

국내를 넘어 해외로, 뷰노 on the next level

Not Rated

김충현, CFA choonghyun.kim@miraeasset.com

이상원 sangwon.lee.b@miraeasset.com

기업개요

의료 AI 솔루션을 개발하는 디지털 헬스 기업

- 의료영상 진단을 보조하는 진단 솔루션인 VUNO MED와 환자의 활력징후를 기반으로 환자의 심정지 상태를 예측하는 Deep CARS가 대표 제품군

투자포인트

Deep CARS의 시장침투 본격화와 진단솔루션의 일본 진출

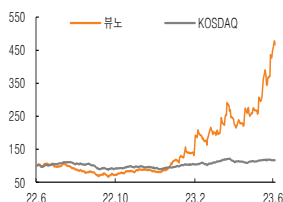
- ① Deep CARS 시장 침투 본격화: Deep CARS는 일반병동 환자의 심정지 발생 위험을 예측하는 솔루션. 22년 8월부터 비급여 시장에 진출하여 23년 상반기 30여개의 고객을 확보함. 연말까지 누적 45개 병원을 확보할 수 있을 것으로 기대
- 최근 미국 FDA로부터 혁신 의료기기로 지정되어 미국 진출 속도가 빨라질 수 있는 점도 긍정적
- ② 진단 솔루션의 일본 진출: 일본 규제 당국은 2022년부터 의료AI를 활용한 영상 진단에 가산수가(기존 수가 300점 + 가산 수가 40점)를 부여하여 의료AI 솔루션 도입을 장려하고 있음
- 동사는 동사가 보유한 진단 솔루션 중에서도 폐 CT 솔루션(VUNO MED- Lung CT)으로 일본 M3와의 파트너십을 통해 일본 시장에 진출할 계획

밸류에이션 및 리스크

단기 주가 급등은 부담스러우나, 장기 성장성은 긍정적

- 2023년 매출 150억원(81% YoY), 영업적자 107억원(적자지속, OPM -72%) 예상
- 현 주가는 12개월 선행 P/S 기준 21배로 지난 2년 평균인 16배와 글로벌 Peer 평균인 8배 대비 고평가 상태
- 리스크: 적자지속에 의한 자본잠식 가능성, 높은 내수시장 의존도, 밸류에이션 부담

Key data



현재주가(23/6/27,원)	36,000	시가총액(십억원)	411
영업이익(23F,십억원)	-	발행주식수(백만주)	11
Consensus 영업이익(23F,십억원)	-	유동주식비율(%)	81.5
EPS 성장률(23F,%)	-	외국인 보유비중(%)	2.6
P/E(23F,x)	-	베타(12M) 일간수익률	1.63
MKT P/E(23F,x)	-	52주 최저가(원)	5,070
KOSDAQ	874.14	52주 최고가(원)	36,800

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	73.9	470.5	348.9
상대주가	67.8	359.6	295.7

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2017	2018	2019	2020	2021	2022
매출액 (십억원)	0	0	0	1	2	8
영업이익 (십억원)	-1	-3	-6	-10	-18	-15
영업이익률 (%)	-	-	-	-1,000.0	-900.0	-187.5
순이익 (십억원)	-1	-3	-6	-11	-19	-15
EPS (원)	-202	-547	-666	-1,217	-1,772	-1,303
ROE (%)	-89.2	-39.5	-71.8	-1,250.5	-202.5	-70.3
P/E (배)	0.0	0.0	0.0	0.0	-10.7	-4.8
P/B (배)	0.0	0.0	0.0	0.0	9.3	4.2
배당수익률 (%)	-	-	-	-	0.0	0.0

주: K-IFRS 개별 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 뷰노, 미래에셋증권 리서치센터

투자포인트

1. VUNO MED Deep CARS의 시장침투 본격화

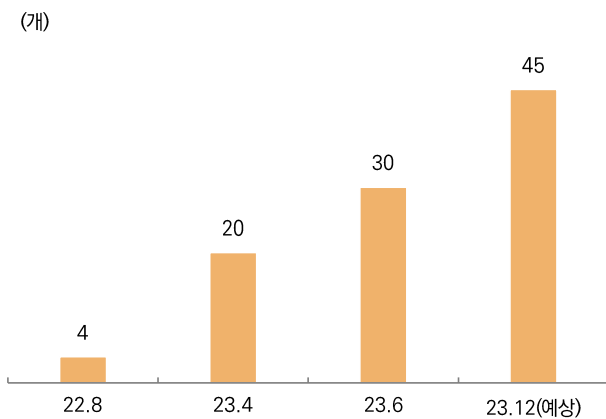
VUNO Deep CARS는 일반 병동 입원환자의 4가지 활력 징후(수축/이완기 혈압, 맥박수, 호흡수, 체온)를 기반으로 심정지 발생 위험도를 점수(0~100점)를 표시하여 24시간내 환자의 심정지 발생 위험을 예측하는 의료 AI 솔루션이다. 2022년 5월, 국내 AI의료기기 최초로 선진입 의료기술로 확정되어 2022년 8월부터 국내 비급여 시장에 진입했다.

올해 상반기까지 국내 시장에서 30여 개의 병원을 고객으로 확보하였고, 연말까지 누적 45개 병원을 확보할 것으로 기대된다. Deep CARS는 일회성 매출이 아닌 반복 매출(Recurring Revenue)이라는 점에서 고객 베이스가 늘어날수록 매출이 확대될 수 있다. 심정지 위험을 예측한다는 점에서 상급 종합병원 및 중합병원을 주요 고객으로 타겟하고 있으며, 접근가능한 총 병상 수는 약 14만개다.

