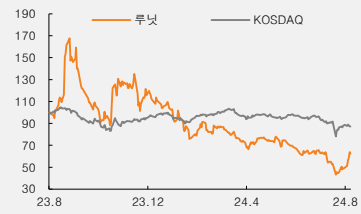


Not Rated

목표주가	-
현재주가(24/8/23)	46,200원
상승여력	-

영업이익(24F,십억원)	-60
Consensus 영업이익(24F,십억원)	-
EPS 성장률(24F,%)	-
MKT EPS 성장률(24F,%)	87.6
P/E(24F,x)	-
MKT P/E(24F,x)	10.4
KOSDAQ	773.26
시가총액(십억원)	1,334
발행주식수(백만주)	29
유동주식비율(%)	79.0
외국인 보유비중(%)	14.3
베타(12M) 일간수익률	2.00
52주 최저가(원)	32,000
52주 최고가(원)	123,838

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-2.0	-31.5	-34.0
상대주가	2.9	-23.0	-24.7



[첨단의료기기/디지털헬스]

박선영

seunyoung.park@miraeasset.com

김충현, CFA

choonghyun.kim@miraeasset.com

루닛

Volpara Health 합체 완료

2Q24 Review: 매출 125% YoY 증가, 영업적자 지속

매출액은 볼파라 인수효과로 전년 대비 125% 증가한 122억원을 기록했다. 암 진단 사업부문은 볼파라 헬스 인수효과로 전년 대비 132% 증가한 118억원을 기록했고, 디지털 병리 사업부문은 전년 대비 1% 감소한 3억원을 기록했다.

지역별로는 내수 매출이 폐암 솔루션의 비급여 매출이 반영되며 전년 대비 73% 증가한 19억원을 기록했다. 폐암 솔루션의 비급여 서비스는 앞으로 3년간 가능하다. 해외는 볼파라 헬스 인수 효과로 전년 대비 137% 증가한 103억원을 기록했다.

주요 고객사별로는 Fuji Film향 매출은 전년 대비 7% 증가한 26억원을 기록하며, 해외 Lunit Insight 매출의 71%를 차지했다. 동국생명과학향 매출은 전년 대비 217% 증가한 9억원을 기록했으며, 국내 Lunit Insight 매출의 48%를 차지했다. 또한, Guardant Health향 매출은 전년 대비 41% 증가한 1억원을 기록했다.

운영비용은 전년 대비 108% 증가한 322억원을 기록하며 영업적자 199억원을 기록하며 적자를 이어갔다. 주요 비용인 인건비는 전년 대비 77% 증가한 96억원, 연구개발비는 전년 대비 63% 증가한 68억원을, 지급수수료는 전년 대비 248% 증가한 64억원(합병 관련 일회성 비용 약 45억원)을 기록했다. 조정 EBITDA는 -151억 원을 기록했다.

12개월 선행 P/S 기준 18배로 글로벌 Peer 대비 고평가

Volpara Health 인수로 2024년 실적은 매출 525억원(109% YoY), 조정 EBITDA -417억원(적자지속)을 예상한다. 2024년은 Volpara Health와의 PMI가 중요하며, Volpara Health와의 시너지는 2025년부터 발생할 것으로 기대한다. 현 주가는 12개월 FWD P/S 18배로 글로벌 Peer (5배)대비 고평가, 동사의 상장 이후 평균 (30배) 대비 저평가 상태다.

결산기 (12월)	2019	2020	2021	2022	2023
매출액 (십억원)	0	1	7	14	25
영업이익 (십억원)	-12	-21	-46	-51	-42
영업이익률 (%)	-	-2,100.0	-657.1	-364.3	-168.0
순이익 (십억원)	-47	-84	-74	-39	-37
EPS (원)	-4,537	-6,850	-4,621	-1,672	-1,380
ROE (%)	79.8	88.4	114.6	-110.3	-24.2
P/E (배)	-	-	-	-	-
P/B (배)	-	-	-	5.5	10.0
배당수익률 (%)	-	-	-	0.0	0.0

주: K-IFRS 개별 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 루닛, 미래에셋증권 리서치센터

2Q24 실적관련 주요 Q&A

Q) 볼파라 헬스 실적은 2Q24 실적에 어떻게 반영되었으며, 현재 상황은?

루닛: 볼파라 헬스 실적은 5월부터 연결실적으로 계상되었다. 볼파라 매출은 올해는 대략 월 30~35억원 수준으로 발생하고 있다. 볼파라 헬스는 고객사와 5년 단위로 계약된 매출이 많아 실적의 변동성이 크지 않다. 볼파라 헬스와 루닛은 겹치는 영역이 없어 인수로 인한 매출 감소는 없다.

