

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

MIRAE ASSET
 미래에셋증권

338220 · 의료장비 및 용품

뷰노

무럭무럭 잘 자라고 있는 Deep CARS

Not Rated

목표주가

-

상승여력

-

현재주가(23/11/22)

42,100원

KOSDAQ	814.61	시가총액(십억원)	506	발행주식수(백만주)	12	외국인 보유비중(%)	1.8
--------	--------	-----------	-----	------------	----	-------------	-----

Report summary

매출액 전년대비 328% 상승, 영업적자 지속

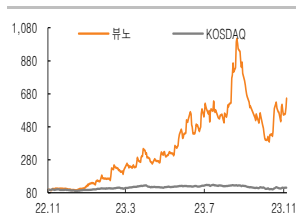
동사의 매출액은 전년대비 328% 증가한 36억원을 기록하였으나, 시장기대치는 하회했다. 예후예측 솔루션(Deep CARS)이 전분기대비 40% 증가한 26억원을 기록하며 외형성장을 견인했다. 적자가 지속되며 영업적자 21억원을 기록했다.

12개월 선행 P/S 23배로 동사의 지난 2년 평균(14배) 및 글로벌 Peer(6배) 대비 고평가 상태

주력인 Deep CARS의 병원고객이 누적 57개를 넘어섰다. 연말까지 누적 65개 병원을 확보하는 것은 크게 문제없어 보인다. Deep CARS는 반복매출 구조라 고객 기반이 늘어날수록 외형확대에 유리하다. Deep CARS의 FDA 허가시점은 2024년 하반기경으로 예상된다. 또한, 진단솔루션 영역에서는 뇌정량화 솔루션인 뷰노메드 딥브레인의 FDA 승인 이후 보험적용을 위한 CPT코드 부여 작업이 시작되었고, 파트너인 M3와의 흉부 CT 판독보조 솔루션 일본시장 침투도 기대된다.

Key data

Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	62.5	110.6	584.6
상대주가	53.5	120.3	498.5

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	2	8	13	23	29
영업이익 (십억원)	-18	-15	-14	-4	-1
영업이익률 (%)	-900.0	-187.5	-107.7	-17.4	-3.4
순이익 (십억원)	-20	-16	-12	-4	-2
EPS (원)	-1,790	-1,369	-875	-323	-156
ROE (%)	-86.6	-75.9	-88.3	-84.8	-110.7
P/E (배)	-	-	-	-	-
P/B (배)	9.4	4.4	77.7	191.9	668.2
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

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

3Q23 실적 Review

매출액 시장기대치 하회, 영업적자 지속

동사의 매출액은 전년대비 328% 증가한 36억원을 기록하며 시장기대치를 하회했다. 지역별로는 국내가 전년대비 330% 증가한 33억원, 아시아가 전년대비 300% 증가한 3억을 기록했다. 품목별로는 진단솔루션이 전년대비 23% 증가한 6억원, 예후예측 솔루션은 전분기대비 40% 증가한 26억원, 상품은 전분기 대비 2% 감소한 4억원을 기록했다.

주요 비용으로는 인건비가 전년대비 69% 감소한 8억원을 기록했는데, 이는 지난 분기 대표집행임원에게 부여되었던 PSU(Phantom Stock Unit) 보상 프로그램을 대표집행 임원이 포기하면서 해당 비용을 환입하는 것으로 회계처리 했기 때문이다. 이를 반영한 조정급여는 전년대비 28% 감소한 19억원을 기록했다. 또한, 지급수수료가 전년대비 224% 증가한 21억원, 광고선전비가 전년대비 49% 증가한 2억원을 기록했다. 이로 인해 영업적자 21억원으로 적자를 지속하며 시장기대치를 하회했다.

표 1. 3Q23 실적 비교표

(십억원, %, %p)

	3Q22	2Q23	3Q23			성장률	
			확정실적	미래에셋증권	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	0.8	3.0	3.6	4.3	3.9	327.5	18.7
영업이익	-4.6	-5.8	-2.1	-0.7	-1.9	적지	적지
영업이익률 (%)	-556.3	-192.3	-59.9	-16.3	-47.4	496.5	132.4
순이익	-4.6	-2.6	-2.3	-0.8	-2.0	적지	적지

