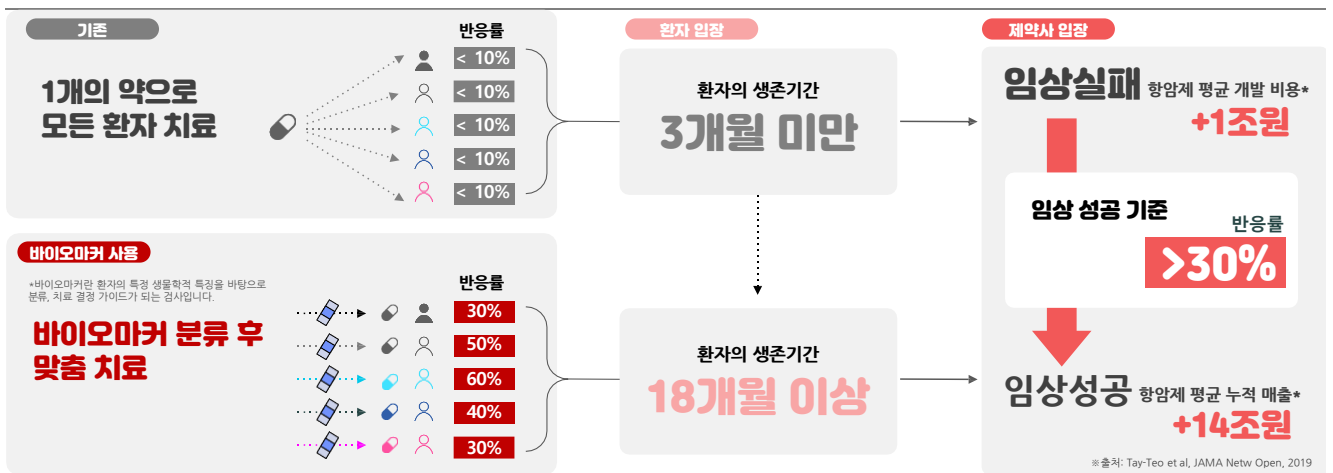
주: SCIE(Science Citation Index Expanded) : 과학기술분야 학술지 중 엄격한 선정기준에 의하여 선별한 저명 학술지를 말하며, 해당 학술지에 수록된 논문을 SCI논문 이라고 함
 자료: 루닛, 한국IR협의회 기업리서치센터

2 높은 잠재력을 보유하고 있는 Lunit SCOPE

암 치료 결정 솔루션 Lunit SCOPE는 면역항암제 동반진단 테스트

동사의 두번째 투자포인트는 Lunit SCOPE가 높은 잠재력을 보유하고 있다는 점이다. 암 치료 결정 솔루션 Lunit SCOPE는 면역항암제 동반진단 테스트이다. 최근에 개발된 표적항암제와 면역항암제는 기존 화학항암 요법 대비 부작용이 적다는 장점이 있어 고가에 투약되고 있다. 그러나 모든 암환자에게 약의 효과가 나타나지 않는데 연간 200조원의 항암제 투약 비용 중에서 25%만의 환자로부터 그 반응률을 보이고 있다. 따라서 바이오마커를 통해 환자 분류 후 맞춤 치료를 하게 되면 반응률은 더 올라간다. 그래서 현재 많은 항암제들이 바이오마커로 분류 후에 맞춤 치료로 투여가 되고 있다.