Q) 루닛 스코프 현황은?

루닛: 현재 발생하는 매출은 마일스톤 매출이 아닌 연구용 매출이다. 앞으로도 마일스톤 매출보다는 연구용 매출이 90% 이상될 것으로 예상된다. 2024년 상반기 합산 7억원의 매출을 기록했는데, 앞으로 성장을 더 기대하고 있다. 루닛 스코프의 주요 타겟 시장은 북미, 한국, 일본이다. 현재 북미 비중이 70%에 달한다. 매출이 성장할수록 북미 비중은 더 확대될 것으로 생각한다.

Q) 앞으로 인건비 지출 계획은?

루닛: 작년 하반기부터 공격적인 채용을 진행하면서 인건비가 특히 많이 증가했다. 영업인력과 AI 관련 개발인력을 많이 채용했다. 초거대 AI 모델 개발을 위한 인력이 많았다. 계획했던 인력 채용이 빨리 마무리되어 앞으로 인건비 증가는 제한적일 것으로 생각한다. 내부적으로 인건비는 어느 정도 통제하려고 하고 있다.

Q) 올해 재무적 목표는?

루닛: 올해는 매출 550억원~600억원(루닛 300~350억원, 볼파라 헬스 250억원), 영업적자 500억원 정도가 되지 않을까 예상한다.

Q) 루닛 인사이트 현황은?

루닛: 국내 시장에서 우리가 생각했던 만큼 빨리 도입이 되지는 않는 것 같다. 다만, 올해 상반기 폐암 솔루션인 CXR 제품에 대해 비급여 청구가 가능해지며, 매출이 빠르게 증가하고 있다. 9~10월경 유방촬영술도 비급여 청구가 가능해질 것으로 기대돼 향후 성장에 기여할 수 있을 것으로 본다.

해외시장은 현재 Fuji Film효과로 일본이 제일 크지만 향후 미국과 유럽을 주목하고 있다. 작년 6월 독일 법인을 개설하면서 유럽이 작년보다 많이 성장하고 있다. 미국은 볼파라와의 시너지를 기대하고 있으며, 올해 하반기나 내년부터 유의미한 매출이 발생할 것으로 기대한다.

표 1. 분기별 실적 전망 표

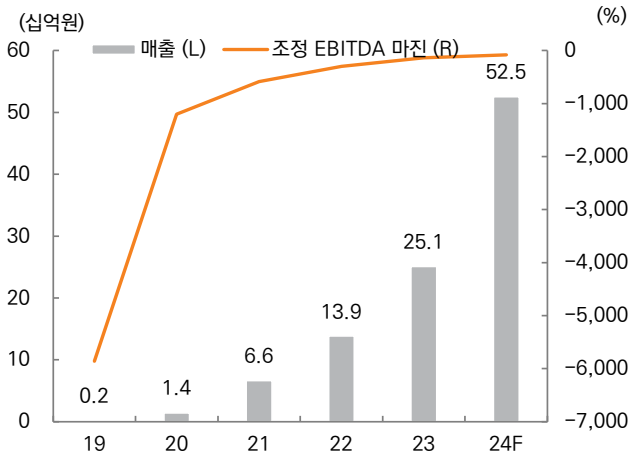
(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출액	11.0	5.4	3.3	5.4	5.1	12.2	16.7	18.5	25.1	52.5	83.2
암 진단	6.2	5.1	3.2	3.8	4.7	5.4	5.2	6.0	18.3	21.3	26.0
디지털 병리	4.7	0.3	0.1	1.6	0.4	0.3	0.4	0.5	6.7	1.6	2.5
Volpara Health 및 기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	6.5	11.0	12.0	0.1	29.6	54.8
조정 EBITDA	-0.2	-8.3	-9.9	-15.6	-10.2	-15.1	-8.2	-8.2	-34.0	-41.7	-23.0
매출 성장률 (%)	268.6	117.7	-26.5	36.9	-53.1	124.6	410.1	242.8	80.9	109.5	58.4
암 진단	256.2	329.0	-3.2	5.2	-24.7	5.8	65.1	56.5	86.3	16.2	22.0
디지털 병리	287.9	-73.1	-92.8	-	-92.1	-1.4	285.6	-	68.3	-76.1	55.3
Volpara Health 및 기타	220.0	-95.0	-100.0	359.5	115.6	647,800.0	-	36,406.7	15.4	44,807.4	84.8
조정 EBITDA 마진 (%)	-2.3	-151.7	-301.6	-289.2	-199.4	-123.6	-49.0	-44.1	-135.4	-79.4	-27.7