주: K-IFRS 기준

자료: 미래에셋증권 리서치센터

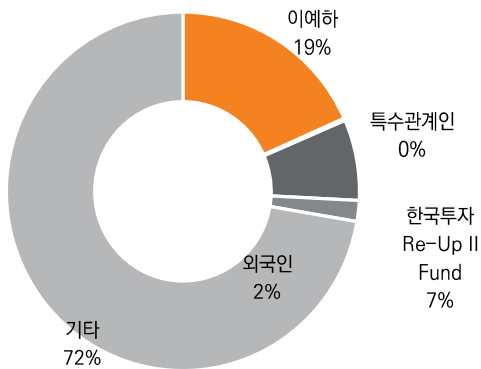
표 2. 분기별 실적 전망표

(십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	2022	2023F	2024F
매출액	0.5	0.6	0.8	6.3	1.8	3.0	3.6	4.3	8.3	12.7	23.1
진단 솔루션	0.4	0.4	0.5	2.2	0.4	0.4	0.6	0.8	3.6	2.1	3.0
예후/예측 솔루션	-	-	0.2	0.7	1.2	1.9	2.6	3.2	0.9	8.9	18.4
기타	0.1	0.2	0.1	3.4	0.2	0.8	0.4	0.4	3.8	1.7	1.7
영업이익	-5.8	-5.5	-4.6	0.6	-4.3	-5.8	-2.1	-2.3	-15.4	-14.5	-3.9
순이익(지배)	-5.8	-5.6	-4.6	0.3	-4.3	-2.6	-2.3	-2.4	-15.7	-11.6	-4.5
매출 성장률 (%)	93.8	38.3	152.9	420.7	258.8	385.6	327.3	-31.5	268.3	53.3	81.8
진단 솔루션	68.9	19.3	62.4	173.0	-13.6	-16.9	22.6	-65.5	106.6	-41.8	44.2
예후/예측 솔루션	-	-	-	-	-	-	1,028.6	364.7	-	871.5	106.6
영업이익률 (%)	-1,167.1	-893.6	-556.3	9.3	-241.6	-192.3	-59.9	-52.0	-185.7	-114.0	-16.9
순이익률 (지배, %)	-1,172.2	-904.4	-551.0	5.4	-240.8	-88.2	-63.6	-54.8	-189.3	-91.3	-19.4

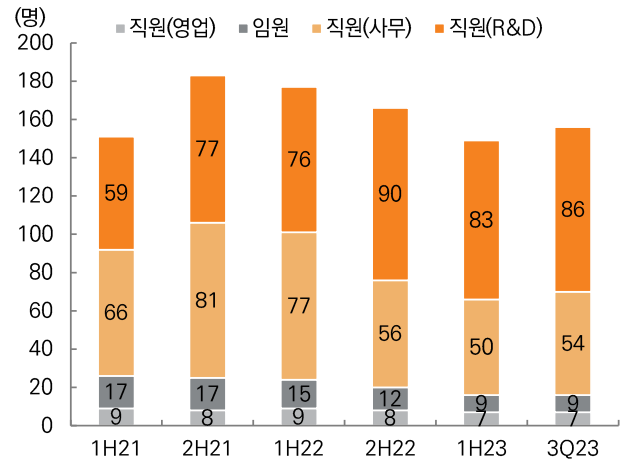
자료: 뷰노, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 지분율



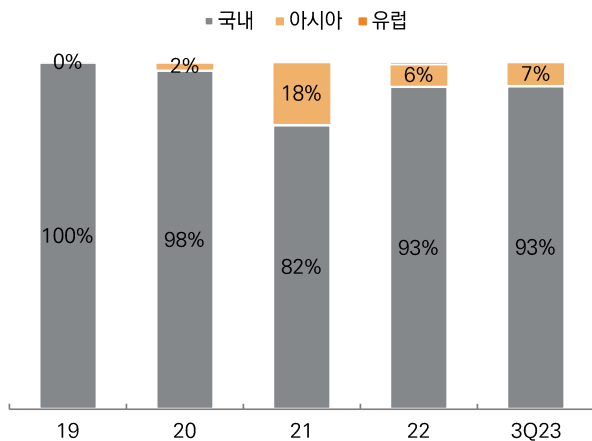
자료: 뷰노, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 뷰노의 임직원수 추이