최근에 개발되고 있는 표적 및 면역항암제들은 바이오마커로 분류하여 투약

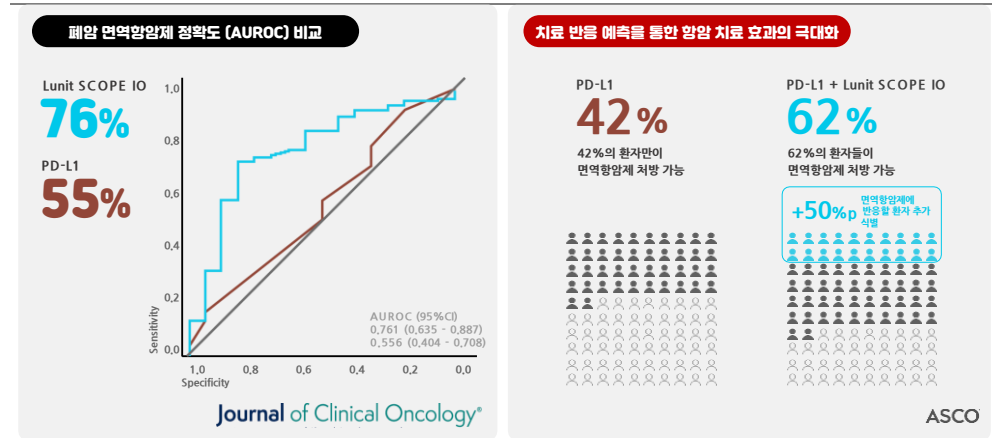


자료: 루닛, 한국IR협회의 기업리서치센터

특히 항암제 중에서도 표적항암제는 이미 바이오마커가 포화상태, 면역항암제에서는 아직까지 개발된 바이오마커가 3개밖에 없는 상황, 동사는 면역항암제 바이오마커를 보유하고 있다. 기존 면역항암제 바이오마커들은 정확도가 낮아 환자 반응률 또한 낮다. 동사의 바이오마커는 기존 항암제 바이오마커와는 달리 디지털 조직병리 슬라이드에 딥러닝 기술을 적용하여 항암제 치료 결정을 지원한다.

루닛 SCOPE를 통해 기존에는 의사의 주관적인 판단으로 평가되었던 항목을 AI를 통해 객관적으로 정량화 하여 의사의 판독 정확도와 효율성을 개선시킬 수 있다. 먼저 조직병리 슬라이드를 인공지능을 통해 면역 세포 패턴을 분석, 면역활성(Inflamed), 면역제외(Excluded), 면역결핍(Desert)의 3가지 항목으로 분류한다. 그리고 이렇게 분류된 환자들에게 항암제를 투여했을 때 좀 더 좋은 결과가 도출되었다. 기존 면역항암제 바이오마커 활용 시, 대표적인 항암제인 키트루다 반응을 보이는 PD-L1 반응률이 55%에 그친 반면, Lunit SCOPE를 활용하면 55%가 76%로 상승하는 효과를 나타내었다. 이는 더 많은 암 환자들이 키트루다 투여가 가능하다는 것을 의미한다.

Lunit SCOPE를 통해 암환자의 치료 반응을 상승

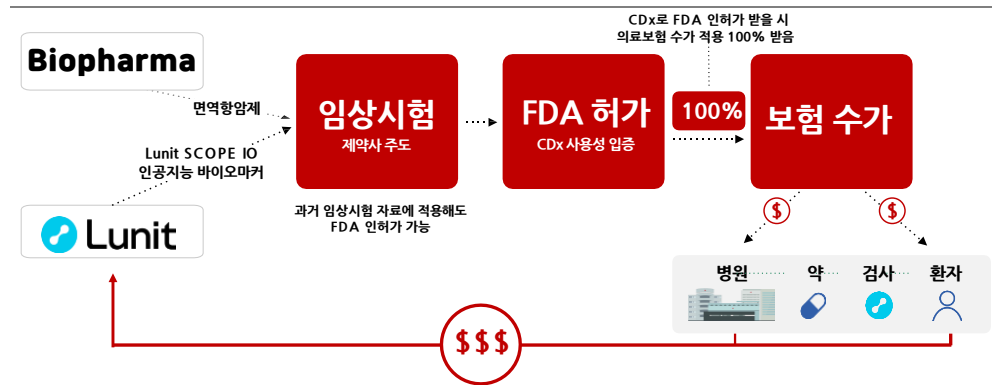


자료: 루닛, 한국IR협회의 기업리서치센터

AI기반 바이오마커를 통한 동반진단을 이용하면 신약의 허가 성공률을 높일 수 있다

그렇기 때문에 동사의 AI 기반 바이오마커를 통한 동반진단을 이용하면 반응률이 높게 도출된다는 큰 장점이 있고 이것은 신약을 개발하는 제약사 입장에서는 개발중인 신약의 허가 성공률을 높여준다. 또한 임상비용까지 낮춰 준다는 이점이 있다. 따라서 현재 시판중인 약 뿐만 아니라 임상중인 신약에도 매칭시켜 추후 같이 허가를 받게 되면 의료수가가 적용되어 큰 폭의 매출 발생이 가능하다.

