

(Analyst) 김충현, CFA choonghyun.kim@miraeasset.com

MIRAE ASSET
 미래에셋증권

328130 · 의료장비 및 용품

루닛

실적은 아쉬우나, 할 수 있는 일이 참 많은 2024년

Not Rated

목표주가

-

상승여력

-

현재주가(23/11/23)

90,300원

KOSDAQ	815.98	시가총액(십억원)	1,118	발행주식수(백만주)	28	외국인 보유비중(%)	14.7
--------	--------	-----------	-------	------------	----	-------------	------

Report summary

매출 및 영업이익 모두 시장기대치 하회하는 실적 달성

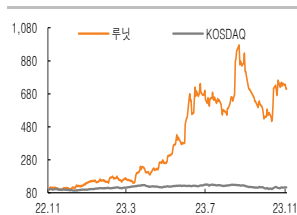
매출은 전년 대비 27% 감소하며 시장기대치를 하회했다. Lunit Insight가 전년 대비 3% 감소했으나, Lunit Scope가 전년 대비 93% 감소했다. 운영비용은 전년 대비 7% 증가하며 영업적자를 지속했다.

12개월 선행 P/S 기준 37배(지난 4월 밸리이후 31배)로 글로벌 Peer(6배) 대비 고평가

Lunit Insight 침투 의료기관 3,000개 돌파하였고, 2024년부터 본격적으로 국내 건강보험 시장 진입이 기대된다. Fuji Film외 다른 파트너사 매출은 2024년부터 점진적확대를 전망한다. Lunit Scope는 Guardant Health향 매출이 2분기 연속 크게 하락하였으나, 최초로 글로벌 제약사향 연구용 매출이 발생한 점은 긍정적이다. 추가 글로벌 파트너십 가능성은 여전히 유효한 것으로 보인다. 최근 유상증자로 2,000억원 이상의 현금이 유입되며 Cash Burn 우려를 크게 해소했다.

Key data

Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	31.6	160.9	575.2
상대주가	23.1	174.7	500.4

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	7	14	23	30	45
영업이익 (십억원)	-46	-51	-36	-35	-27
영업이익률 (%)	-657.1	-364.3	-156.5	-116.7	-60.0
순이익 (십억원)	-74	-39	-34	-30	-23
EPS (원)	-4,621	-1,672	-1,294	-667	-524
ROE (%)	114.6	-110.3	-22.4	-13.2	-11.8
P/E (배)	-	-	-	-	-
P/B (배)	-	5.5	10.7	19.2	21.6
배당수익률 (%)	-	0.0	0.0	0.0	0.0

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

3Q23 Review

매출 및 영업이익 모두 시장기대치 하회하는 실적 달성

매출액은 전년 대비 27% 감소한 33억원을 기록하며 시장기대치를 하회했다. 지역별로는 국내가 전년 대비 13% 감소한 3억원을 기록했고, 해외는 전년 대비 32% 감소한 29억원을 기록했다.

부문별로는 Lunit Insight가 전년 대비 3% 감소한 32억원을, Lunit Scope는 전년 대비 93% 감소한 1억원을 기록했다.

주요 고객사별로는 Fuji Film향 매출은 전년 대비 12% 감소한 22억원을 기록하며 해외 Lunit Insight 매출의 78%를 차지했다. 동국생명과학향 매출은 전년 대비 50% 감소한 1억원을 기록했으며, 국내 Lunit Insight 매출의 35%를 차지했다. 또한, Guardant Health향 매출은 전년 대비 97% 감소한 0.4억원을 기록했다. 기타고객 매출은 전년 대비 229% 증가한 9억원을 기록했다.

운영비용은 153억원으로 전년 대비 7% 증가하였으나, 전분기 대비 소폭 감소하였다. 이로 인해 영업적자 120억원을 기록하며 적자를 이어갔다. 주요 비용인 인건비는 전년 대비 2% 감소한 50억원, 연구개발비는 전년 대비 3% 감소한 34억원을, 지급수수료는 전년 대비 58% 증가한 23억원을 기록했다.

