

2025. 5. 15.

키움증권 리서치센터 | 미국기업분석

의료기기 Analyst 신민수 alstn0527@kiwoom.com

RA 오치호 ch5@kiwoom.com



RadNet (RDNT.US)

자연 재해 이겨내고 실적 강세 맞이하기

- 미국 전역에서 의료 이미징 센터 375개소 운영하며 의료 AI 사업 확장 중인 업체
- 산불, 강추위 등으로 1~2월 실적 타격 있었으나, 3월부터 회복하며 실적 강세 시현
- '24년 분기 내내 가이던스 상향했던 것처럼 1Q25 실적 발표에서도 가이던스 상향

1~2월 힘들었으나, 3월부터 실적 강세로 돌아섰다

1Q25 실적은 매출액 \$471.4M(약 6,592 억 원, YoY +9.2%, QoQ -1.2%; 컨센서스 +6.5% 상회), 영업이익 -\$24.1M(약 -337 억 원, YoY 적전, OPM -5.1%), 조정 EBITDA \$46.4M(약 649 억 원, YoY -20.7%, EBITDA 마진 9.8%; 컨센서스 부합)을 기록했다. 연초에 예고대로 캘리포니아 산불, 일부 지역 강추위로 매출액 \$22M, 조정 EBITDA \$15M 의 타격을 입었다. 대신 해당 영향은 1~2 월에 그쳤고, 3월부터 회복 후 5월 초 현재까지 실적 흐름이 강세로 돌아섰다고 언급했다.

AI 사업부 고도화: 프로그램 침투율 ↑, 합병 통한 역량 강화

1Q25 디지털 헬스 사업부 매출액은 \$10.0M(약 140 억 원, YoY +17.9%, 매출 비중 2.1%)를 기록했다. 암 조기 발견 및 판독 효율을 높이는 EBCD(Enhanced Breast Cancer Detection) AI 프로그램의 미국 전역 채택률이 견조하게 상승하고 있다. '23년 1월 출시 직후 5% → 2Q23 20% → 4Q24 36% → 2Q25 현재 40%를 초과한 상황이다.

지난 4월 15일에 동사는 AI 솔루션에 박차를 가하기 위해 자회사인 DeepHealth 가 iCAD 와의 주식 교환을 통한 합병을 발표했다. NASDAQ 상장사인 iCAD 는 유방 조영술 AI 소프트웨어 개발사로, 1년에 약 800 만 건의 유방 조영술을 처리할 정도로 풍부한 데이터와 업력을 보유한 곳이다. 참고로 루닛이 '23년 12월에 인수한 Volpara Health 는 당시에 1년에 약 2,000 만 건의 유방 조영술 데이터를 처리하는 CAPA 를 보유하고 있었다. 또한, 1,500 개소의 헬스케어 기관들이 iCAD 의 S/W 설치가 완료되어 빠른 사업 시너지가 기대된다.

소폭이긴 하지만 역시나 가이던스 상향

중간값 기준으로 '25년 가이던스는 매출액 \$1,945M(약 2.7 조 원, YoY +6.3%), 조정 EBITDA \$288M(약 4,021 억 원, YoY +2.9%)을 제시하여 상향 조정했다. 기존 가이던스는 매출액 \$1,935M, 조정 EBITDA \$286M 이었다.

▶ 현재주가 / 목표주가 컨센서스

현재주가('25. 5. 13.): 60.53

목표주가 컨센서스: \$72.00

▶ 투자의견 컨센서스

매수	보유
100%	0%

Stock Data

산업분류	건강관리업체 & 서비스
S&P 500 (5/13)	5,886.55
현재주가/목표주가	60.53 / 72.00
52주 최고/최저 (\$)	93.65 / 45.00
시가총액 (백만 \$)	4,542
유통주식 수 (백만 주)	65
일평균거래량 (3M)	937,219

Earnings & Valuation

(백만 \$)	FY23	FY24	FY25E	FY26E
매출액	1,617	1,830	1,950	2,127
영업이익	-	112	126	165
OPM(%)	-	6.1	6.5	7.8
순이익	34	47	40	64
EPS	0.5	0.6	0.3	0.7
증가율(%)	147.6	21.2	-49.3	118.2
PER(배)	299.1	182.9	189.6	86.9
PBR(배)	3.7	5.3	-	-
ROE(%)	NULL	6.1	2.8	3.6
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	-13.3	13.3	-26.7	8.6
S&P Index	0.1	9.8	-1.7	12.7