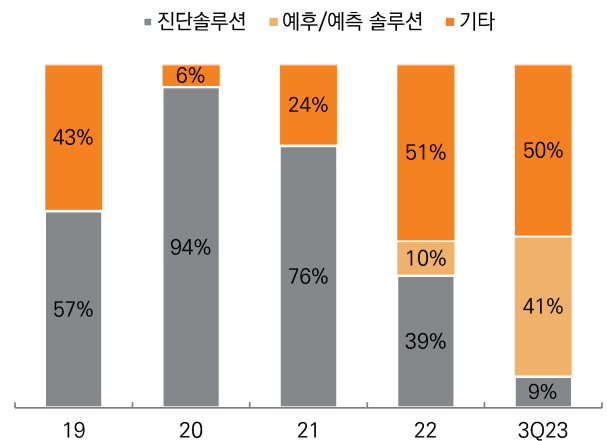
자료: 뷰노, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 지역별 매출 비중



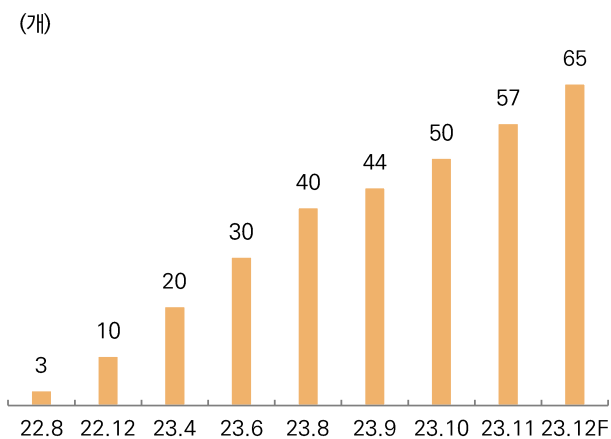
자료: 뷰노, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 품목별 매출비중



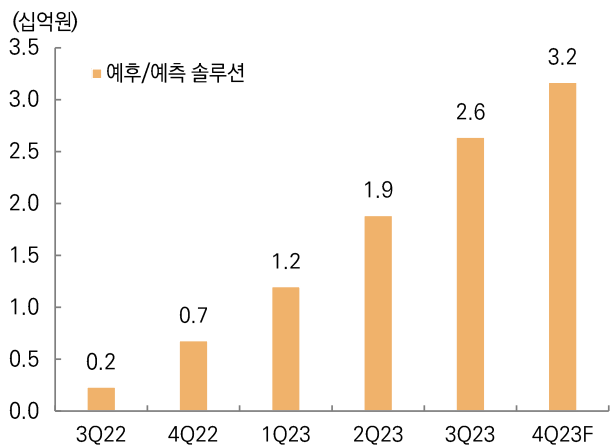
자료: 뷰노, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. VUNO MED Deep CARS 국내 고객 수 추이 및 전망



자료: 뷰노, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 예후/예측 솔루션 매출 추이 및 전망



자료: 뷰노, 미래에셋증권 리서치센터

밸류에이션 및 투자전략

실적

동사의 2023년 실적은 매출 127억원(53% YoY), 영업 적자 145억원(적자지속, OPM -114%)을 기록할 것으로 예상된다. 동사의 실적을 견인하는 것은 예후예측 솔루션인 Deep CARS다. VUNO Deep CARS는 일반 병동 입원환자의 4가지 활력 징후(수축/이완기 혈압, 맥박수, 호흡수, 체온)을 기반으로 심정지 발생 위험도를 점수(0~100점)를 표시하여 24시간 내 환자의 심정지 발생 위험을 예측하는 의료 AI 솔루션이다.

2022년 5월, 국내 AI의료기기 최초로 선진입 의료기술로 확정되어 2022년 8월부터 국내 비급여 시장에 진입했다. 동사는 11월 현재까지 국내 시장에서 57개 병원을 Deep CARS 고객으로 확보하였다. 연말까지 누적 기준 65개 병원을 확보하는 것은 큰 문제가 없어보인다.

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 종합병원을 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. Deep CARS의 FDA 허가 시점은 2024년 하반기로 예상된다.

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

흉부 CT 판독 보조 솔루션은 일본 M3와 협업을 통해 일본 시장에 침투하고 있다. 일본 규제 당국은 2022년부터 의료AI를 활용한 영상진단에 가산 수가(기존 수가 300점 + 가산 수가 40점)를 부여하여 의료AI 솔루션 도입을 장려하고 있다. 현재 시범 사업에서 유료 전환이 점진적으로 진행되고 있다.