표 1. 3Q23 실적 비교표

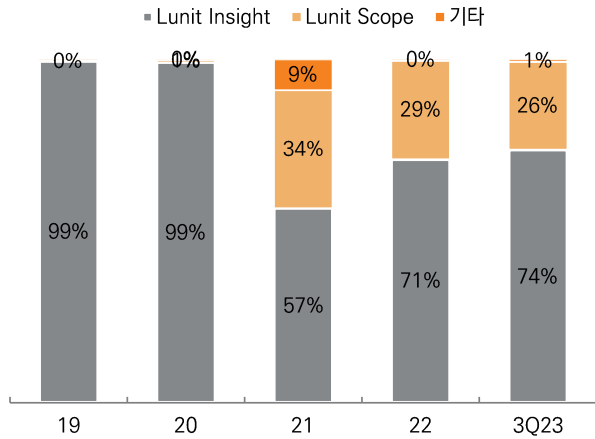
(십억원, %, %p)

	3Q22	2Q23	3Q23			성장률	
			확정실적	미래에셋증권	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	4.4	5.4	3.3	7.0	7.0	-26.5	-40.0
영업이익	-9.8	-10.0	-12.0	-8.8	-8.8	적지	적지
영업이익률 (%)	-221.3	-184.5	-368.1	-368.2	-125.7	적지	적지
순이익	-17.3	-10.0	-11.7	-9.0	-9.0	적지	적지

주: K-IFRS 기준

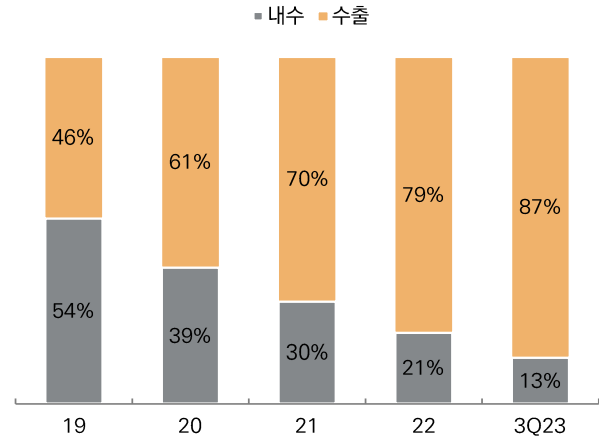
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 품목별 매출 비중 추이



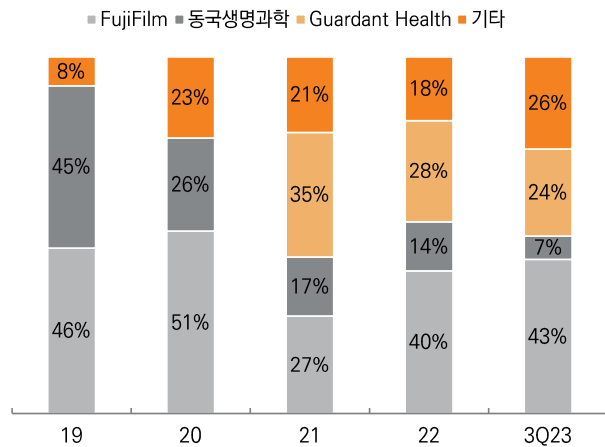
자료: 루닛, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 지역별 매출비중 추이



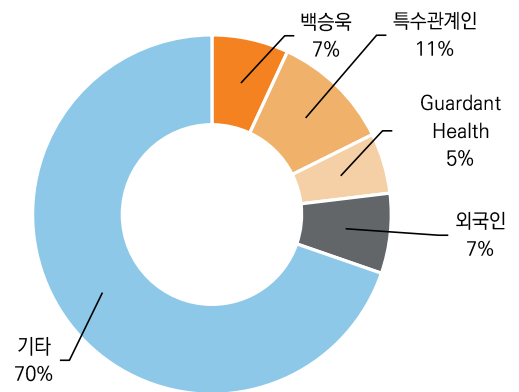
자료: 루닛, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 주요 고객사의 매출비중 추이



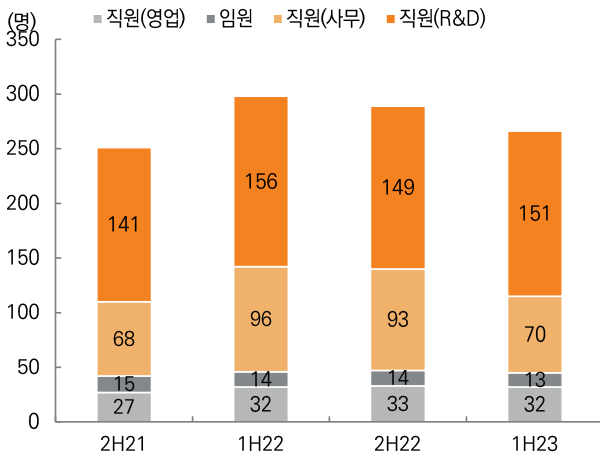
자료: 루닛, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 지분율



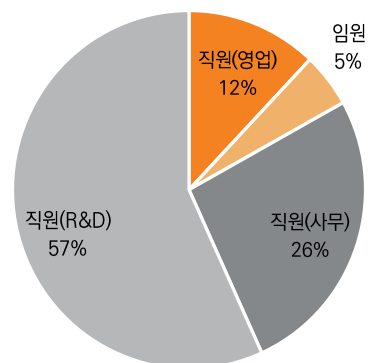
자료: 루닛, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 루닛 임직원수 추이



자료: 루닛, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 루닛의 임직원 수 비중 (1H23 기준)



자료: 루닛, 미래에셋증권 리서치센터

밸류에이션 및 투자전략

실적

동사의 2023년 실적은 매출 232억원(67% YoY), 영업적자 357억원(적자지속, OPM - 154%)을 예상한다.