또한 미국 FDA는 지난 23년 6월 8일, 동사의 Deep CARS를 혁신 의료기기(BDD, Breakthrough Device Designation)로 지정했다. 이로 인해 당초 2025년 상반기 이후로 예상되던 미국 진출 시점이 앞당겨질 것으로 예상된다.

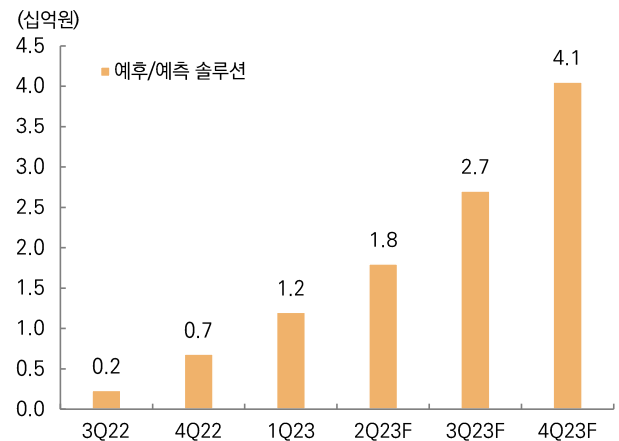
동사는 Deep CARS 외에도 중증 악화, 심정지(중환자용), 중환자용 패혈증 등의 다양한 파이프라인에 대한 연구개발 및 임상시험을 진행하고 있다. 상용화 속도가 가장 빠른 것으로 기대되는 파이프라인은 중증악화 솔루션으로 2024~2025년경 상용화가 기대된다.

그림 1. VUNO MED Deep CARS 국내 고객 수 추이 및 전망



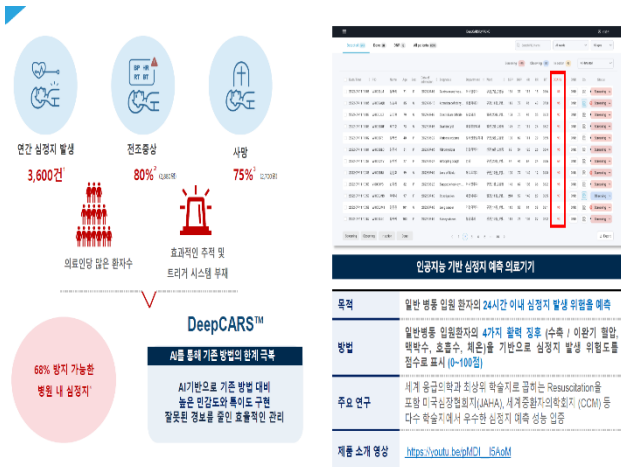
자료: 뷰노, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 예후/예측 솔루션 매출 추이 및 전망



자료: 뷰노, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. VUNO MED Deep CARS 개요



자료: 뷰노, 미래에셋증권 리서치센터

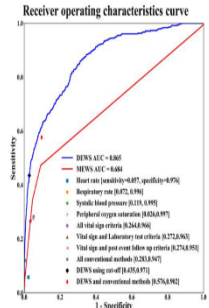
그림 4. VUNO MED Deep CARS의 임상 연구 결과

임상연구 결과-모델 검증 연구

단일 활력징후, Lab test 지표, 고위험 환자 분류도구(MEWS) 등과 DeepCARS™의 성능 비교 결과 DeepCARS™의 심장지 예측 정확도는 0.865로 타 지표 대비 우수함 (AUROC 기준)

단일 활력징후 및 Lab test 지표의 심장지 예측 성능

기준	민감도	특이도
수축기 혈압 (< 85 mmHg)	0.057	0.976
호흡수 (< 8, > 25)	0.072	0.996
맥박수 (< 50, > 130)	0.057	0.976
산소포화도 (< 89%)	0.026	0.997
활력징후 or Lab test	0.272	0.963



자료: 뷰노, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. VUNO MED Deep CARS, 미국 FDA 혁신 의료기기 지정

뷰노메드 딥카스™, 미국 FDA 혁신의료기기 지정

2023. 06. 08

국내 의료AI 업계 최초 미국 혁신의료기기 지정
현저 특허 등록, 임상 연구 진행 등 미국 시장 진출 위한 연이은 성과 달성

2023-06-08 의료인공지능 기업 뷰노(대표 이재복)는 자사의 인공지능 기반 심장지 예측 의료기기 뷰노메드 딥카스™(VUNO Med®-DeepCARS™)가 국내 식품의약품(FDA)으로부터 혁신의료기기 지정했다고 8일 밝혔다. 이번 혁신의료기기 지정으로 해당 제품은 미국 FDA 승인 시장을 앞당길 수 있게 됐다.

미국 FDA의 혁신의료기기 지정(BDD, Breakthrough Device Designation)은 환자에게 효과적으로 최선의 이익을 제공하는 획기적 의료기술이 보다 신속하게 시장 위에 내놓일 수 있도록, 혁신의료기기 지정 의료기기는 FDA 승인 절차의 우선순위로 확보시켜 준다. 또 향후 승인 과정에서 FDA가 빠르고 완전한 의사소통을 위한 임상연구 설계, 전문 심사팀 배치 등 FDA의 긴밀한 지원을 받을 수 있는 것으로 알려져 있다.