또한, AI기반 뇌 정량화 솔루션인 뷰노메드 딥브레인인 지난 10월 FDA 허가를 받았으며, 의료수가 산정 및 보험급여 적용을 위한 기초 작업인 CPT코드를 부여받기 위한 작업이 진행 중인 것으로 알려져있다.

밸류에이션 및 리스크

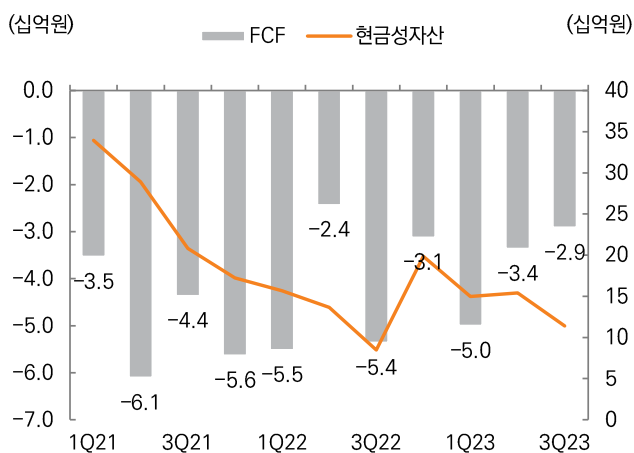
① **재무 리스크:** 현재 비용구조를 고려할 때 적어도 24년 상반기까지 흑자전환은 어려워 보인다. Deep CARS의 신규고객 유치 속도와 진단 솔루션의 일본 시장 침투 속도에 따라 영업 적자폭은 줄어들 가능성이 있다. 흑자전환 시기가 지연될수록 자본잠식을 막기 위한 재무이벤트가 필요할 수 있다. 3Q23말 기준 현금성 자산(단기금융상품 포함)은 149억원을 보유하고 있다. 향후 대규모 CAPEX가 필요하지 않다는 것은 긍정적이다.

② **사업적 리스크:** 매출의 92~94%가 내수시장에서 발생할 정도로 내수시장 의존도가 높다. 세부 분야는 다르지만, 성숙기에 접어든 PACS나 EMR 같은 다른 Health IT 업체들의 국내 매출은 320~670억원 수준을 형성하고 있다. 이런 점을 고려할 때 지속적인 외형확대를 위해서는 해외시장 진출이 반드시 필요하다.

동사는 흉부 CT 영상진단 보조 솔루션인 VUNO MED-Lung CT로 일본의 M3와 협업 하에 일본시장에 진출하였고, 뇌정량화 솔루션인 뷰노메드 딥브레인이 FDA 허가를 받았으며, 예후예측 솔루션인 Deep CARS는 미국 FDA의 혁신 의료기기로 지정되어 미국 진출 시기가 앞당겨질 것으로 예상됨에 따라 앞으로 해외매출 비중은 증가할 것으로 보인다.

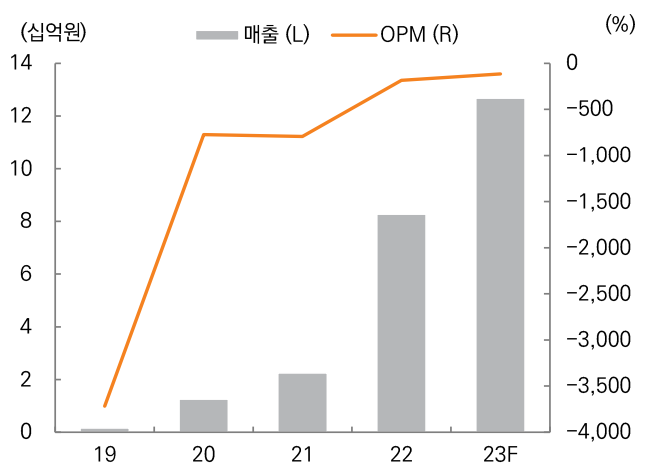
③ **주가 리스크:** 동사의 주가는 12개월 선행 P/S 기준 23배로 동사의 지난 2년 평균(14배)과 글로벌 Peer(6배) 대비 상당히 고평가 상태다. 현재 밸류에이션을 정당화하기 위해 매출이 빠르게 증가하거나, 무형자산가치가 가치평가에 반영될 수 있는 이벤트가 필요하다.