('23.5.14=100) 래드넷 S&P500



〈주요 Q&A〉

첨단 영상 진단 성장세 장기적으로도 좋을 것

Q. MRI, CT, PET/CT 같은 첨단 영상 진단의 성장세를 강하게 예측하는데, 향후 3~5년간 중장기적으로도 지속될지?

A. 장기적으로도 꾸준한 성장세 이어갈 것으로 보는 중. AI 프로그램과 최신 장비를 도입하면서 해당 트렌드 맞춰갈 예정. 여러 지역에서 의료 인력 부족으로 인해 환자들이 대기하는 경우가 많음. 검사 시간을 줄일 수 있는 신형 장비를 도입하고, 당사의 'TechLive' 같은 원격 MRI 스캐닝 솔루션 덕분에 이를 해결할 수 있을 것. 'TechLive'는 현재 400 여곳의 MRI 센터 중 255 곳 이상에서 가동(침투율 63.8%) 중임. '25년 말까지 침투율 100%로 끌어올릴 예정. 이로 인한 외부 인력 파견을 줄일 수 있고, 비용 절감 효과는 '25년 말~'26년 초부터 나타날 예정.

기술 혁신은 적응증 확장 통해 중추적 역할 맡을 수 있게 할 예정

이러한 기술 혁신은 유방암뿐만 아니라 심장 CT, CT 혈관조영술 등 다양한 분야로 확장하여 헬스케어의 중추적인 역할을 다할 것으로 보고 있음. 심혈관 질환이 미국 내 사망 원인 1 위이므로 이를 조기에 찾아 질병 치료 및 사후 관리를 할 수 있는 것은 아주 중요함.

미국 의료진 부족 현상 훨씬 심각하고, 개선의 기미가 잘 보이지 않음

Q. JV 이미징 센터 설립, M&A, 파이프라인 확장의 모멘텀은 향후 18 개월 동안 기대할 만한 부분이 있을지?

A. 병원들이 현재 겪고 있는 상황, AI 솔루션이 얼마큼 의료 서비스를 개선시킬 수 있는지까지 모두 포함하여 고려하는 중. 협의를 진행해보면 실제로 의료진 부족 현상이 심각함. 의사에게 더 높은 보수를 지급한다는 조건을 내걸어도 상황이 개선될 기미가 보이지 않음. 이러한 추세는 AI 솔루션이 문제 해결의 주요 포인트가 될 것이라는 점을 더욱 확실하게 만듦. AI 의료 솔루션은 권장 사항이 아니라 생존을 위한 필수 요소가 될 것.

향후 AI 의료 솔루션은 권장 사항이 아니라 생존 필수 요소가 될 것

현재 400개소 중 160개소가 JV 형태, 앞으로 더 JV 운영 모델 늘릴 것

당사는 약 400 개의 이미징 센터가 모두 병원과의 JV 형태로 운영되길 원함. 현재는 약 160 곳인 40%만 병원 합작 형태를 띠고 있음. 해당 모델이 수치적으로 좋은 성과를 거두고 있어 해당 비율을 늘릴 예정.

**1~2월 산불, 강추위로 영업 어려웠으나 3월부터 회복 성공
그에 따른 실적 가이던스
소폭 상향 조정**

Q. 연초에 캘리포니아 산불과 일부 지역 강추위로 인해 영업 어려웠다고 말씀하셨는데, 매출액은 컨센서스 대비 +6.5% 상회하는 좋은 모습이었음. 이에 반해 이익률은 생각보다 높게 나오지 않았는데, 매출액과 이익률이 서로 반대되는 모습을 보인 이유는?

A. 3 월부터 문제가 해결되어 빠르게 영업이 회복되었음. 5 월까지 실적이 강세를 이어가고 있어 '25년 연간 실적 가이던스를 채우고도 남는다고 판단하여 소폭 상향 조정하였음.

**Deductible 초기화, 인건비와 CAPEX 계절성 등으로
이익률은 매출액만큼
탄력적으로 회복하진 못했음**

1Q25 이익률이 시장 기대치보다 낮았던 이유는 여러 가지가 있음. 통상적으로 1분기에는 건강 보험 자기부담금(deductible)이 초기화되기에 환자들의 의료 서비스 이용 빈도가 낮아짐. 동사는 1분기에 직원 대상 급여세를 조기에 납부하기도 하고, 작년의 성과급을 지급하는 등 인건비가 늘어나는 계절성도 포함됨. 또한, CAPEX 도 연초에 몰리는 경향이 있기도 함.

MRI, CT, PET/CT 같은 고마진 첨단 영상 진단 부문 성장이 빠르기에 EBITDA 마진 개선 기대 가능

유방 조영술 또한 이익률 우수하고, AI 도입으로 더욱 개선되고 있는 추세

Q. '25년 EBITDA 마진이 더 좋아질 이유가 무엇일지?

A. MRI, CT, PET/CT 같은 첨단 영상 진단 부문이 빠르게 성장함. 이는 일반 영상 진단보다 이익률이 높음.

자주 언급하지는 않으나, 유방 조영술 프로그램 이익률도 상당히 좋음. 당사 매출의 약 1/3 이 유방 영상 진단으로부터 나오고 있고, 특히 AI 프로그램 'EBCD' 도입이 확대되면서 수익성이 더욱 개선되고 있음.