① Lunit Insight: 동사는 판가가 높은 CAPEX 모델(영상기기 파트너 장비에 AI 솔루션이 내장되어 판매)로 판매되는 해외 매출이 외형성장을 주도하며 글로벌 의료기관 3,000개에 침투했다. Fuji Film과 동국생명과학 외 동사가 파트너십을 체결한 GE Healthcare, Hologic, Agfa, Philips 등으로부터의 매출은 2024년부터 점진적으로 확대될 것으로 예상한다.

2024년부터 국내 시장에서 CXR(폐암 솔루션)의 건강보험 관련 매출이 발생할 것으로 예상되며, MMG(유방암 솔루션)의 건강보험 시장 진입은 2024년 중으로 예상한다. 해외 시장에서는 최근 Lunit Insight DBT가 FDA 허가를 받으며, FDA 허가를 받은 솔루션을 3개로 늘렸다.

② Lunit Scope: 1Q23 Guardant Health의 일회성 기술료 매출 발생 후 2Q23과 3Q23 모두 Guardant Health향 매출이 크게 감소하였다. 다만, 3Q23 최초로 글로벌 제약사향 연구용 매출이 발생한 것은 긍정적이다. 동사는 글로벌 빅파마와의 추가 파트너십 가능성은 여전히 유효하나, 정확한 시점은 파악하기 어렵다.

운영비용에서 가장 큰 비중을 차지하는 인건비와 연구개발비는 2023년 각각 206억원 (-6% YoY), 132억원(-28% YoY)가 발생할 것으로 예상한다. 유상증자자금 활용 계획에서 연구개발비용 상승이 예정되어 있으나, 외형성장이 동시에 진행되는 점을 고려하면 여전히 인건비와 연구개발비가 전체 비용에서 차지하는 비중이 지속적으로 하락할 가능성은 높아 보인다.

표 2. 분기별 실적 전망 표

(십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	2022	2023F	2024F
매출액	3.0	2.5	4.4	3.9	11.0	5.4	3.3	3.5	13.9	23.2	30.3
Lunit Insight	1.8	1.2	3.3	3.6	6.2	5.1	3.2	3.3	9.8	17.8	19.4
Lunit Scope	1.2	1.3	1.4	0.0	4.7	0.3	0.1	0.2	4.0	5.4	10.9
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0
영업이익	-13.4	-13.7	-9.8	-13.7	-2.4	-10.0	-12.0	-11.3	-50.7	-35.7	-34.6
순이익(지배)	-21.8	15.3	-17.3	-15.4	-2.1	-10.0	-11.7	-10.7	-39.1	-34.5	-29.7
매출 성장률 (%)	452.2	190.2	288.9	-3.7	268.6	117.7	-26.5	-11.3	108.9	67.2	30.7
Lunit Insight	-	-	-	-	256.2	329.0	-3.2	-10.0	161.4	80.7	9.0
Lunit Scope	-	-	-	-	287.9	-73.1	-92.8	-	74.3	35.0	103.1
영업이익률 (%)	-451.0	-547.8	-221.3	-347.1	-21.8	-184.5	-368.2	-322.1	-365.3	-154.1	-114.3
순이익률 (지배, %)	-731.1	612.6	-388.4	-391.0	-19.0	-183.6	-359.1	-305.0	-282.1	-148.7	-98.1