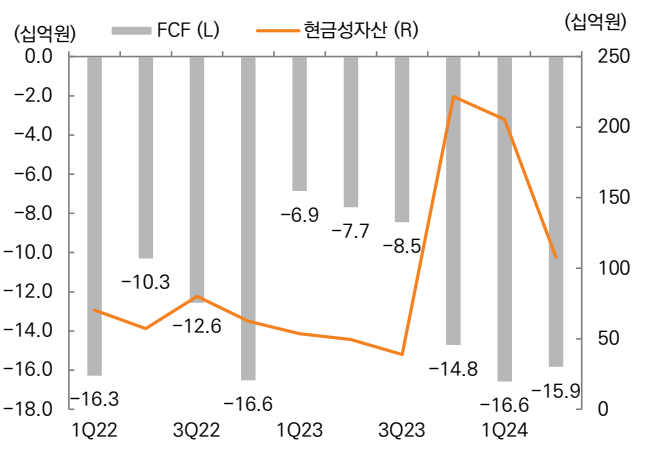
자료: 루닛, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 매출 및 조정 EBITDA 마진 추이

그림 2. FCF 및 현금성자산 추이



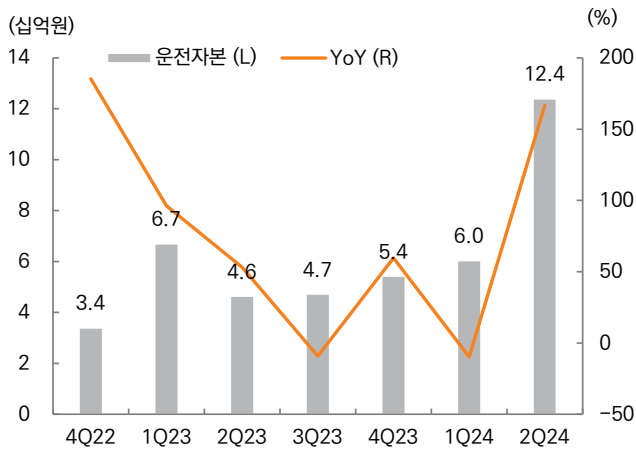
자료: 루닛, 미래에셋증권 리서치센터



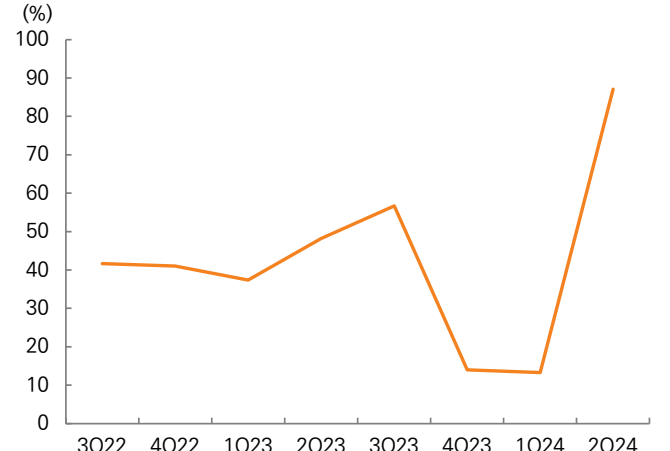
자료: 루닛, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 운전자본 추이