전국 단위 EBCD AI 보험 코드 새롭게 나오기까지는 시간과 노력 더욱 많이 필요

Q. EBCD AI 프로그램 관련 전국 단위 보험 수가 코드 신설될 가능성 있을지?

A. 2D에서 3D로 유방 조영술 트렌드가 바뀌면서 'Medicare'가 빠르게 신의료기술에 대한 보상을 인정한 것과는 반대의 흐름일 것(=코드 신설되기 어려울 것).

CMS는 최근에 심장과 갑상선 등 여러 영상 AI 프로그램에 신규 보험 코드를 부여하고 있기는 함. 대신 유방 조영술 관련 코드는 사회적 파급력이 너무 크기 때문에 신규 코드를 발급받는 데에는 시간과 노력이 더욱 많이 필요할 것.

사보험사가 먼저 보상안을 채택하고, 정부가 후행하는 구조 예상하는 중

공보험이 아니라 사보험사 쪽에서 기술을 인정하여 먼저 보상안을 채택할 가능성이 더 높다고 봄. 현재 상황에서는 민간 부문에서 먼저 쓰이고, 정부의 헬스케어 방안이 후행할 것으로 보는 중.

CMS는 보통 6~7월 보험 수가 Q. '26년 의사 수가(physician fee) 전망 어떠한지? 최근에 내과와 일반의 보상이 초안 발표 → 업계 협의 → 좋아지는 경향이 있었는데, 향후 동결될 예정일지?

11월 최종안 발표

A. CMS는 통상적으로 6~7월에 초안을 내고, 업계와 논의를 거쳐 11월에 최종안을 발표하는 타임라인을 가지고 있음. 아직은 설불리 판단하기 어려운 상황. 지난 5년간은 다른 진료분과로부터 가져오는 형태로 예산을 확보하고, 이를 진료 평가 관리 분야의 보험 코드 보상을 늘리는 경향이 있었음. 아마 '25년이 이러한 추세의 마지막이지 않을까 싶음.

향후 수년간 영상 진단 보상 안정화되며 동사 수혜 가능 고로 '26년 이후로는 수년간 'Medicare' 영상 진단 보상이 안정적으로 유지될 것으로 보는 중. 의료 영상이 중요해지고, 사업비가 상승하는 이유들이 인정되어 보상액 인상이 되면 더욱 좋으나, 공식 발표가 나오기 전까지 확신하기는 어려움.

보험 관련 내용을 실적 가이던스에 반영 X

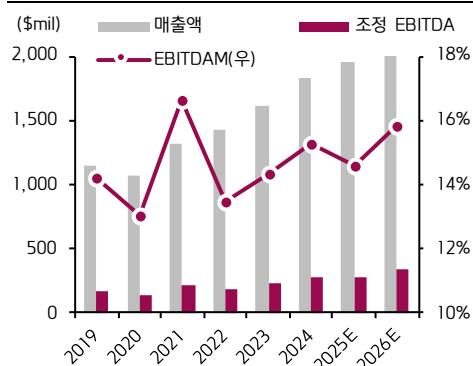
또한 현재 당사가 제시한 실적 가이던스는 'Medicare' 영상 진단 보험 관련 내용이 전혀 반영되지 않았음. 이미 쓰이고 있는 수가가 추가로 인하될 것이라고 생각하지 않음. 오히려 규제 완화 또는 삭감분 보충안이 의회를 통과한다면 실적 가이던스 달성을 도움이 될 수 있음.

방사성 조영제 가격과 회사의 마진은 관계가 없음

Q. 방사성 조영제 가격이 인하되면 당사 업황에 긍정적일지?

A. 조영제 가격과 당사 마진은 관계가 없을. 아마 기존에 많이 쓰이는 표준 암 진단제(FDG) 주사액이 아니라 최근에 등장하기 시작한 알츠하이머, 전립샘암 등 특수 조영제를 말씀하신 듯함. 이러한 제품들은 약가 자체가 매우 비쌈. 보상 구조상 해당 신약 비용은 pass-through 방식으로 지급되어 당사에게는 마진이 없는 수준.