자료: 루닛, 미래에셋증권 리서치센터

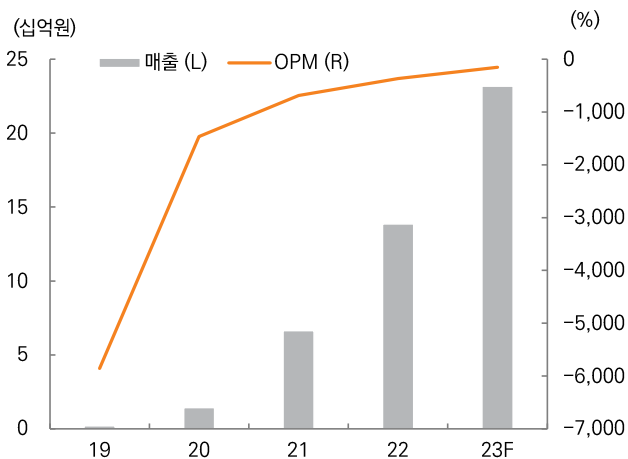
밸류에이션 및 리스크

① 재무 리스크: 현재 직전 4분기 잉여현금흐름이 평균 -92억원을 기록하고 있다. 향후 대규모 CAPEX가 필요하지 않다는 점은 긍정적이나, 현재 비용구조를 고려할 때 적어도 2025~2026년까지 흑자전환은 어려워보인다. Lunit Insight의 파트너사를 통한 해외시장 침투와 Lunit Scope의 글로벌 빅파마와 파트너십 계약 속도에 따라 영업적자 폭은 줄어들 가능성은 있다. 최근 유상증자에 성공하며 약 2,000억원 이상의 현금 이 유입되며, Cash Burn 우려를 크게 해소했다.

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. 또한, 글로벌 파트너사들이 최근 자체적으로 AI 솔루션 역량을 확보하고 있는데 이에 대한 이해상충관계도 풀어야 할 숙제다. Lunit Scope는 추가적인 글로벌 빅파마와의 제휴가능성은 존재하나 그 시기와 종류를 파악하기 어렵다.

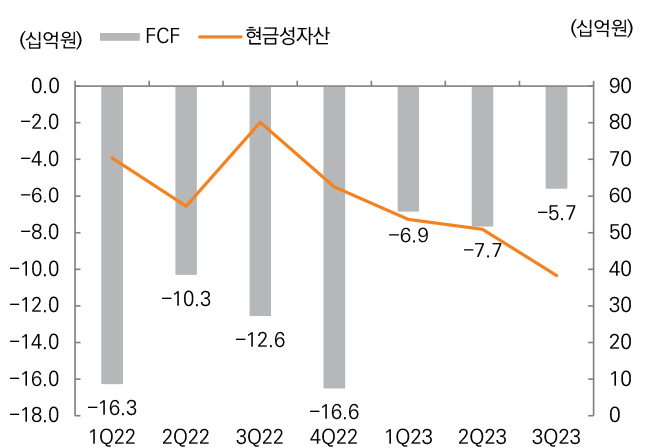
③ 주가 리스크: 동사의 주가는 12개월 선행 P/S 기준 37배(지난 4월 밸리이후 평균 31배)로 글로벌 Peer(6배) 대비 상당한 고평가 상태이다. 현재 밸류에이션을 정당화하기 위해 매출이 빠르게 증가하거나, 무형자산가치가 가치평가에 반영될 수 있는 이벤트가 필요하다.

그림 7. 매출 및 영업이익률 추이



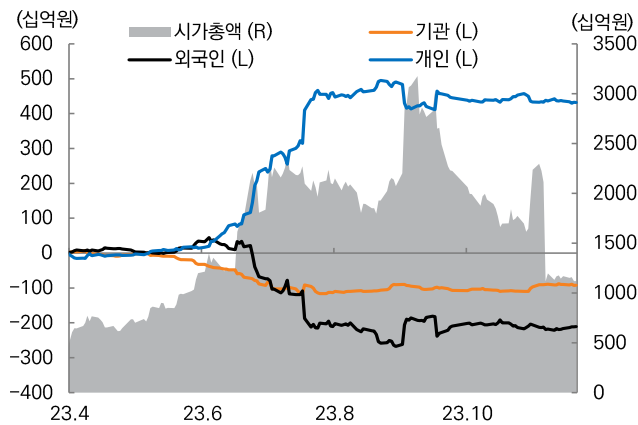
자료: 루닛, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. FCF 및 현금성자산 추이



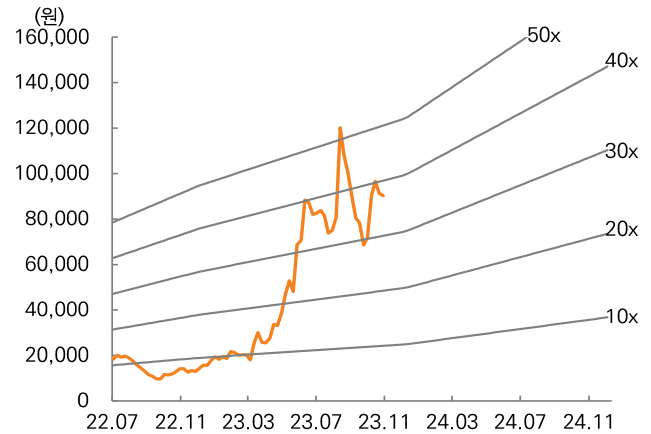
자료: 루닛, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 투자자별 순매수량 vs. 시가총액 추이