동사의 Lunit SCOPE 비즈니스 모델



자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

글로벌 액체생검 1위 회사인 가던트 헬스케어와 협업 진행 중

현재 동사는 글로벌 액체생검 1위 회사인 가던트 헬스케어와의 협업을 진행하고 있다. 가던트 헬스케어는 글로벌 탑 100개 제약사 중 70곳과의 협업을 진행 중이며 미국 종양내과 의사 80%가 가던트 헬스케어 제품을 사용하고 있다. 동사는 이러한 가던트 헬스케어와의 협업을 통해 연구용 판매, 공동연구 및 병원 고객을 확보할 예정이다. 이에 따라 동사는 2025년 허가 획득 이후 큰 폭의 매출증가가 예상, 10년 후에는 조단위 매출도 가능할 것으로 보고 있어 Lunit SCOPE는 잠재력이 높은 제품이라는 판단이다.

파트너십을 통한 제약사 협업 및 판매 채널 구축



자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

실적 추이 및 전망

1 점진적인 실적 증가세 전망

동사의 BEP 달성은
매출액 700억원이 예상되는
2025년에 가능할 전망

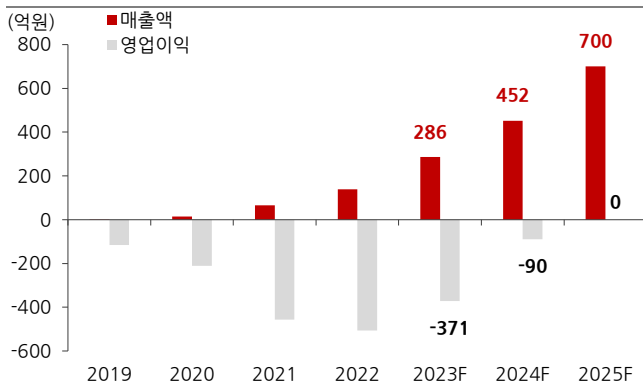
동사는 현재까지 매출의 대부분이 INSIGHT에서 발생, 2022년 기준 매출액 139억원, 영업이익 507억원 적자를 기록하였다.

2023년 연간 실적은 매출액이 전년대비 106.3% 증가한 286억원, 영업이익은 372억원 적자로 영업적자가 전년대비 축소될 것으로 전망된다. 우선 연간 매출액은 INSIGHT가 64%를 차지, SCOPE가 36%를 차지할 것으로 예상된다. 후지사와 계약을 맺은 흉부 엑스레이 부문에서 2023년부터 남미와 동남아 지역 확장에 따른 매출증가가 예상된다. 또한 2022년 7월에 계약을 맺은 홀로직사를 통해 유방 촬영술 매출이 2023년 연말부터 발생될 예정, 이는 2024년 매출에 본격적으로 반영될 것으로 판단된다.

SCOPE는 현재 미국 FDA 허가를 진행 중, 허가는 늦어도 2025년 초에 예상된다. 그 전까지는 연구용 매출이 발생되고 있다. 향후 글로벌 제약사와의 파트너십 체결이 되면 임상 단계에서도 매출이 발생될 예정이다. 또한 FDA 허가를 동반진단으로 받게 되면 보험수가를 받을 수 있어 향후 폭발적인 매출 창출이 가능할 것으로 판단된다. 특히 FDA 허가 이후 가던트헬스의 네트워크 활용이 가능, 이에 따라 큰 폭의 매출발생이 예상된다.