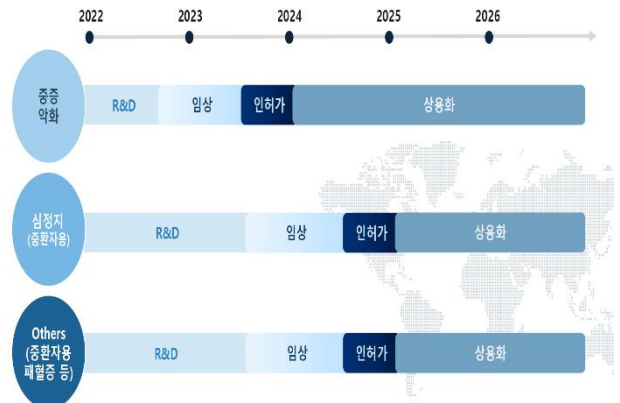
뷰노메드 딥카스™는 일반 병동에서 필수적으로 측정해 EMR(전자기록)에 입력해, 혈압, 맥박, 호흡, 체온 4가지 활력징후를 분석하여 환자의 심장지 발생 여부를 예측하는 의료기기이다. 이를 통해 모든 입원환자에 대한 심장지 감시 시 어려운 일반 병동에서 의료진의 선제적인 대응을 가능하게 한다. 해당 임상시험 연구 결과 전조 증상 등 특정 재발사상 없이 유효성을 입증한 바 있다.

해당 제품은 입원환자의 생명을 위협하는 병환 내 심장지 발생에 대해 기존 응급실과 모니터링 도구 대비 획기적인 진단 기술로 환자에게 최선의 이익을 지어 미국 FDA로부터 혁신의료기기로 지정됐다. 뷰노는 세계 최대 의료시장인 미국 보건복지부의 공적 지원을 통해 국내 시장 진출 준비에 속도를 높여 계획하고 있다.

자료: 뷰노, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 예측/예후 솔루션의 파이프라인

Next pipeline



자료: 뷰노, 미래에셋증권 리서치센터

2. 진단 솔루션의 일본 시장 진출

동사의 전체 매출에서 내수시장이 차지하는 비중이 매우 높다. 세계시장에서 국내 시장이 차지하는 비중을 고려할 때 해외진출은 필수적이다. 그런 점에서 가장 기대되는 시장은 일본 시장이다.

일본 규제 당국은 2022년부터 의료AI를 활용한 영상진단에 가산수가(기존 수가 300점 + 가산 수가 40점)를 부여하여 의료AI 솔루션 도입을 장려하고 있다.

동사는 동사가 보유한 진단 솔루션 중에서도 폐 CT 솔루션(VUNO MED- Lung CT)으로 일본 M3와의 파트너십을 통해 일본 시장에 진출할 계획이다.

그림 7. 일본 영상진단 수가제도

令和4年度診療報酬改定 Ⅲ-1 患者にとって安心・安全に医療を受けられるための体制の整備や医薬品の安定供給の確保等-⑤

医療技術評価分科会の評価を踏まえた対応

既存技術の見直し

画像診断管理加算3の施設基準において、人工知能技術を用いた画像診断補助ソフトウェアの管理に係る要件を追加し、評価を見直す。

現行	改定後
【画像診断管理加算3】 画像診断管理加算3 300点	【画像診断管理加算3】 画像診断管理加算3 340点
【施設基準の概要】 ・放射線科を開設している特定機能病院 ・画像診断を専ら担当する常勤の医師が専ら専任 ・読影士診断、CT読影及びMRI読影に係る業務の増強 ・読影士診断及びコンピュータ読影のうち、少なくとも8割以上の読影結果が、読影終了までに当該患者の診療を担当する医師へ報告 ・夜間及び休日に読影を行う体制の整備 ・読影士診断、CT読影及びMRI読影について、夜間及び休日を除く休日の業務の増強 ・当該医療従事者機以外に読影又は診断を委託していない ・「医療情報システムの安全管理に関するガイドライン」を遵守し、安全な業務実施の確保 ・関係学会の定める指針を遵守し、MRI読影の適切な安全管理の実施 ・関係学会の定める指針に基づく適切な読影業務の実施	【施設基準の概要】 ・放射線科を開設している特定機能病院 ・画像診断を専ら担当する常勤の医師が専ら専任 ・読影士診断、CT読影及びMRI読影に係る業務の増強 ・読影士診断及びコンピュータ読影のうち、少なくとも8割以上の読影結果が、読影終了までに当該患者の診療を担当する医師へ報告 ・夜間及び休日に読影を行う体制の整備 ・読影士診断、CT読影及びMRI読影について、夜間及び休日を除く休日の業務の増強 ・当該医療従事者機以外に読影又は診断を委託していない ・「医療情報システムの安全管理に関するガイドライン」を遵守し、安全な業務実施の確保 ・関係学会の定める指針を遵守し、MRI読影の適切な安全管理の実施 ・関係学会の定める指針に基づく適切な読影業務の実施 ・人工知能技術を用いた画像診断補助ソフトウェアに係る管理に当たり、画像診断を専ら担当する医師を管理官として配置