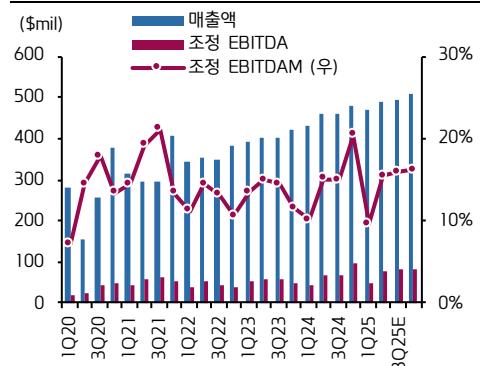
RadNet 연간 실적 추이 및 전망



주) 전망치는 Bloomberg Consensus

자료: Bloomberg, RadNet, 키움증권 리서치센터

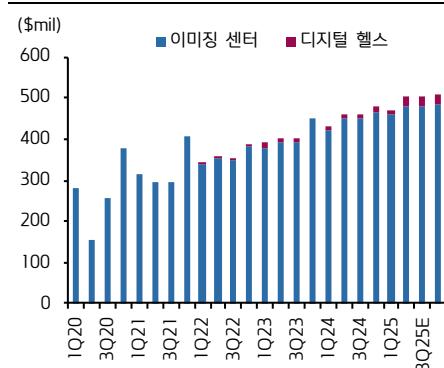
RadNet 분기 실적 추이 및 전망



주) 전망치는 Bloomberg Consensus

자료: Bloomberg, RadNet, 키움증권 리서치센터

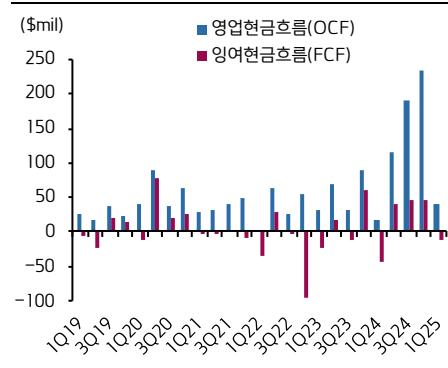
RadNet 분기 세부 사업부 실적 추이 및 전망



주) 전망치는 Bloomberg Consensus

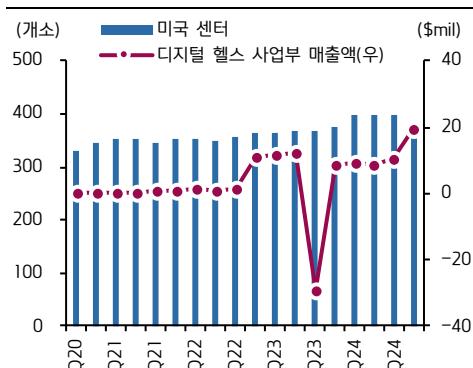
자료: Bloomberg, RadNet, 키움증권 리서치센터

RadNet 분기 현금흐름 추이



자료: RadNet, 키움증권 리서치센터

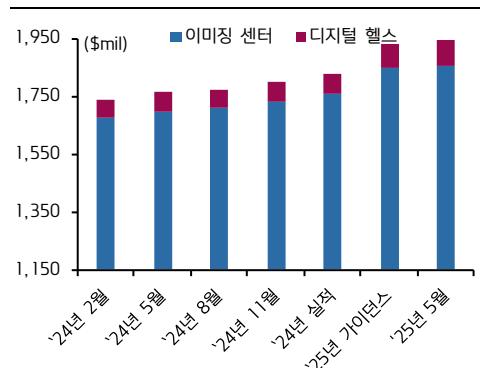
RadNet 미국 메디컬 센터 및 디지털 매출



주) 4Q23 디지털 헬스 사업부 일시적 조정

자료: RadNet, 키움증권 리서치센터

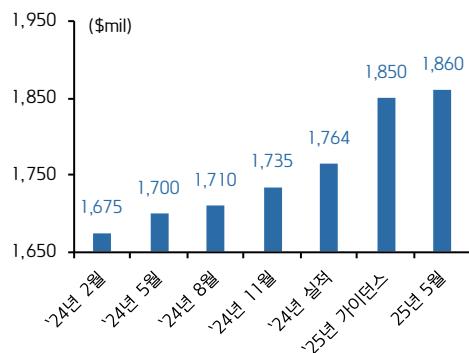
RadNet 연결 매출액 가이던스 추이



주) 회사 제시 범위 내 중간값 기준

자료: RadNet, 키움증권 리서치센터

RadNet 이미징 센터 매출액 가이던스



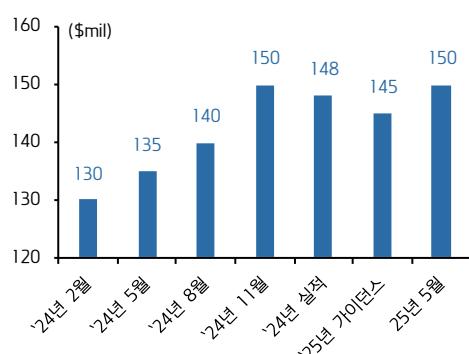
주) 회사 제시 범위 내 중간값 기준
자료: RadNet, 키움증권 리서치센터