자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 12개월 선행 P/S 밴드 차트



자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. Global Peer Valuation

(십억원)

회사명	시가총액	영업이익률 (%)			PER (배)			P/S (배)			ROE (%)			매출(십억원)		
		22	23F	24F	22	23F	24F	22	23F	24F	22	23F	24F	22	23F	24F
JD Health	20,880	0.1	2.4	3.7	65.5	35.5	28.8	2.1	2.2	1.8	3.8	5.9	6.7	8,964.3	9,659.2	11,737
M3	14,155	30.5	30.8	31.5	33.6	31.6	28.0	7.0	6.6	5.9	15.7	16.5	16.7	2,231.9	2,141.9	2,385.1
Ali Health	10,454	0.5	1.1	2.5	107.6	85.1	51.9	2.1	1.8	1.5	3.6	4.3	5.9	5,113.3	5,647.6	6,717.0
R1 RCM	5,848	0.2	12.0	15.5	98.9	51.6	25.8	2.0	2.0	1.8	-1.3	2.4	4.4	2,334.5	2,927.1	3,314.8
Doximity Inc	5,930	29.9	42.8	42.8	42.2	30.4	28.1	10.6	9.7	8.9	14.1	18.8	19.2	548.8	609.9	671.7
텔라닥 헬스	3,672	-567.3	-9.6	-6.4	-	-	-	1.1	1.1	1.0	-95.9	-10.1	-9.3	3,110.5	3,374.8	3,591.0
Schrodinger	2,874	-81.1	-79.6	-46.6	-	49.5	-	11.0	9.9	7.1	8.6	11.5	-19.0	233.9	291.2	409.4
Ping An Health	3,386	-14.2	-14.3	-7.5	-	-	-	3.2	3.6	3.1	-3.2	-3.9	-1.9	1,181.5	933.4	1,083.1
GoodRx Holdings Inc	3,085	0.2	22.3	20.8	114.2	22.4	22.0	3.3	3.2	3.0	1.8	8.1	8.4	990.7	970.7	1,016.5
루닛	1,215	-365.3	-139.7	-30.2	-	-	-	140.9	85.1	46.0	-110	-25.3	-8.7	13.9	28.5	52.7
Definitive Healthcare	1,626	-18.5	27.3	27.8	183.8	26.2	29.5	3.7	5.0	4.6	-0.7	4.3	2.1	287.7	328.1	356.7
Hims & Hers Health	2,231	-13.0	-3.9	1.3	-	-	288.9	2.1	2.0	1.6	-11.2	-8.0	7.4	681.0	1,129.1	1,433.1
Phreesia Inc	1,121	-62.9	-36.1	-20.1	-	-	-	2.6	2.4	1.9	-51.2	-59.7	-60.0	364.1	468.9	606.9
넥스트젠 헬스케어	2,089	-0.6	13.8	15.3	42.6	21.6	18.3	2.3	2.2	2.1	-1.4	0.7	3.7	855.4	968.0	1,038.8
Multiplan Corp	1,090	-33.6	17.2	19.8	-	-	-	0.9	0.9	0.8	-33.9	-5.8	-8.7	1,395.4	1,251.8	1,306.3
Accolade Inc	790	-127.6	-28.5	-13.1	-	-	-	1.5	1.5	1.2	-30.0	-27.2	-69.4	472.9	533.1	636.6
Health Catalyst	578	-50.7	-39.8	-18.9	-	58.5	31.3	1.5	1.5	1.4	-30.1	2.0	4.6	357.0	380.3	423.9
American Well	441	-99.5	-223.1	-95.4	-	-	-	1.2	1.3	1.2	-86.7	-47.9	-46.3	358.2	333.9	351.4
뷰노	506	-185.7	-113.4	-0.4	-	-	-	32.7	39.9	19.7	-103.1	-88.7	-10.3	8.3	12.7	25.7
Sharecare Inc	433	-31.5	-27.6	-13.3	-	-	-	0.7	0.7	0.7	-21.7	-24.9	-12.7	571.8	593.0	645.7
Talkspace Inc	422	-69.5	-17.7	-3.0	-	-	-	2.5	2.2	1.8	-49.8	-18.6	-9.8	154.5	189.3	235.8
Renalytix PLC	32	-1,245	-551.4	-154	-	-	-	-	4.1	1.4	-	-928.7	158.2	4.5	7.7	23.0
Akili Inc	51	-28,073	-4,366	-458	-	-	-	44.8	30.5	3.6	-67.5	-72.8	-131.7	0.4	1.7	14.3
전체 평균		-1,347	-238.3	-29.8	86.0	41.2	55.2	12.7	9.5	5.3	-29.6	-54.2	-6.5	1,314.5	1,425.3	1,655.5