그림 4. 부채비율 추이

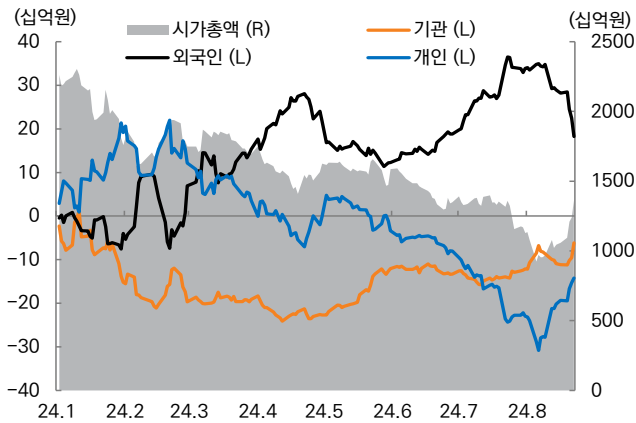


자료: 루닛, 미래에셋증권 리서치센터



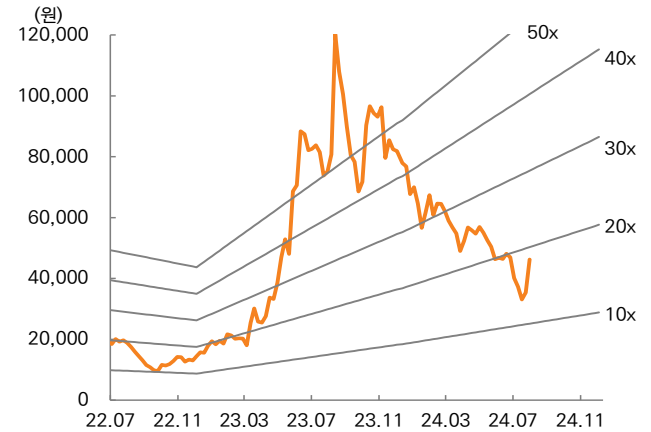
자료: 루닛, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 투자자별 순매수량 vs. 시가총액 추이



자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 12개월 선행 P/S 밴드 차트



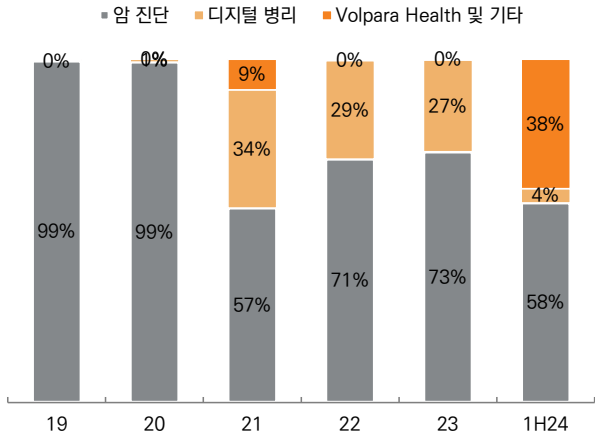
자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. Global Peer Valuation

회사명	시가총액 (십억원)	영업이익률 (%)			PER (배)			P/S (배)			EV/EBITDA (배)			매출(십억원)		
		23	24F	25F	23	24F	25F	23	24F	25F	23	24F	25F	23	24F	25F
레스메드	44,013	28.2	32.8	33.5	30.0	24.6	23.4	7.0	6.5	6.1	19.2	18.4	17.0	6,250	6,917	7,396
덱스컴	39,174	16.5	19.7	21.2	43.3	43.3	36.4	7.3	7.3	6.3	50.6	25.4	21.0	4,733	5,338	6,163
인솔렛	17,398	13.0	14.1	15.3	54.7	61.2	48.6	6.9	6.5	5.5	42.3	33.4	27.3	2,218	2,749	3,253
Tempus AI	14,729	-36.9	-20.9	-5.9	-	-	-	-	15.8	11.9	-	-	-	695	954	1,262
JD Health	11,697	-	3.2	4.2	-	16.1	14.6	-	1.1	1.0	-	-	-	-	10,807	12,245
Doximity	9,033	34.5	46.8	46.9	45.5	35.0	32.9	13.9	13.0	12.0	23.2	23.6	21.7	628	693	753
M3	8,712	-	26.1	26.0	-	20.1	18.5	-	3.6	3.2	-	-	-	-	2,479	2,717
Ali Health	8,301	-	5.1	6.2	-	24.0	18.6	-	1.4	1.3	-	-	-	-	5,840	6,570
R1 RCM	7,926	6.6	9.0	12.4	-	-	58.1	2.5	2.3	2.0	11.8	13.2	10.7	2,945	3,514	4,011
Inspire Medical	7,461	-6.4	0.7	3.2	985.9	255.9	141.4	7.8	7.0	5.9	-	55.3	38.3	816	1,085	1,297
Radnet	6,236	6.1	6.7	7.6	131.9	114.4	83.3	2.6	2.6	2.4	22.6	18.7	16.8	2,112	2,378	2,584
Hims & Hers	4,804	-3.4	2.9	7.0	192.1	68.5	30.6	3.3	2.6	1.9	176.0	22.6	15.5	1,139	1,877	2,553
GoodRx	3,796	-3.6	24.9	25.0	-	23.5	18.5	3.8	3.5	3.2	39.1	11.6	10.1	980	1,069	1,172
탠덤 다이아비티즈 케어	3,737	-31.2	-13.1	-8.3	-	-	-	3.5	3.1	2.8	-	3,016	62.1	977	1,184	1,326
아이리듬 테크놀로지스	2,948	-25.4	-15.3	-8.8	-	-	-	4.1	3.8	3.2	-	107.6	41.3	644	794	934
Ping An Health	1,990	-	-8.2	-4.8	-	1,899	73.6	-	2.2	1.9	-	-	-	-	906	1,028
Phreesia Inc	1,905	-38.3	-16.8	-5.9	-	-	-	3.7	3.4	2.9	-	58.7	27.5	468	580	685
텔라닥 헬스	1,687	-9.6	-23.1	-5.0	-	-	-	0.5	0.5	0.5	-	4.8	4.4	3,400	3,496	3,498
루닛	1,240	-168.3	-99.0	-23.5	-	-	-	44.0	24.8	14.4	-	-	288	25	50	86
Definitive Health	906	-131.2	28.7	30.2	5.2	13.5	12.8	1.9	2.7	2.7	-	8.3	8.1	329	331	339
뷰노	508	-118.1	-25.1	4.4	-	-	417.7	26.5	16.6	11.5	-	-	71.5	13.3	30.7	44
전체 평균		-27.5	-0.0	8.6	186.1	200.0	68.6	8.7	6.2	4.9	48.1	244.1	42.6	1,669	2,527	2,853