18

그림 8. Vuno 진단솔루션 전략

VUNO Med-LungCT AI

흉부 CT 영상 판독 보조 인공지능 솔루션

- 흉부 CT 영상에 기반하여 폐결절을 탐지하고 폐결절의 지름, 부피 등 정량적인 정보 제공
- 국내 최초 PMDA 인증 의료기기
- Super-resolution 알고리즘을 통한 Nodule Detection 성능 극대화 (5mm slice를 1mm slice로 재구성하여 해상도를 높임)
- 솔루션 판독 결과 정성으로 보고된 9,952 케이스에서 결절 소견 269건 발견

보험 급여화 및 일본, 미국 시장 집중 공략

- 국내 : 비급여 검진시장 집중 공략, 진단 정확도 향상 입증 후 가산수가 획득 추진
- 일본 : 후생성의 LCT AI 사용에 대한 보험급여화 결정, 日 최대 의료데이터 기업 M3와 협업 진행
- 미국 : 미국 최고 의료기관 중 하나인 MGH (Massachusetts General Hospital) 와의 임상 시험 진행 중, 미국지사 중심 Pre-Marketing 진행

허가사항

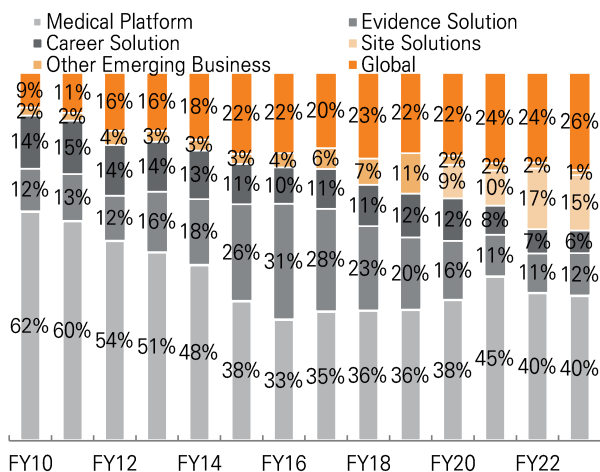
공통개발/임상시험 기관

서울아산병원, 국립암센터, 한국과학기술원, 한국생명공학연구원, CE 2195, PMDA

자료: 후생노동성, 미래에셋증권 리서치센터

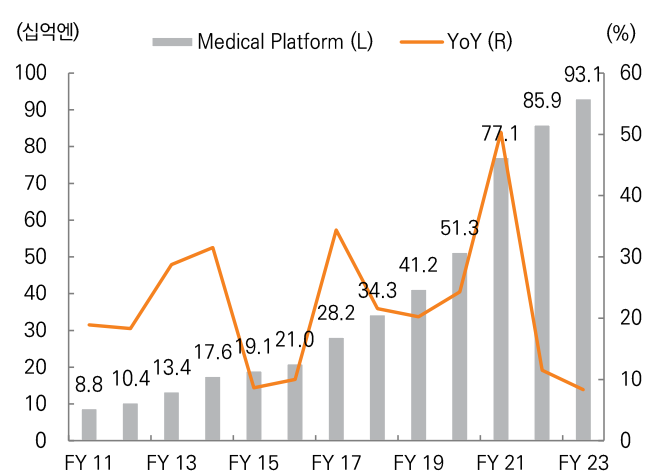
자료: 뷰노, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. M3의 매출 비중 추이:



자료: M3, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. M3의 Medical Solution 사업부문 연간 매출 추이



자료: M3, 미래에셋증권 리서치센터

실적추정 및 밸류에이션

1. 실적추정

우리는 동사의 2023년 실적을 매출 150억원(81% YoY), 영업 적자 107억원(적자지속, OPM -72%)를 기록할 것으로 예상한다.

2022년까지 동사의 성장을 주도한 것은 진단 솔루션이었으나 2023년부터는 **예후예측 솔루션이 매출액 98억원(965% YoY)으로 외형성장을 견인할 것으로 전망된다.**

3Q22부터 매출 발생하기 시작한 Deep CARS(환자 활력징후 기반 심정지 발생 위험도 제공 AI 솔루션)실적이 온기로 반영되는데다, 도입병원 수도 꾸준히 증가하고 있기 때문이다. **올해 상반기까지 30여 개의 병원을 고객으로 확보하였고, 연말까지 누적 45개 병원을 확보할 것으로 기대된다.** Deep CARS는 일회성 매출이 아닌 반복 매출(Recurring Revenue)이라는 점에서 고객 베이스가 늘어날수록 매출이 확대될 수 있다.

진단 솔루션은 매출액 38억원(8% YoY)을 기록할 것으로 예상된다. 4Q22 의료음성 솔루션을 PuzzleAI로 양도함에 따른 일회성 매출을 제외하면 작년대비 80% 이상 상승한 것으로 추정된다. 2023년부터는 영상의학, 병리, 생체신호 등 3가지 영역에 집중할 것으로 보인다.

지역적으로 진단솔루션에서 가장 기대되는 시장은 일본이다. **일본 규제 당국은 2022년부터 의료AI를 활용한 영상진단에 가산수가(기준 수가 300점 + 가산 수가 40점)를 부여하여 의료AI 솔루션 도입을 장려하고 있다.** 동사는 폐 CT 솔루션(VUNO MED- Lung CT)으로 일본 M3와의 파트너십을 통해 일본 시장에 진출할 계획이다.

Deep CARS의 신규고객 유치 속도와 진단 솔루션의 일본 시장 침투 속도에 따라 영업 적자폭은 줄어들 가능성이 있다.