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. Lunit Scope 개요

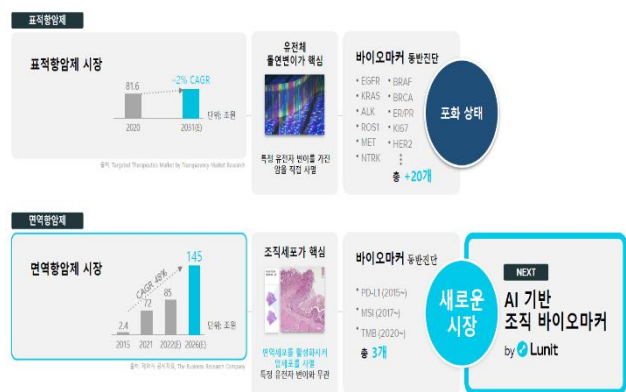
Lunit SCOPE, 신약개발의 게임체인저



자료: 루닛, 미래에셋증권 리서치센터

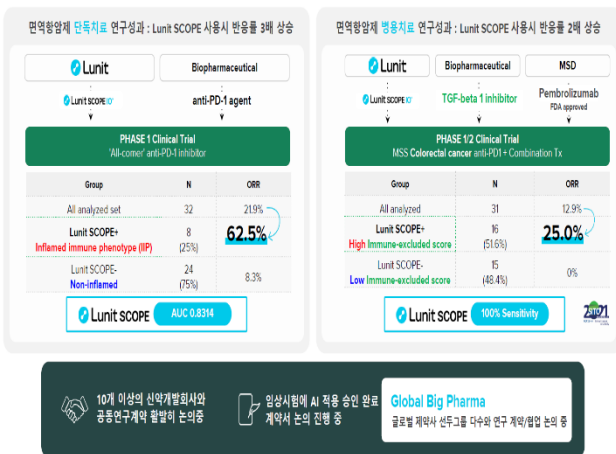
그림 12. 면역항암제 동반진단을 위한 영상 바이오마커 개발

암 치료의 Next Step은 면역항암제



자료: 루닛, 미래에셋증권 리서치센터

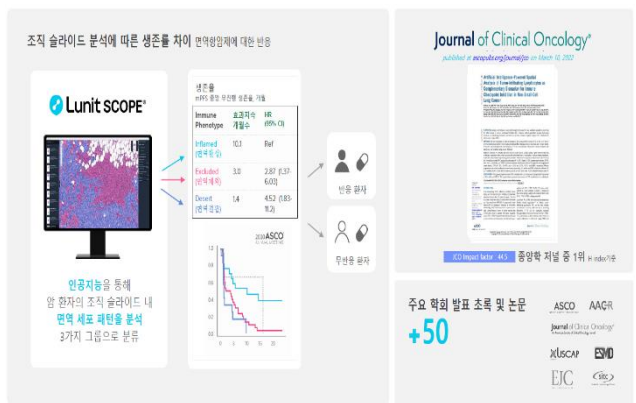
그림 13. 제약사와 협업 모델의 초기 성과



자료: 루닛, 미래에셋증권 리서치센터

그림 14. 면역항암제 동반진단을 위한 바이오마커 개발 관련 임상시험

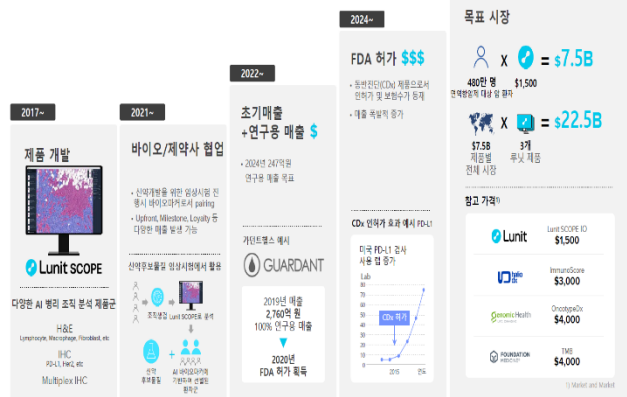
면역항암제 반응 환자를 정확하게 식별



자료: 루닛, 미래에셋증권 리서치센터

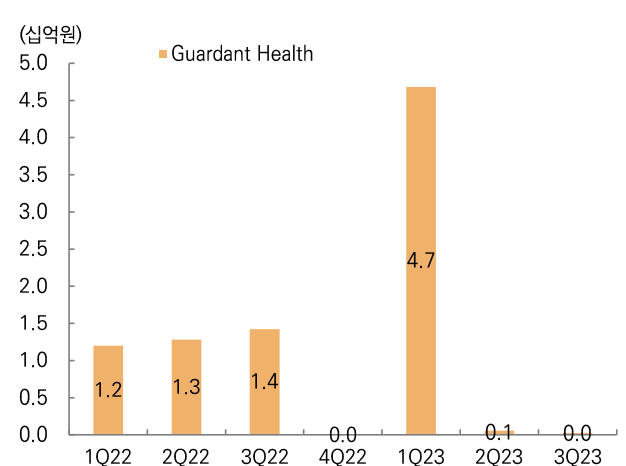
그림 15. Lunit Scope의 사업화 로드맵

사업화 로드맵



자료: 루닛, 미래에셋증권 리서치센터