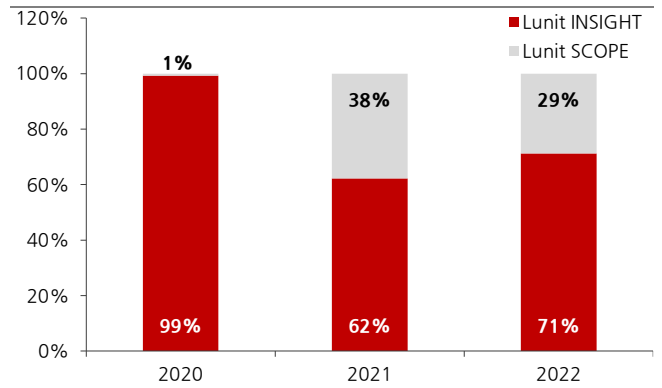
동사의 장기적인 실적은 2024년 매출액이 전년대비 58.0% 증가한 452억원, 영업적자는 대폭 축소된 90억원 적자가 예상된다. 동사의 BEP 달성은 매출액 700억원이 예상되는 2025년으로 전망, 꾸준한 매출증가세가 긍정적이라는 판단이다.

동사의 연간 실적 전망



자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

동사의 연간 매출비중 추이



자료: 한국IR협의회 기업리서치센터


Valuation
1 글로벌 업체 대비 낮은 밸류에이션이 매력적
**글로벌 AI 의료업체 대비
밸류에이션이 낮아 매력적**

동사는 전세계 액체생검 1위 회사인 가던트헬스와 적극적인 협업 중이다. 동사의 AI제품이 가던트헬스 CLIA 인증 Lab에 탑재가 되어 가던트헬스 제품과 같이 제공 중이다. 가던트헬스 제품은 미국 중앙내과 의사 80%가 사용 중이며 이를 통해 동사는 미국에서의 유통망 확보가 가능하다. 현재 전세계 대표적인 AI의료회사로는 PathAI(1.3조원), Heartflow(3조원), Viz.ai(1.5조원), 그리고 동사가 있다. 이들은 모두 GE, 필립스, 지멘스 등과의 협업을 진행 중, 특히 PathAI의 경우 동반진단 테스트가 로슈, BMS와 협업을 진행 중에 있다. 동사의 SCOPE도 글로벌 파트너십 확보에 노력 중이며 다수의 계약 체결시 회사의 Value 상승은 충분히 가능하다는 판단이다. 또한, 글로벌 업체들의 경우 비상장이긴 하나 조단위 펀딩 이력이 있어 상대적으로 낮은 동사의 밸류에이션이 매력적이라는 판단이다.

글로벌 의료 AI업체 비교 Table

구분	Lunit	PathAI	OWKIN	VISIO PHARM, Pathcore, IBEX 외 7개 기업
경쟁력	가던트헬스 투자 검토 과정 중 직접 성능 비교 평가 진행 결과 루닛이 우월한 성능 입증		-	-
AI	Top-tier AI 학회 매년 참석 및 기술력 검증 진행 <small>CVPR, ECCV, MICCAI 등</small>		-	Weak AI
Science <small>AI기술력 검증 의학논문(전체 초록 및 논문수 / SCIF 10 이상 논문수)</small>	150+/10+	60+/5+	20+/10+	Weak Science
Biopharma	글로벌 빅파마 다수와 계약/협업 논의 중	Roche, BMS	Sanofi	No Biopharma

자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

! 리스크 요인

1 글로벌 파트너사와의 협업이 중요

글로벌 파트너사를 통해 안정적인 유통망 확보가 중요

동사의 가장 큰 리스크는 글로벌 파트너사와의 계약 파기이다. 동사는 유통 네트워크가 없기 때문에 AI 솔루션 판매를 위해서는 파트너사를 통한 판매가 필수이다. 특히 헬스케어 솔루션의 경우 국내 시장보다는 해외 시장이 훨씬 크기 때문에 글로벌 파트너사와의 우호적인 관계가 매우 중요하다. 동사의 경우 GE, 가던트헬스케어, 후지필름 등 글로벌 파트너사와 협업을 진행 중이다. 또한 미국 종양내과 의사 80%가 가던트헬스 제품을 사용 중인데 동사의 인공지능 솔루션이 가던트헬스 제품과 함께 제공되어 유통망 확보를 할 예정에 있어 안정적인 매출창출이 가능하다는 판단이다.