그림 7. 뷰노 FCF 추이



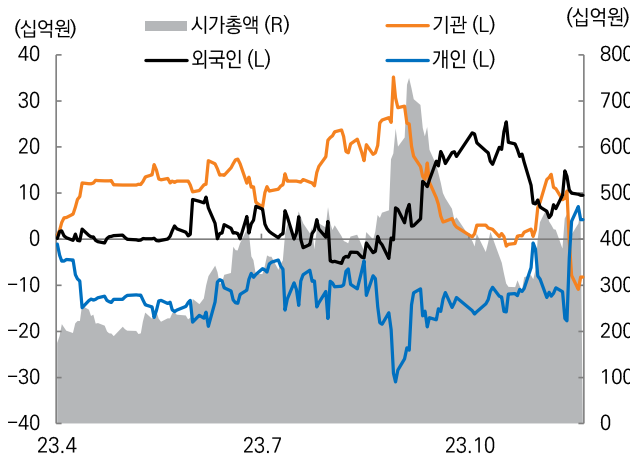
자료: 뷰노, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 매출 및 영업이익률 추이



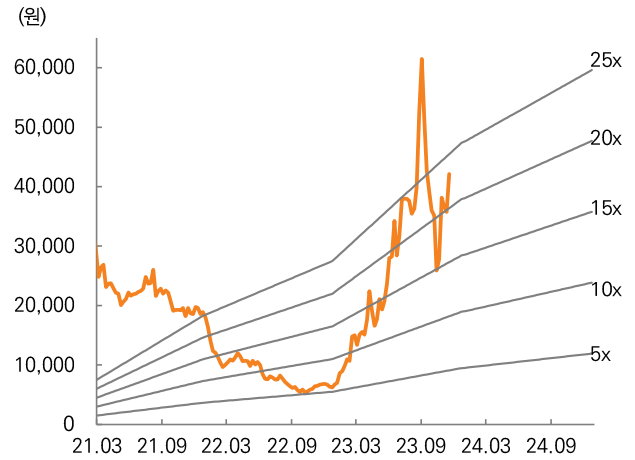
자료: 뷰노, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 투자자별 순매수량 vs. 시가총액 추이



자료: QuantWise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 12개월 선행 PSR 밴드 차트



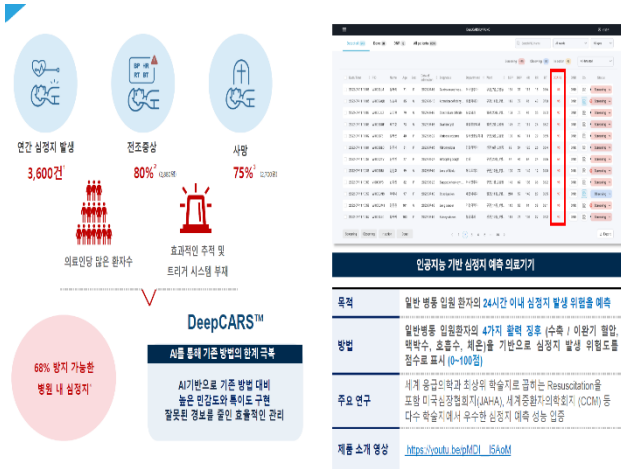
자료: QuantWise, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. Global Peer Valuation