표 1. 분기별 실적 전망표

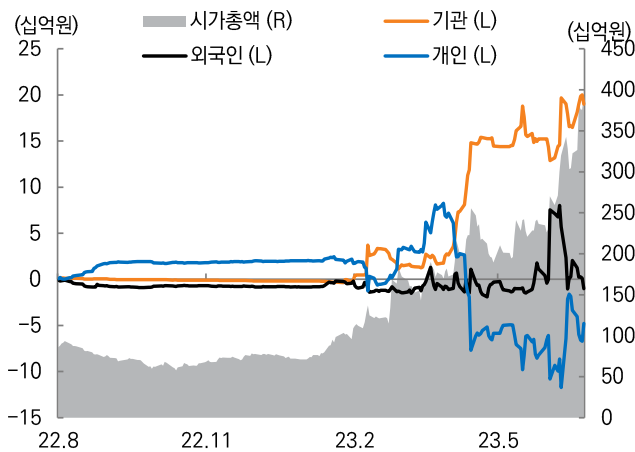
	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2022	2023F	2024F
매출액	0.5	0.6	0.8	6.3	1.8	2.7	4.4	6.1	8.3	15.0	24.4
진단 솔루션	0.4	0.4	0.5	2.2	0.4	0.5	1.3	1.7	3.6	3.8	5.9
예후/예측 솔루션	-	-	0.2	0.7	1.2	1.8	2.7	4.1	0.9	9.8	17.0
기타	0.1	0.2	0.1	3.4	0.2	0.4	0.4	0.4	3.8	1.4	1.5
영업이익	-5.8	-5.5	-4.6	0.6	-4.3	-3.3	-1.9	-1.1	-15.4	-10.7	-2.4
순이익(지배)	-5.8	-5.6	-4.6	0.3	-4.3	-3.4	-2.1	-1.3	-15.7	-11.1	-3.0
매출 성장률 (%)	93.8	38.3	152.9	420.7	258.8	340.0	421.9	-3.6	268.3	80.8	63.3
진단 솔루션	68.9	19.3	62.4	173.0	-13.6	22.5	174.2	-24.7	106.6	8.3	53.4
예후/예측 솔루션	-	-	-	-	-	-	1,054.8	494.3	-	965.3	74.6
영업이익률 (%)	-1,167.1	-893.6	-556.3	9.3	-241.6	-122.1	-44.6	-18.8	-185.7	-71.6	-9.9
순이익률 (지배,%)	-1,172.2	-904.4	-551.0	5.4	-240.8	-126.0	-47.5	-21.0	-189.3	-74.0	-12.4

자료: 뷰노, 미래에셋증권 리서치센터

2. 밸류에이션

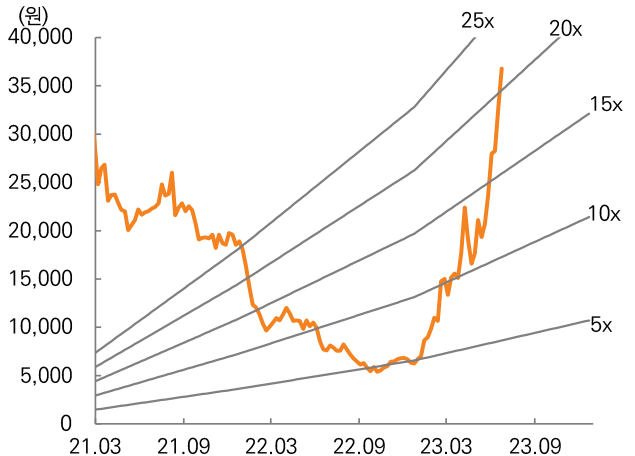
동사의 주가는 연초대비 약 5배 급등하였다. 주로 개인투자자들의 수급으로 주가가 상승한 다른 의료 SI기업과 달리, 기관투자자들의 수급이 주가 상승의 요인이었다는 점이 특징이다. 이로 인해 동사의 주가는 12개월 선행 P/S 기준 21배로 글로벌 Peer 평균인 8배 대비 고평가 되고 있다.