RadNet 이미징 센터 조정 EBITDA 가이던스



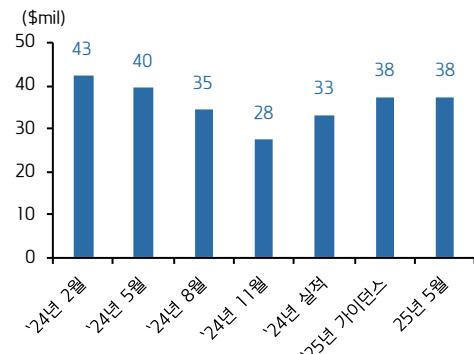
주) 회사 제시 범위 내 중간값 기준
자료: RadNet, 키움증권 리서치센터

RadNet 이미징 센터 CAPEX 가이던스



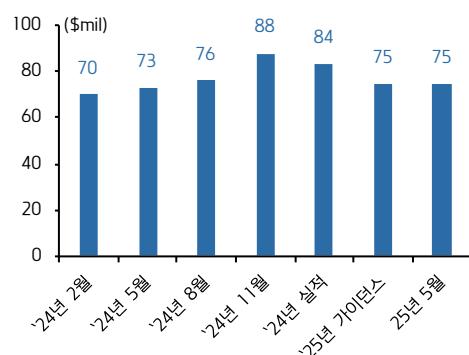
주) 회사 제시 범위 내 중간값 기준
자료: RadNet, 키움증권 리서치센터

RadNet 이미징 센터 이자비용 가이던스



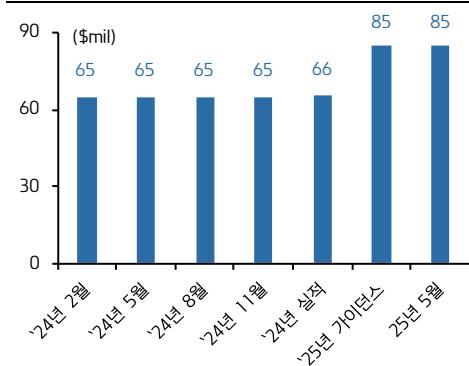
주) 회사 제시 범위 내 중간값 기준
자료: RadNet, 키움증권 리서치센터

RadNet 이미징 센터 임여현금흐름 가이던스



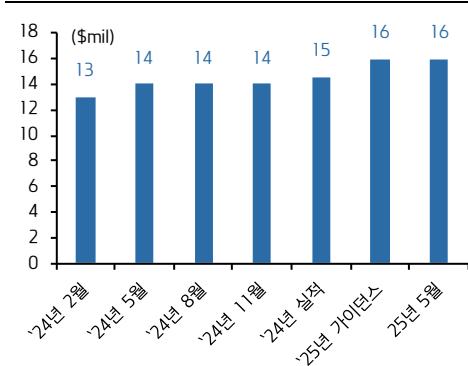
주) 회사 제시 범위 내 중간값 기준
자료: RadNet, 키움증권 리서치센터

RadNet 디지털 헬스 매출액 가이던스



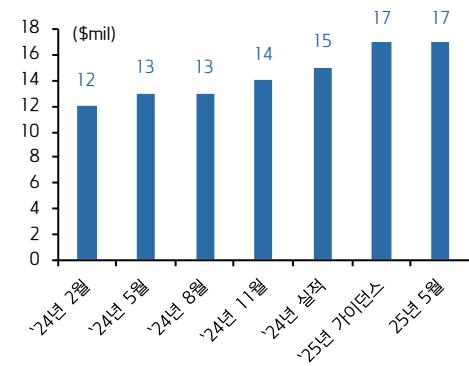
주) 회사 제시 범위 내 중간값 기준
자료: RadNet, 키움증권 리서치센터

RadNet 디지털 헬스 조정 EBITDA 가이던스



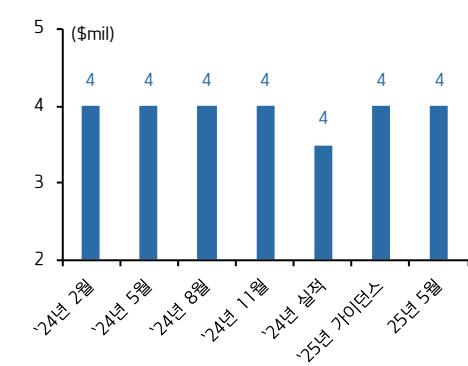
주) 회사 제시 범위 내 중간값 기준
자료: RadNet, 키움증권 리서치센터