동사는 2022년 7월에 상장, 2022년 연말 기준으로 풀릴 수 있는 물량이 약 260만주 정도가 있다. 그 중에서 단가가 낮은 물량을 제외하면 200만주 정도가 시장에 출회될 수 있는데 현재 남아있는 물량은 동사의 우호지분이기 때문에 많은 물량이 출회되진 않을 것으로 판단된다.

동사는 상장하면서 공모 자금 630억원이 유입되었다. 현재까지 보유현금은 그대로 유지되고 있어 자금에 대한 여력은 충분하다는 판단이다.

보호예수 현황

주주명	주식수(주)	비중(%)	보호예수 기간
최대주주, 전략적 투자자 등	3,535,220	29.11	상장 후 2~3년
기타 기준주주 및 우리사주조합	142,315	1.17	상장 후 1년
우선주	1,637,726	13.48	상장 후 6개월~12개월
상장주선인 의무인수	156,802	1.29	상장 후 3개월
벤처금융 등	2,024,441	16.67	상장 후 1개월
보호예수 물량합계	7,496,504	61.72	-

자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

포괄손익계산서

(억원)	2019	2020	2021	2022	2023F
매출액	2	14	66	139	286
증가율(%)	892.0	620.8	364.3	108.9	106.3
매출원가	0	0	0	0	0
매출원가율(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2	14	66	139	286
매출이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매관리비	118	224	523	645	658
판매비율(%)	5,900.0	1,600.0	792.4	464.0	230.1
EBITDA	-112	-196	-436	-483	-378
EBITDA 이익률(%)	-5,656.9	-1,372.7	-657.2	-348.5	-132.3
증가율(%)	적지	적지	적지	적지	적지
영업이익	-116	-210	-457	-507	-371
영업이익률(%)	-5,845.8	-1,465.0	-688.4	-365.3	-130.0
증가율(%)	적지	적지	적지	적지	적지
영업외손익	-354	-628	-280	115	86
금융수익	10	3	6	184	196
금융비용	366	633	289	72	114
기타영업외손익	2	2	4	4	4
종속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	-470	-837	-737	-391	-286
증가율(%)	적지	적지	적지	적지	적지
법인세비용	0	0	0	0	0
계속사업이익	-470	-837	-737	-391	-286
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-470	-837	-737	-391	-286
당기순이익률(%)	-	-5,855.7	-1,109.7	-282.2	-100.0
증가율(%)	적지	적지	적지	적지	적지
지배주주지분 순이익	-470	-837	-737	-391	-286

현금흐름표

(억원)	2019	2020	2021	2022	2023F
영업활동으로인한현금흐름	-100	-168	-327	-354	-193
당기순이익	-470	-837	-737	-391	-286
유형자산 상각비	4	13	20	22	-7
무형자산 상각비	0	0	1	1	1
외환손익	0	2	0	0	0
운전자본의감소(증가)	-3	2	48	14	99
기타	369	652	341	0	0
투자활동으로인한현금흐름	55	-128	-602	257	-75
투자자산의 감소(증가)	45	1	0	-1	-1
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-4	-8	-6	0	0
기타	14	-121	-596	258	-74
재무활동으로인한현금흐름	367	22	999	1,157	57
차입금의 증가(감소)	0	0	0	97	94
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	10	30	292	1,060	-37
배당금	0	0	0	0	0
기타	357	-8	707	0	0
기타현금흐름	0	-2	0	-770	0
현금의증가(감소)	322	-275	70	290	-211
기초현금	40	362	87	157	447
기말현금	362	87	157	447	236