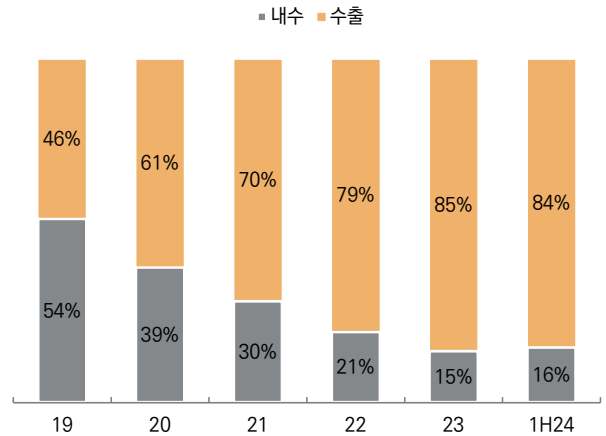
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 품목별 매출 비중 추이



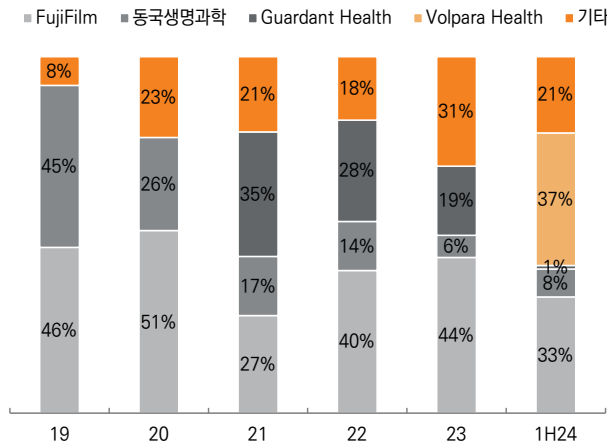
자료: 루닛, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 지역별 매출 비중 추이



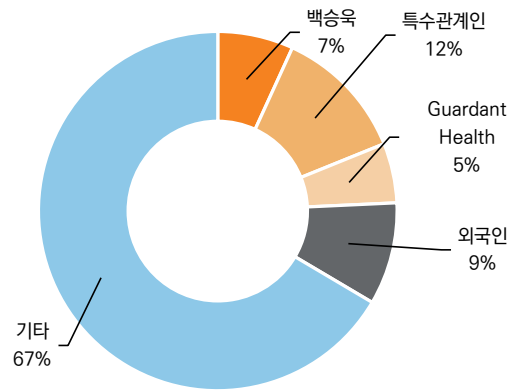
자료: 루닛, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 주요 고객사의 매출 비중 추이



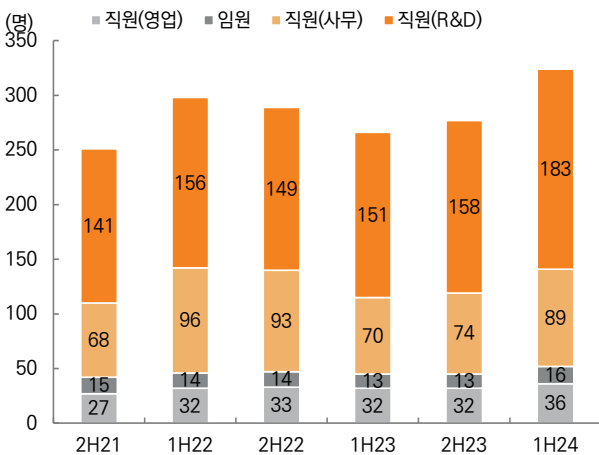
자료: 루닛, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 지분율