그림 11. 투자자별 순매수량 vs. 시가총액 추이



자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. 12개월 선행 PSR 밴드 차트



자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. Global Peer Valuation

회사명	시가총액	영업이익률 (%)			PER (배)			P/S (배)			ROE (%)			매출(십억원)		
		22	23F	24F	21	22F	23F	21	22F	23F	21	22F	23F	21	22F	23F
비바 시스템스	41,739	21.3	34.2	36.4	62.3	43.4	36.6	14.3	13.5	11.3	14.8	17.7	17.6	2,793.1	3,054.2	3,642.0
JD Health	25,579	0.1	1.7	2.9	370.1	53.8	37.9	3.0	2.3	1.8	0.9	4.5	6.3	8,964.3	10,963.3	13,966.5
M3	18,838	30.5	31.4	32.5	42.3	39.1	33.7	9.0	8.3	7.4	17.5	17.0	17.8	2,231.9	2,275.3	2,542.3
알리바바 건강 정보 기술	10,321	0.5	1.3	2.6	106.9	81.3	52.8	2.1	1.8	1.5	3.6	4.7	6.2	5,113.3	5,763.6	6,817.3
R1 RCM	9,608	0.2	11.5	15.1	71.4	73.6	36.9	3.4	3.2	2.7	-5.6	-4.2	-1.2	2,334.5	2,939.8	3,455.2
Doximity Inc	8,123	29.9	42.1	42.0	61.2	39.6	33.7	14.7	12.4	10.4	12.2	15.3	15.8	548.8	648.3	778.2
텔라닥 헬스	5,099	-567.3	-8.7	-4.7	-	-	-	1.6	1.5	1.4	-	-8.4	-7.0	3,110.5	3,436.4	3,705.3
Schrodinger	3,907	-81.1	-65.7	-40.0	-	107.4	-	15.1	12.6	9.4	2.6	5.7	-17.4	233.9	301.9	402.1
Ping An Healthcare	3,536	-14.2	-11.0	-5.8	-	-	-	3.1	2.8	2.5	-4.4	-4.2	-2.1	1,181.5	1,255.1	1,451.3
GoodRx Holdings Inc	2,796	0.2	19.2	20.4	257.0	21.9	19.4	3.0	2.8	2.5	-6.0	7.1	8.8	990.7	984.6	1,099.6
Hims & Hers Health Inc	2,249	-13.0	-3.3	1.5	-	-	182.7	2.7	2.1	1.7	-18.6	-10.6	3.5	681.0	1,068.6	1,332.4
Phreesia Inc	2,136	-62.9	-34.7	-19.0	-	-	-	5.3	4.6	3.6	-50.4	-36.6	-28.0	364.1	452.1	576.7
Definitive Healthcare	2,049	-18.5	25.5	27.2	232.0	47.0	35.5	4.6	6.2	5.3	-0.7	2.9	4.3	287.7	320.6	373.4
루닛	2,153	-365.3	-113.3	-30.0	-	-	-	131.8	71.9	43.2	-	-64.7	-59.3	13.9	30.0	50.0
Multiplan Corp	1,749	-33.6	19.3	21.8	-	-	-	1.3	1.4	1.4	-29.5	-5.7	-7.0	1,395.4	1,247.1	1,296.1
넥스트젠 헬스케어	1,370	-0.6	13.4	15.1	24.7	14.7	12.1	1.6	1.5	1.4	-0.6	9.0	11.3	855.4	931.1	1,016.8
Accolade Inc	1,177	-127.6	-30.5	-15.6	-	-	-	2.4	2.2	1.8	-69.1	-62.3	-75.5	472.9	536.7	643.5
Health Catalyst Inc	829	-50.7	-29.7	-21.1	-	939.2	68.3	2.2	2.2	1.9	-33.4	0.7	4.0	357.0	372.7	416.9
American Well Corp	764	-99.5	-146.8	-73.8	-	-	-	2.1	2.1	1.9	-63.5	-24.4	-30.2	358.2	360.5	406.4
Sharecare Inc	785	-31.5	-23.8	-14.6	-	-	-	1.3	1.3	1.2	-21.7	-18.2	-11.5	571.8	604.1	676.1
뷰노	400	-185.7	-	-	-	-	-	41.4	-	-	-89.2	-	-	8.3	-	-
Talkspace Inc	269	-69.5	-25.0	-9.8	-	-	-	1.7	1.5	1.3	-49.8	-28.0	-12.7	154.5	179.5	213.8
Renalytix PLC	124	-1,931.7	-1,136.9	-387.2	-	-	-	-	25.9	10.3	-	-128.9	-	3.6	4.7	11.9
Akili Inc	117	-	-2,759.8	-765.2	-	-	-	193.9	39.9	10.7	8.5	-74.2	-	0.4	2.9	10.7
전체 평균		-1,318.5	-182.2	-50.8	136.4	132.8	50.0	20.1	9.7	5.9	-35.1	-16.8	-7.4	1,376.1	1,640.6	1,951.5

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

4. Risk

1) 재무적 리스크: 적자 지속에 의한 자본잠식 가능성

현재 비용구조를 고려할 때 적어도 2023~2024년 상반기까지 흑자전환은 어려워 보인다. 흑자전환 시기가 지연될수록 자본잠식을 막기 위한 재무이벤트가 필요할 가능성이 있다. 1Q23말 기준 현금성 자산(단기금융상품 포함)은 150억원을 보유하고 있다. 향후 대규모 CAPEX가 필요하지 않다는 것은 긍정적이다.

2) 사업적 리스크: 높은 내수시장 의존도

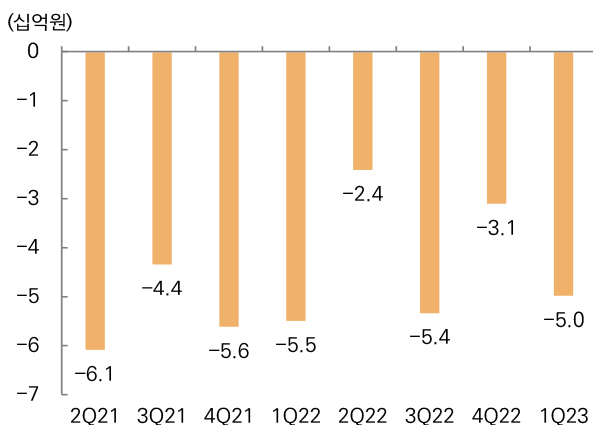
동사의 매출액은 22년 기준 83억원인데, 이 중 93%가 내수 시장에서 발생할 정도로 내수 시장 의존도가 높다. 세부분야는 다르지만, 성숙기에 접어든 PACS나 EMR 같은 다른 Health IT 업체들의 국내 매출은 320~670억원 수준을 형성하고 있다. 이런 점을 고려할 때 지속적인 외형확대를 위해서는 해외 시장 진출이 반드시 필요하다.