그림 16. Lunit Scope의 주요 고객사 매출 추이



자료: 루닛, 미래에셋증권 리서치센터

그림 17. Lunit Insight 개요

Lunit INSIGHT, 정확하고 효율적인 암 검출



자료: 루닛, 미래에셋증권 리서치센터

그림 18. Lunit Insight 비즈니스 모델



자료: 루닛, 미래에셋증권 리서치센터

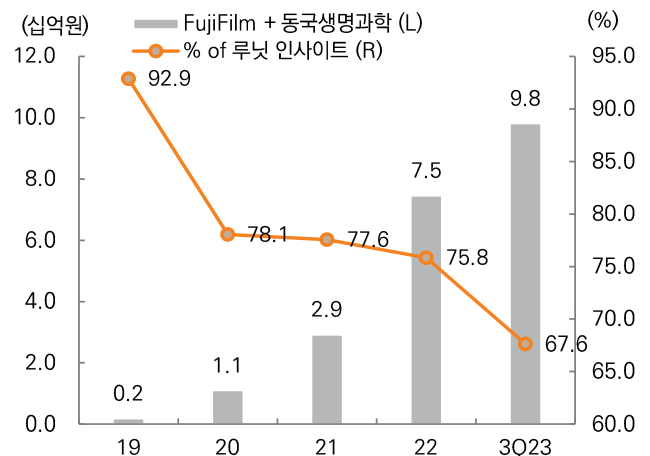
그림 19. Lunit Insight의 효용

조기 진단 | Chest X-ray(CXR, 흉부엑스레이) & Mammography(MMG, 유방촬영술)



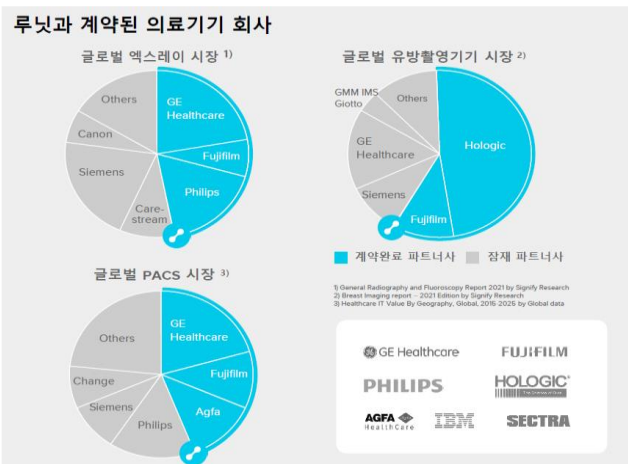
자료: 루닛, 미래에셋증권 리서치센터

그림 20. Lunit Insight의 매출 및 주요 고객사 비중 추이



자료: 루닛, 미래에셋증권 리서치센터

그림 21. Lunit Insight 글로벌 파트너십 체결 상대기업의 시장 점유율



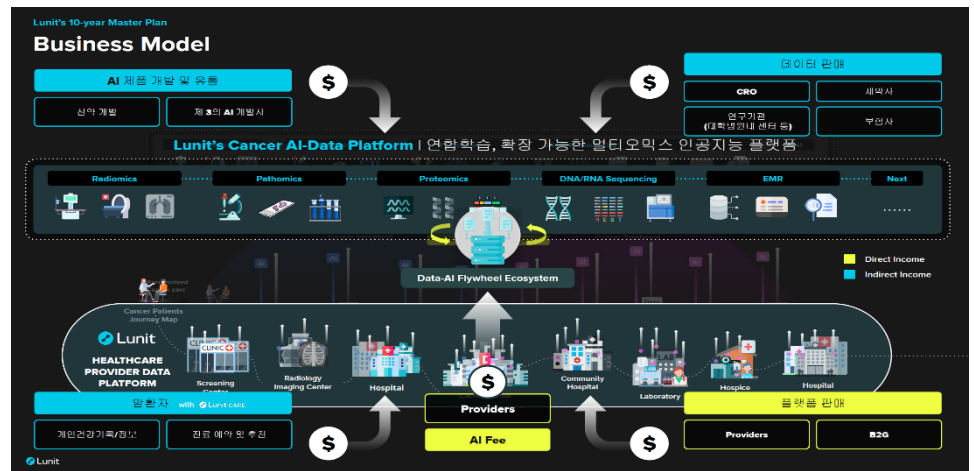
자료: 루닛, 미래에셋증권 리서치센터

그림 22. Lunit Insight의 목표 점유율 30%(X-ray 장비 기준 1.2만대)