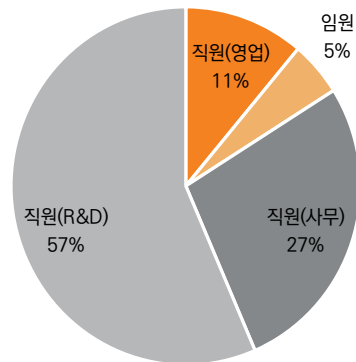
자료: 루닛, 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. 루닛 임직원 수 추이



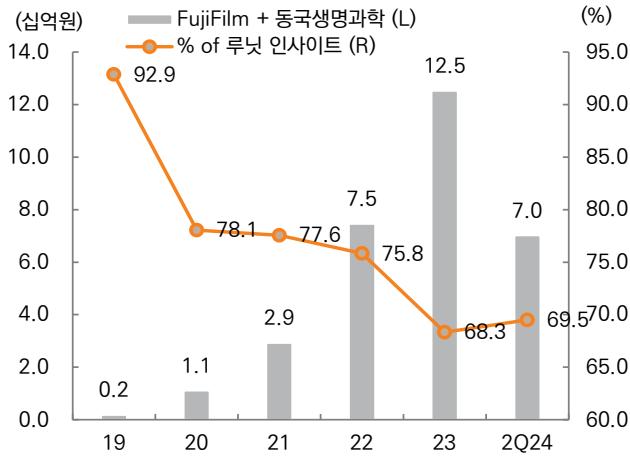
자료: 루닛, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. 루닛의 임직원 수 비중 (1H24 기준)



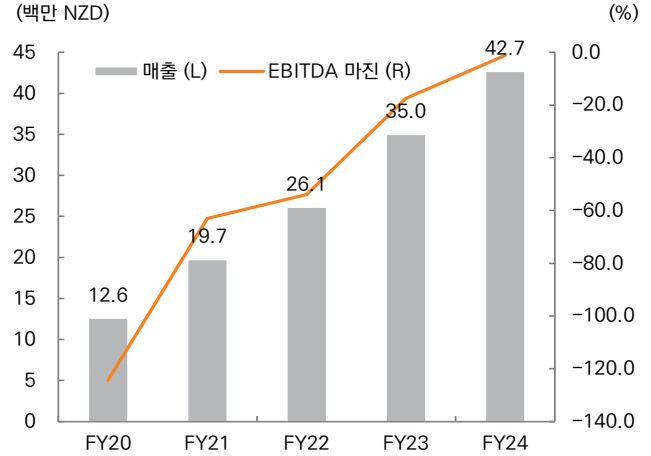
자료: 루닛, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. Lunit Insight의 매출 및 주요 고객사 비중 추이