동사는 흉부 CT 영상진단 보조 솔루션인 VUNO MED-Lung CT로 일본의 M3와 협업 하에 일본 시장에 진출할 예정이며, 예후 예측 솔루션인 DeepCARS는 미국 FDA의 혁신 의료기기로 지정되어 미국 진출 시기가 앞당겨질 것으로 예상됨에 따라 앞으로 해외매출 비중은 증가할 것으로 보인다.

3) 주가 리스크: 높은 밸류에이션에 기인하는 주가변동성

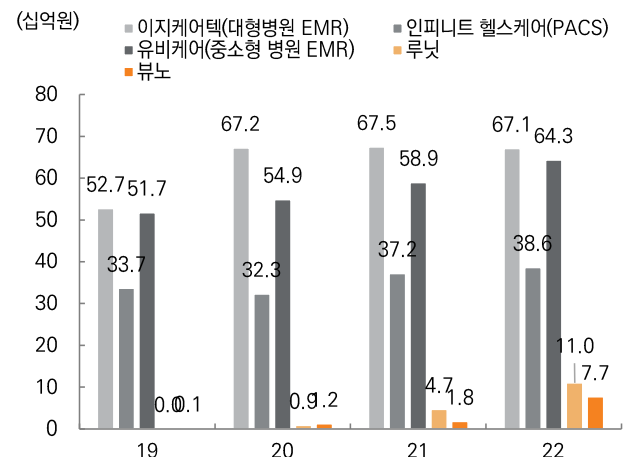
동사의 주가는 2023년 들어서만 약 5배 상승하면서, 밸류에이션이 12개월 선행 P/S기준 5배에서 21배로 빠르게 증가했다. 글로벌 Peer 평균이 8배라는 점에서 상당히 고평가되고 있다. 현재 밸류에이션을 정당화하기 위해서는 매출이 빠르게 증가하거나, 무형자산가치가 가치평가에 반영될 수 있는 이벤트가 발생해야 한다. 그렇지 않을 경우, 외부 노이즈 혹은 단기 차익실현 물량에 의해 주가 변동성이 심화될 가능성이 크다.

그림 13. 뷰노 FCF



자료: 뷰노, QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 14. 국내 주요 Health IT업체들의 국내 매출 비교



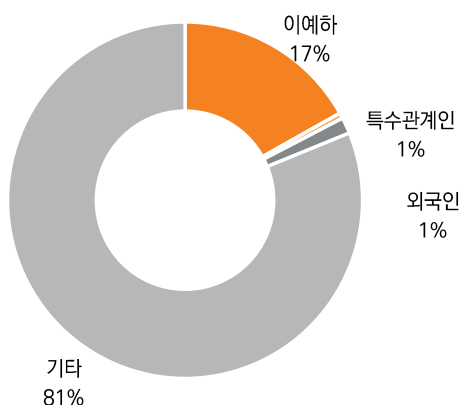
자료: 각사, 미래에셋증권 리서치센터

Appendix

기업개요

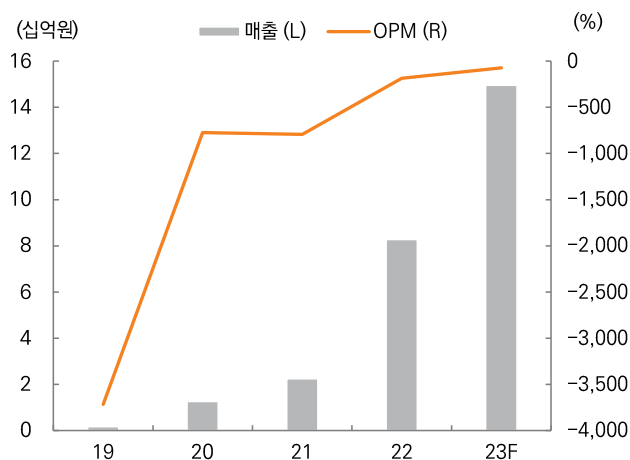
뷰노는 2014년에 설립된 의료용 인공지능 솔루션을 개발하는 디지털 헬스기업이다. 사업부문은 크게 2가지로 진단 솔루션 부문(1Q23 기준 매출액의 21%), 예측솔루션(1Q23 기준 매출액의 68%) 부문을 보유하고 있다. 전체 매출에서 내수 비중이 82 ~ 93%로 높은 편이다.