재무상태표

(억원)	2019	2020	2021	2022	2023F
유동자산	372	220	896	951	861
현금성자산	362	87	157	447	236
단기투자자산	3	122	718	460	534
매출채권	0	2	13	26	54
재고자산	1	2	1	2	4
기타유동자산	5	7	7	16	32
비유동자산	13	31	42	20	27
유형자산	10	15	16	-6	2
무형자산	1	2	4	3	2
투자자산	1	1	1	1	2
기타비유동자산	1	13	21	22	21
자산총계	384	251	938	971	888
유동부채	959	1,533	876	218	383
단기차입금	0	0	770	88	120
매입채무	0	0	2	4	7
기타유동부채	959	1,533	104	126	256
비유동부채	14	25	42	64	139
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	43
기타비유동부채	14	25	42	64	96
부채총계	973	1,558	918	282	522
지배주주지분	-589	-1,306	20	689	366
자본금	3	4	46	46	46
자본잉여금	11	125	2,117	3,177	3,140
자본조정 등	9	17	49	49	49
기타포괄이익누계액	0	-0	0	0	0
이익잉여금	-612	-1,452	-2,193	-2,584	-2,870
자본총계	-589	-1,306	20	689	366

주요투자지표

	2019	2020	2021	2022	2023F
P/E(배)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
P/B(배)	N/A	N/A	0.0	5.3	14.1
P/S(배)	0.0	0.0	0.0	24.8	18.0
EV/EBITDA(배)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
배당수익률(%)	N/A	N/A	N/A	0.0	0.0
EPS(원)	-7,034	-10,257	-8,172	-3,398	-2,335
BPS(원)	-7,337	-15,556	187	5,635	2,986
SPS(원)	30	175	736	1,204	2,334
DPS(원)	0	0	0	0	0
수익성(%)					
ROE	130.4	88.4	114.6	-110.3	-54.2
ROA	-188.0	-263.6	-123.9	-41.0	-30.8
ROIC	-1,195.3	-2,486.0	1,935.8	807.4	371.0
안정성(%)					
유동비율	38.8	14.4	102.3	437.0	224.9
부채비율	-165.2	-119.2	4,505.8	40.9	142.6
순차입금비율	-99.4	-100.0	-4,248.7	-100.6	-163.7
이자보상배율	-6.6	-6.3	-19.6	-56.3	-119.0
활동성(%)					
총자산회전율	0.0	0.0	0.1	0.1	0.3
매출채권회전율	13.2	11.7	9.0	7.1	7.1
재고자산회전율	3.1	11.0	52.5	87.6	87.3

Compliance notice

본 보고서는 한국거래소, 한국예탁결제원과, 한국증권금융이 공동으로 출연한 한국IR협의회 산하 독립 (리서치) 조직인 기업리서치센터가 작성한 기업분석 보고서입니다. 본 자료는 시가총액 5천억원 미만 중소형 기업에 대한 무상 보고서로, 투자자들에게 국내 중소형 상장사에 대한 양질의 투자 정보 제공 및 건전한 투자문화 정착을 위해 작성되었습니다.

- 당사 리서치센터는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트와 그 배우자 등 관계자는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 중소형 기업 소개를 위해 작성되었으며, 매수 및 매도 추천 의견은 포함하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 자료제공일 현재 시점의 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다.
- 본 조사자료는 투자 참고 자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 투자자의 투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로, 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료는 투자정보 등 대외제공에 관한 한국IR협의회 기업리서치센터의 내부통제 기준을 준수하고 있습니다.
- 본 자료는 카카오톡에서 "한국IR협의회" 채널을 추가하시어 보고서 발간 소식을 안내받으실 수 있습니다.
- 한국IR협의회가 운영하는 유튜브 채널 'IRTV'에서 1) 애널리스트가 직접 취재한 기업탐방으로 CEO인터뷰 등이 있는 '小中한탐방'과 2) 기업보고서 심층해설 방송인 '小中한 리포트 가치보기'를 보실 수 있습니다.