자료: 루닛, 미래에셋증권 리서치센터

그림 23. 루닛의 2033년 Master Plan



자료: 루닛, 미래에셋증권 리서치센터

그림 24. 암 선별검사 관련 Applications



자료: 루닛, 미래에셋증권 리서치센터

그림 25. 동반진단관련 Applications



자료: 루닛, 미래에셋증권 리서치센터

루닛 (328130)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	14	23	30	45
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	14	23	30	45
판매비와관리비	65	59	65	72
조정영업이익	-51	-36	-35	-27
영업이익	-51	-36	-35	-27
비영업손익	12	2	5	4
금융손익	0	0	5	4
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	-39	-34	-30	-23
계속사업법인세비용	0	0	0	0
계속사업이익	-39	-34	-30	-23
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-39	-34	-30	-23
지배주주	-39	-34	-30	-23
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	-39	-34	-30	-23
지배주주	-39	-34	-30	-23
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	-48	-32	-31	-23
FCF	-56	-37	-33	-31
EBITDA 마진율 (%)	-342.9	-139.1	-103.3	-51.1
영업이익률 (%)	-364.3	-156.5	-116.7	-60.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	-278.6	-147.8	-100.0	-51.1

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	68	238	212	187
현금 및 현금성자산	14	213	183	153
매출채권 및 기타채권	4	5	8	9
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	50	20	21	25
비유동자산	29	30	31	32
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	4	4	4	4
무형자산	2	1	1	1
자산총계	97	268	243	220
유동부채	9	9	13	14
매입채무 및 기타채무	2	2	3	3
단기금융부채	2	5	7	11
기타유동부채	5	2	3	0
비유동부채	19	20	21	20
장기금융부채	18	18	18	18
기타비유동부채	1	2	3	2
부채총계	28	29	34	33
지배주주지분	69	239	210	186
자본금	6	14	14	14
자본잉여금	313	509	509	509
이익잉여금	-258	-293	-322	-346
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	69	239	210	186

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	-53	-35	-29	-27
당기순이익	-39	-34	-30	-23
비현금수익비용가감	-2	6	-1	0
유형자산감가상각비	3	3	4	4
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	-5	3	-5	-4
영업활동으로인한자산및부채의변동	-12	-6	-3	-8
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-3	-3	-2	-1
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-3	0	0	0
법인세납부	0	0	0	0
투자활동으로 인한 현금흐름	17	28	-5	-5
유형자산처분(취득)	-3	-2	-4	-4
무형자산감소(증가)	-1	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	23	32	-1	-1
기타투자활동	-2	-2	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	35	205	3	3
장단기금융부채의 증가(감소)	19	2	3	3
자본의 증가(감소)	102	205	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-86	-2	0	0
현금의 증가	-1	199	-31	-29
기초현금	16	14	213	183
기말현금	14	213	183	153

자료: 루닛, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	-	-	-	-
P/CF (x)	-	-	-	-
P/B (x)	5.5	10.7	19.2	21.6
EV/EBITDA (x)	-	-	-	-
EPS (원)	-1,672	-1,294	-667	-524
CFPS (원)	-1,760	-1,086	-686	-514
BPS (원)	2,635	8,410	4,706	4,182
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	108.9	67.2	30.7	48.4
EBITDA증가율 (%)	-	-	-	-
조정영업이익증가율 (%)	-	-	-	-
EPS증가율 (%)	-	-	-	-
매출채권 회전율 (회)	6.1	5.4	4.7	5.5
재고자산 회전율 (회)	138.0	322.5	376.5	297.6
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	-41.0	-18.9	-11.6	-10.1
ROE (%)	-110.3	-22.4	-13.2	-11.8
ROIC (%)	-441.1	-124.6	-105.2	-70.8
부채비율 (%)	41.0	11.9	16.0	17.8
유동비율 (%)	720.4	2,653.4	1,620.1	1,370.0
순차입금/자기자본 (%)	-61.3	-86.9	-83.0	-76.2
조정영업이익/금융비용 (x)	-42.6	-17.7	-16.2	-11.9

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.