자료: 루닛, 미래에셋증권 리서치센터

그림 14. Volpara의 매출 및 조정 EBITDA 마진 추이



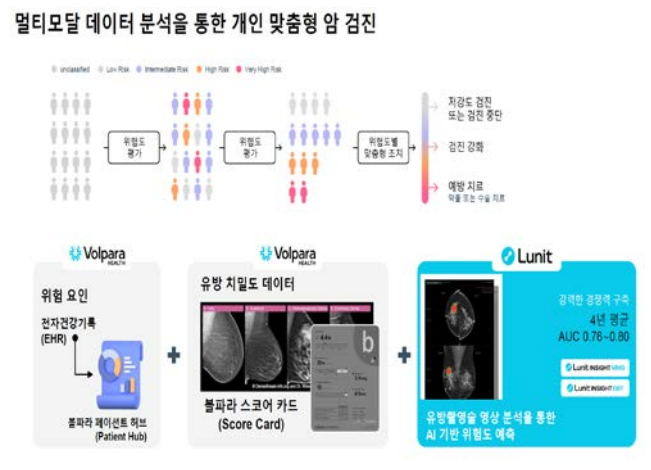
자료: Volpara Health, 미래에셋증권 리서치센터

그림 15. 볼파라와 루닛의 시너지: 유방암 검진 토탈 솔루션



자료: 루닛, 미래에셋증권 리서치센터

그림 16. 볼파라와 루닛의 시너지: 멀티모달 데이터 분석



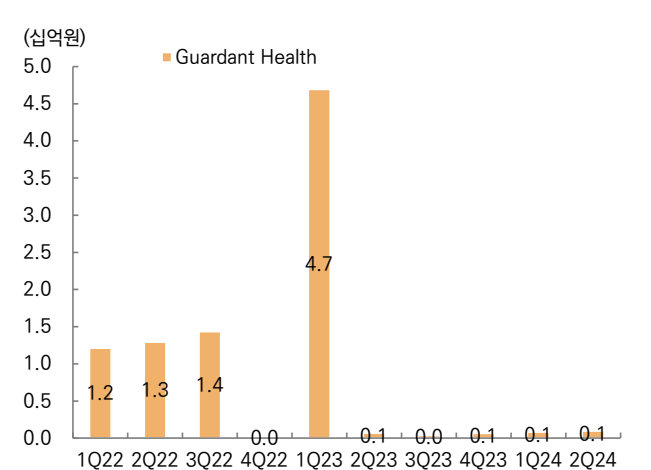
자료: 루닛, 미래에셋증권 리서치센터

그림 17. 볼파라가 보유한 누적 영상 데이터 추이



자료: 루닛, 미래에셋증권 리서치센터

그림 18. Lunit Scope의 주요 고객사 매출 추이



자료: 루닛, 미래에셋증권 리서치센터

리스크

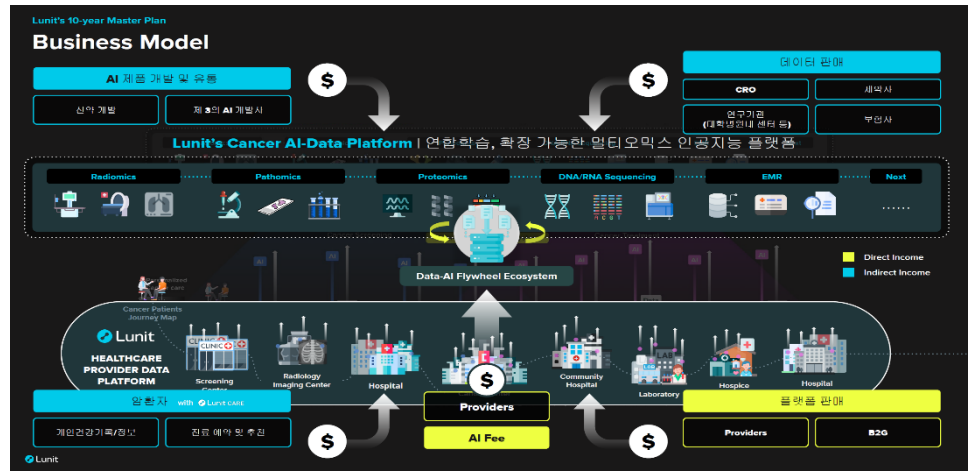
① 재무 리스크: 2Q24말 기준 현금성자산 1,078억원을 보유하고 있으며, 부채비율은 87%에 달한다. 현재 직전 6분기 잉여현금흐름이 평균 -117억원을 기록하고 있다. 향후 대규모 CAPEX가 필요하지 않다는 점은 긍정적이나, 잉여현금흐름을 개선시킬 필요가 있다. 2Q24말 기준 전환사채 446억원과 전환사채 관련 파생금융부채 1,026억원을 보유하고 있다.

② 사업적 리스크: Lunit Insight와 Lunit Scope 모두 특정 고객사 의존도가 매우 높은 상황이다. 현재 3개 기업에서 전체 매출의 75~88%가 발생하고 있다. Lunit Insight는 후지필름과 동국생명과학 외에 다른 파트너사들과의 사업 가시성에 대한 확인이 필요하다. 다만, Volpara Health 인수로 영상진단 사업부문이 대폭 강화된 점은 긍정적이다.

또한, 글로벌 파트너사들이 최근 자체적으로 AI 솔루션 역량을 확보하고 있는데 이에 대한 이해상충관계도 풀어야 할 숙제다. 디지털 병리사업부문은 글로벌 빅파마와의 제휴가능성은 존재하나 그 시기와 종류를 파악하기 어렵다. 디지털 병리 사업에서 가시적 성과를 보여줄 때까지 Volpara Health와의 시너지를 발생시키는 것이 중요해보인다.

③ 주가 리스크: 동사의 주가는 12개월 선행 P/S 18배로 글로벌 Peer (5배) 대비 고평가, 동사의 상장 이후 평균 (30배)대비 저평가 상태다. 현재 밸류에이션을 정당화하기 위해 매출이 빠르게 증가하거나, 무형자산가치가 가치평가에 반영될 수 있는 이벤트 혹은 추가 M&A가 필요하다.