RadNet 디지털 헬스 CAPEX 가이던스



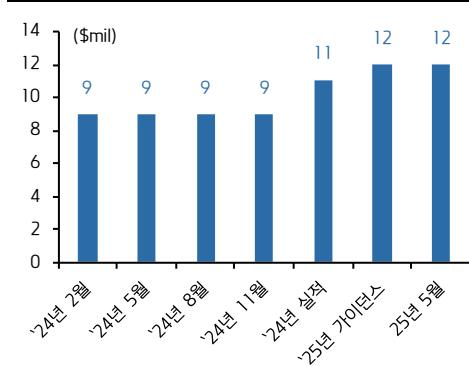
주) 회사 제시 범위 내 중간값 기준
자료: RadNet, 키움증권 리서치센터

RadNet 디지털 헬스 이자비용 가이던스



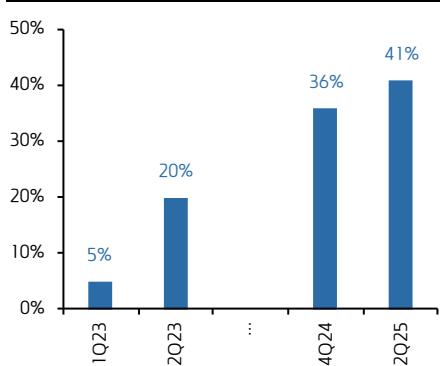
주) 회사 제시 범위 내 중간값 기준
자료: RadNet, 키움증권 리서치센터

RadNet 디지털 헬스 잉여현금흐름 가이던스



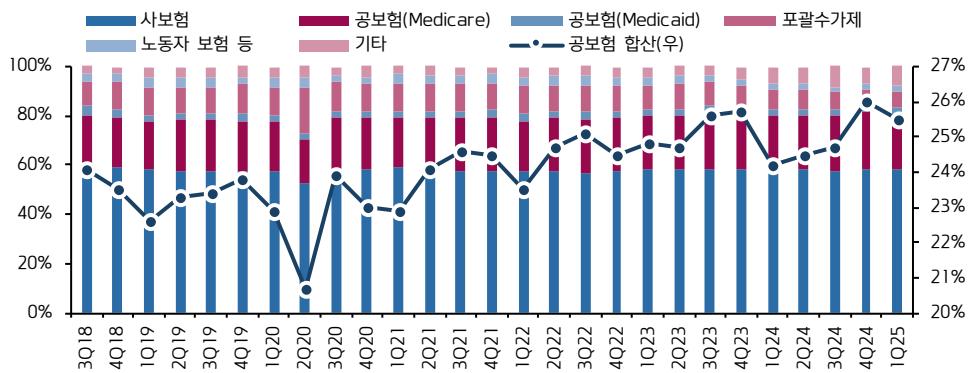
주) 회사 제시 범위 내 중간값 기준
자료: RadNet, 키움증권 리서치센터