그림 15. 지분율



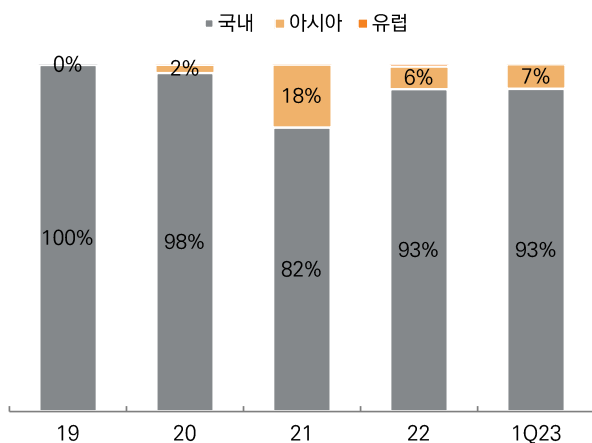
자료: 뷰노, 미래에셋증권 리서치센터

그림 16. 매출 및 영업이익률 추이



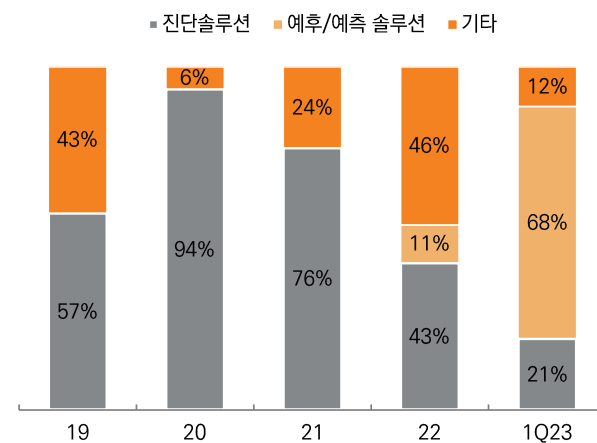
자료: 뷰노, 미래에셋증권 리서치센터

그림 17. 지역별 매출 비중



자료: 뷰노, 미래에셋증권 리서치센터

그림 18. 품목별 매출비중



자료: 뷰노, 미래에셋증권 리서치센터

뷰노 (338220)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2019	2020	2021	2022
매출액	0	1	2	8
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	0	1	2	8
판매비와관리비	6	11	20	23
조정영업이익	-6	-10	-18	-15
영업이익	-6	-10	-18	-15
비영업손익	0	-1	-1	0
금융손익	0	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	-6	-11	-19	-15
계속사업법인세비용	0	0	0	0
계속사업이익	-6	-11	-19	-15
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-6	-11	-19	-15
지배주주	-6	-11	-19	-15
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	-6	-11	-19	-15
지배주주	-6	-11	-19	-15
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	-6	-9	-17	-13
FCF	-5	-8	-16	-16
EBITDA 마진율 (%)	-	-900.0	-850.0	-162.5
영업이익률 (%)	-	-1,000.0	-900.0	-187.5
지배주주귀속 순이익률 (%)	-	-1,100.0	-950.0	-187.5

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2019	2020	2021	2022
영업활동으로 인한 현금흐름	-5	-8	-15	-16
당기순이익	-6	-11	-19	-15
비현금수익비용가감	1	3	4	0
유형자산감가상각비	0	1	1	1
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	1	2	3	-1
영업활동으로인한자산및부채의변동	0	0	1	-1
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	0	-1	-1	0
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	0	1	-1
법인세납부	0	0	0	0
투자활동으로 인한 현금흐름	7	-4	-19	6
유형자산처분(취득)	-1	0	-1	0
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	8	-4	-10	3
기타투자활동	0	0	-8	3
재무활동으로 인한 현금흐름	0	10	37	14
장단기금융부채의 증가(감소)	0	10	-2	4
자본의 증가(감소)	8	1	45	12
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-8	-1	-6	-2
현금의 증가	2	-2	3	4
기초현금	2	4	2	4
기말현금	4	2	4	9

자료: 뷰노, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2019	2020	2021	2022
유동자산	5	7	26	22
현금 및 현금성자산	4	2	4	9
매출채권 및 기타채권	0	1	1	1
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	1	4	21	12
비유동자산	2	2	10	14
관계기업투자등	0	0	1	2
유형자산	1	1	6	5
무형자산	0	0	1	1
자산총계	7	10	36	36
유동부채	2	12	8	14
매입채무 및 기타채무	0	0	1	1
단기금융부채	0	11	5	10
기타유동부채	2	1	2	3
비유동부채	1	1	5	3
장기금융부채	0	0	3	2
기타비유동부채	1	1	2	1
부채총계	2	13	13	17
지배주주지분	5	-4	23	20
자본금	1	1	1	1
자본잉여금	22	23	69	80
이익잉여금	-18	-29	-49	-63
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	5	-4	23	20

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2019	2020	2021	2022
P/E (x)	0.0	0.0	-10.7	-4.8
P/CF (x)	0.0	0.0	-13.0	-4.8
P/B (x)	0.0	0.0	9.3	4.2
EV/EBITDA (x)	0.8	-0.5	-12.1	-4.8
EPS (원)	-666	-1,217	-1,772	-1,303
CFPS (원)	-590	-856	-1,449	-1,303
BPS (원)	610	-392	2,030	1,500
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	-	-	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	78.7	675.6	78.8	268.1
EBITDA증가율 (%)	-	-	-	-
조정영업이익증가율 (%)	-	-	-	-
EPS증가율 (%)	-	-	-	-
매출채권 회전율 (회)	4.1	6.0	3.2	6.9
재고자산 회전율 (회)	10.9	84.7	1,885.7	68.7
매입채무 회전율 (회)	-	-	-	-
ROA (%)	-61.2	-130.4	-85.3	-41.4
ROE (%)	-71.8	-1,250.5	-202.5	-70.3
ROIC (%)	-3,696.3	-2,884.6	-317.2	-196.1
부채비율 (%)	37.5	-363.2	57.1	84.9
유동비율 (%)	356.8	59.1	306.3	161.6
순차입금/자기자본 (%)	-86.3	-119.4	-44.0	-35.2
조정영업이익/금융비용 (x)	-197.2	-180.7	-132.6	-39.6

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.