그림 19. 루닛의 2033년 Master Plan



자료: 루닛, 미래에셋증권 리서치센터

그림 20. 암 선별검사 관련 Applications



자료: 루닛, 미래에셋증권 리서치센터

그림 21. 동반진단 관련 Applications



자료: 루닛, 미래에셋증권 리서치센터

루닛 (328130)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2020	2021	2022	2023
매출액	1	7	14	25
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	1	7	14	25
판매비와관리비	22	52	65	67
조정영업이익	-21	-46	-51	-42
영업이익	-21	-46	-51	-42
비영업손익	-63	-28	12	5
금융손익	-3	-2	0	1
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	-84	-74	-39	-37
계속사업법인세비용	0	0	0	0
계속사업이익	-84	-74	-39	-37
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-84	-74	-39	-37
지배주주	-84	-74	-39	-37
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	-84	-74	-39	-37
지배주주	-84	-74	-39	-37
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	-20	-44	-48	-38
FCF	-18	-33	-56	-38
EBITDA 마진율 (%)	-2,000.0	-628.6	-342.9	-152.0
영업이익률 (%)	-2,100.0	-657.1	-364.3	-168.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	-8,400.0	-1,057.1	-278.6	-148.0

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2020	2021	2022	2023
유동자산	22	90	68	230
현금 및 현금성자산	9	16	14	32
매출채권 및 기타채권	0	2	4	6
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	13	72	50	192
비유동자산	3	4	29	38
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	1	2	4	4
무형자산	0	0	2	2
자산총계	25	94	97	268
유동부채	153	88	9	13
매입채무 및 기타채무	1	5	2	8
단기금융부채	151	1	2	3
기타유동부채	1	82	5	2
비유동부채	3	4	19	20
장기금융부채	0	0	18	17
기타비유동부채	3	4	1	3
부채총계	156	92	28	33
지배주주지분	-131	2	69	235
자본금	0	5	6	14
자본잉여금	12	212	313	508
이익잉여금	-145	-219	-258	-295
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	-131	2	69	235

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2020	2021	2022	2023
영업활동으로 인한 현금흐름	-17	-33	-53	-36
당기순이익	-84	-74	-39	-37
비현금수익비용가감	67	36	-2	4
유형자산감가상각비	1	2	3	3
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	66	34	-5	1
영업활동으로인한자산및부채의변동	0	5	-12	-3
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	0	-2	-3	-3
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	1	4	-3	6
법인세납부	0	0	0	0
투자활동으로 인한 현금흐름	-13	-60	17	-146
유형자산처분(취득)	-1	-1	-3	-1
무형자산감소(증가)	0	0	-1	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-12	-59	23	-142
기타투자활동	0	0	-2	-3
재무활동으로 인한 현금흐름	2	100	35	200
장단기금융부채의 증가(감소)	57	-151	19	0
자본의 증가(감소)	11	203	102	204
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-66	48	-86	-4
현금의 증가	-27	7	-1	17
기초현금	36	9	16	14
기말현금	9	16	14	32

자료: 루닛, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2020	2021	2022	2023
P/E (x)	-	-	-	-
P/CF (x)	-	-	-	-
P/B (x)	-	-	5.5	10.0
EV/EBITDA (x)	-	-	-	-
EPS (원)	-6,850	-4,621	-1,672	-1,380
CFPS (원)	-1,386	-2,361	-1,760	-1,247
BPS (원)	-10,073	95	2,635	8,191
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	-	-	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	620.8	364.3	108.9	80.9
EBITDA증가율 (%)	-	-	-	-
조정영업이익증가율 (%)	-	-	-	-
EPS증가율 (%)	-	-	-	-
매출채권 회전율 (회)	11.7	9.0	6.1	5.8
재고자산 회전율 (회)	11.0	52.5	138.0	231.4
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	-263.6	-123.9	-41.0	-20.2
ROE (%)	88.4	114.6	-110.3	-24.2
ROIC (%)	-1,382.9	6,527.1	-441.1	-159.1
부채비율 (%)	-119.2	4,505.8	41.0	14.0
유동비율 (%)	14.4	102.3	720.4	1,801.0
순차입금/자기자본 (%)	-100.0	-4,248.7	-61.3	-85.8
조정영업이익/금융비용 (x)	-6.3	-19.6	-42.6	-21.0

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 해당 회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 본 자료에서 매매를 권유한 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.