유방 조영술 AI 프로그램 'EBCD' 침투율



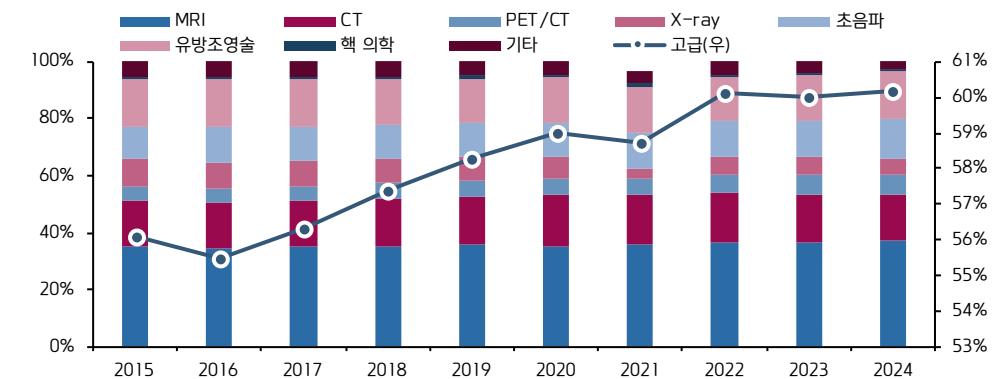
자료: RadNet, 키움증권 리서치센터

RadNet 분기 보험금 청구주체 분류



자료: RadNet, 키움증권 리서치센터

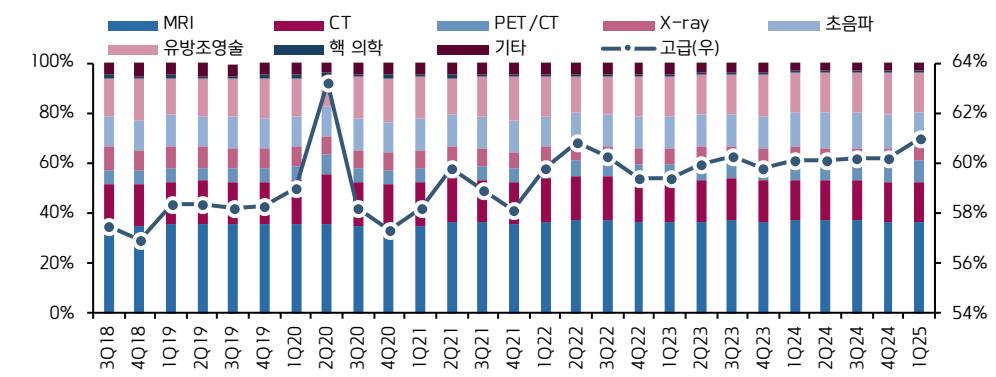
RadNet 연간 modality 별 청구액 추이



주) 고급 촬영은 MRI, CT, PET-CT 촬영 합산

자료: RadNet, 키움증권 리서치센터

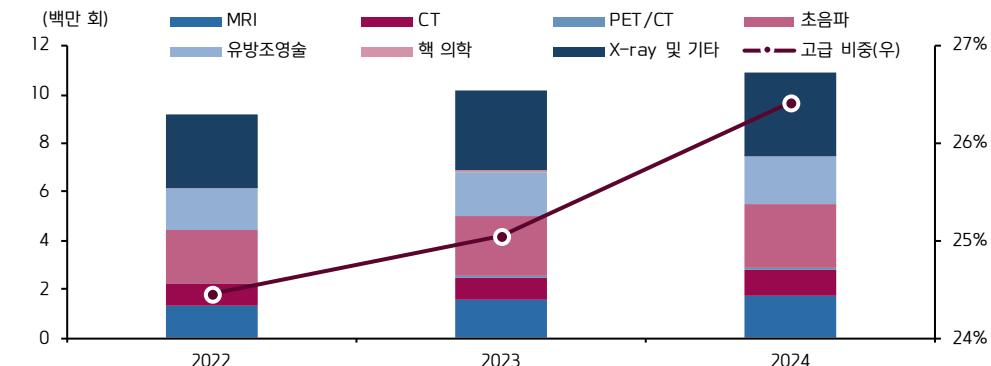
RadNet 분기 modality 별 청구액 추이



주) 고급 촬영은 MRI, CT, PET-CT 촬영 합산

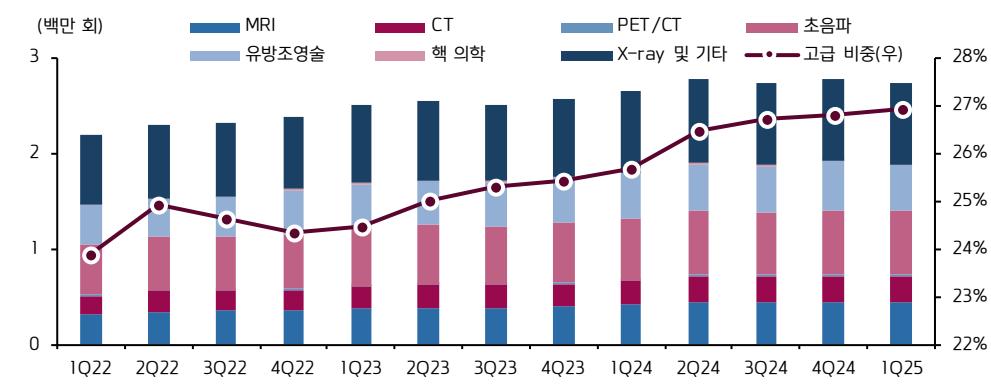
자료: RadNet, 키움증권 리서치센터

RadNet 연간 modality 별 촬영 횟수 추이



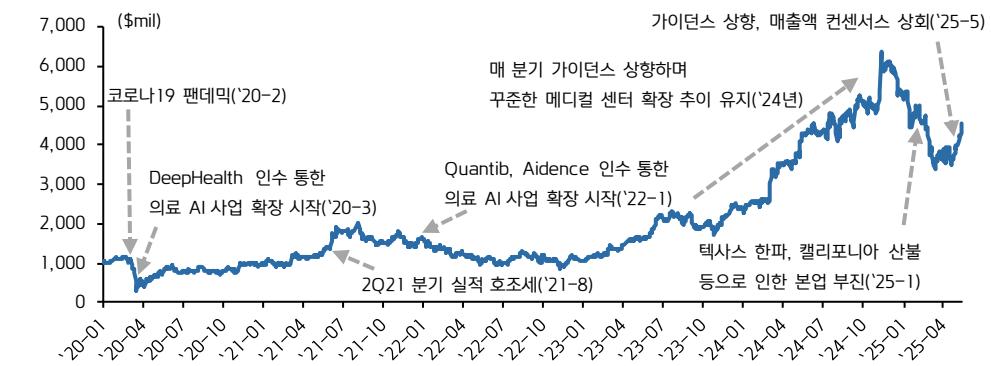
주) 고급 촬영은 MRI, CT, PET-CT 촬영 합산
자료: RadNet, 키움증권 리서치센터

RadNet 분기 modality 별 촬영 횟수 추이



주) 고급 촬영은 MRI, CT, PET-CT 촬영 합산
자료: RadNet, 키움증권 리서치센터

RadNet 시가총액 추이 분석



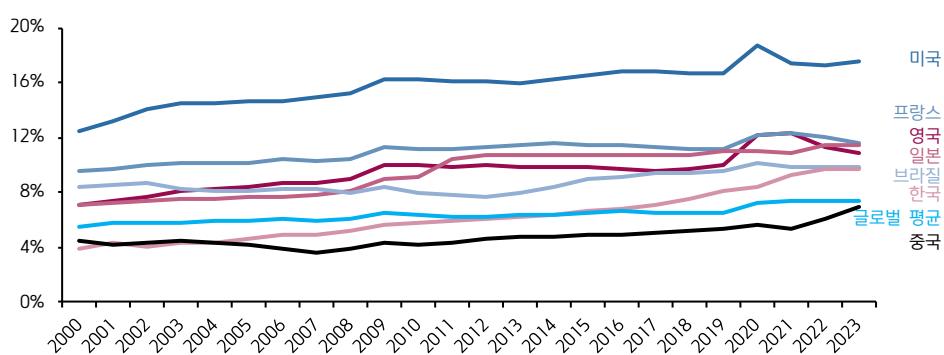
자료: Bloomberg, RadNet, 키움증권 리서치센터

RadNet 주요 파트너십 정리

일자	파트너십 대상	파트너십 규모(\$M)	적용증	내용
2025-04-15	iCAD	103	유방암	- 유방 조영술 AI 소프트웨어 개발사 합병(현금 X, 주식 교환) - DeepHealth 의 솔루션과 시너지 창출 가능 - 1년에 약 800만 건의 유방 조영술 처리하는 iCAD
2025-02-25	ConcertAI	-	-	- 영상 의학 워크플로우 협업
2024-12-01	Siemens Healthineers	-	-	- 초음파 이미징 협업 진행
2024-11-11	GE HealthCare	-	유방암	- GE HealthCare 의 환자 중심 솔루션 'Senographie Pristina', RadNet DeepHealth 의 AI 솔루션 'SmartMammo' 결합
2024-10-22	Khieron	2.3	유방암	- 유방 조영술 AI 소프트웨어 개발사 인수
2024-02-28	Incepto	-	-	- 유럽 AI 의료 이미지 워크플로우 통합 플랫폼 업체 - Texas 의 Houston 이미징 센터 7개소 관리 업체 인수
2024-02-27	Houston Medical Imaging	-	-	- MRI, CT, PET/CT 등 multi-modality 서비스 제공 - 연간 135,000 건 처리, 매출액 \$28M 이상
2022-11-28	Google Health	-	폐암	CT 기반 폐 종양 예측 모델 개발 협업
2022-11-24	Bayer	-	전립선암	- MRI 기반 전립선암 분석 - Bayer 의 'Calantic' 디지털 솔루션 플랫폼 이용
2022-05-11	Cancer Moonshot	-	-	-
2022-01-24	Aidence Holding	45.2	폐암	CT 기반 AI 진단 솔루션 개발사 인수
2022-01-24	Quantib	42.3	전립선암, 뇌질환	MRI 기반 AI 진단 솔루션 개발사 인수
2021-07-27	AstraZeneca	-	폐암	CT 기반 조기 진단 협업
2021-04-08	Netherlands Cancer Institute(NKI)	-	폐암	CT 기반 진단 협업
2020-08-06	Hologic	-	유방암	유방조영술 기반 AI 진단 파트너십 체결
2020-03-11	DeepHealth	34.6	유방암	유방조영술 기반 AI 진단 솔루션 개발사 인수
2019-08-02	Nulogix	-	-	AI 진단 스타트업 지분 75% 인수
2015	Philips	-	-	이미지 품질 평가 개선 협업
2013-05-29	GE HealthCare	-	뇌질환	- MRI, CT 기반 뇌 정량 분석 - GE HealthCare 의 'READY View' 솔루션 이용

자료: RadNet, 키움증권 리서치센터

국가별 GDP 대비 헬스케어 비용 비중 추이



자료: Statista, Our World in Data, WHO, 키움증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- “래드넷” 종목은 5월 12일 해외관심종목에 언급된 바 있습니다.
- 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 일제의 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.