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	20,778	0.1	2.4	3.7	65.4	35.5	28.8	2.1	2.1	1.8	3.8	5.9	6.7	8,964	9,610	11,756
M3	14,224	30.5	30.8	31.5	33.6	31.5	28.0	6.9	6.6	5.9	15.7	16.5	16.7	2,232	2,142	2,385
Ali Health	10,507	0.5	1.1	2.5	108.2	82.3	50.9	2.2	1.8	1.6	3.6	4.3	5.9	5,113	5,660	6,704
Doximity Inc	5,792	29.9	42.8	42.8	41.3	29.8	27.5	10.4	9.6	8.7	14.1	18.8	19.2	549	610	672
R1 RCM	5,685	0.2	11.9	15.4	96.5	50.3	25.2	2.0	1.9	1.7	-1.3	2.4	4.4	2,334	2,937	3,326
텔레라드 헬스	3,630	-567.3	-9.6	-6.3	-	-	-	1.1	1.1	1.0	-95.9	-10.1	-9.3	3,110	3,386	3,600
Ping An Health	3,396	-14.2	-14.5	-7.6	-	-	-	3.2	3.6	3.1	-3.2	-3.9	-1.9	1,181	923	1,070
GoodRx Holdings Inc	2,942	0.2	22.3	20.8	15,702	21.4	21.0	3.1	3.0	2.9	1.8	8.1	8.4	991	971	1,017
Schrodinger	2,738	-81.1	-79.6	-46.6	-	47.4	-	10.5	9.5	6.8	8.6	11.5	-19.0	234	291	409
Hims & Hers Health	2,082	-13.0	-3.9	1.3	-	-	270.7	2.0	1.8	1.5	-11.2	-8.0	7.4	681	1,129	1,433
넥스트젠 헬스케어	2,082	-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	968	1,039
Definitive Healthcare	1,596	-18.5	27.3	27.8	181.1	25.8	29.0	3.6	4.9	4.5	-0.7	4.3	2.1	288	328	357
루닛	1,257	-365.3	-139.7	-30.2	-	-	-	145.9	88.1	47.7	-110.3	-25.3	-8.7	14	29	53
Phreesia Inc	1,100	-62.9	-36.1	-20.1	-	-	-	2.6	2.4	1.9	-51.2	-59.7	-60.0	364	469	607
Multiplan Corp	1,052	-33.6	17.2	19.8	-	-	-	0.8	0.8	0.8	-33.9	-5.8	-8.7	1,395	1,252	1,306
Accolade Inc	778	-127.6	-28.6	-13.1	-	-	-	1.5	1.5	1.2	-30.0	-27.2	-69.4	473	533	637
Health Catalyst	562	-50.7	-39.8	-18.9	-	57.1	30.5	1.4	1.5	1.3	-30.1	2.0	4.6	357	380	424
뷰노	464	-185.7	-113.4	-0.4	-	-	-	30.0	36.6	18.1	-103.1	-88.7	-10.3	8	13	26
American Well	451	-99.5	-225.5	-96.1	-	-	-	1.3	1.3	1.3	-86.7	-47.9	-46.3	358	335	353
Sharecare Inc	425	-31.5	-27.6	-13.3	-	-	-	0.7	0.7	0.7	-21.7	-24.9	-12.7	572	593	646
Talkspace Inc	405	-69.5	-17.7	-3.0	-	-	-	2.5	2.1	1.7	-49.8	-18.6	-9.8	155	189	236
Akili Inc	51	-28,073	-4,366	-458.3	-	-	-	45.0	30.7	3.6	-67.5	-72.8	-131.7	0	2	14
Renalytix PLC	32	-1,244.6	-545.4	-148.4	-	-	-	-	3.8	1.2	-	-863.3	598.1	5	9	26
전체 평균		-1,346	-238.2	-29.6	2,033	40.3	53.0	12.8	9.5	5.3	-29.6	-51.4	12.6	1,315	1,424	1,656

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. VUNO MED Deep CARS 개요



자료: 뷰노, 미래에셋증권 리서치센터

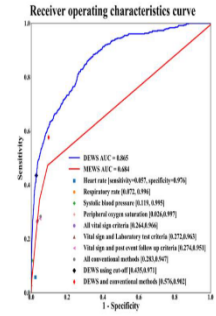
그림 12. VUNO MED Deep CARS의 임상 연구 결과

• 임상연구 결과-모델 검증 연구

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

• 단일 팔력징후 및 Lab test 지표의 심정지 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
팔력징후 or Lab test	0.272	0.963



자료: 뷰노, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. VUNO MED Deep CARS, FDA 혁신 의료기기 지정

뷰노메드 딥카스™, 미국 FDA 혁신의료기기 지정

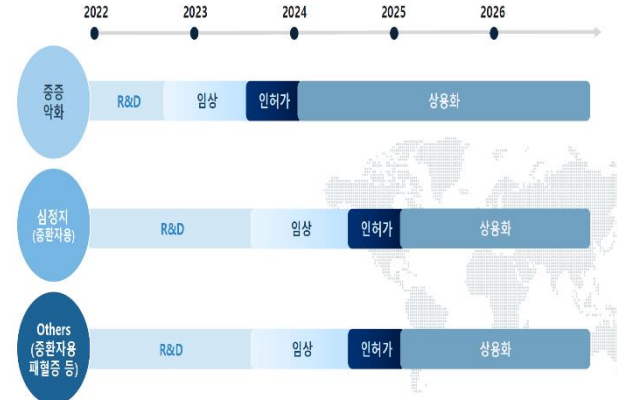
2023. 06. 08



자료: 뷰노, 미래에셋증권 리서치센터

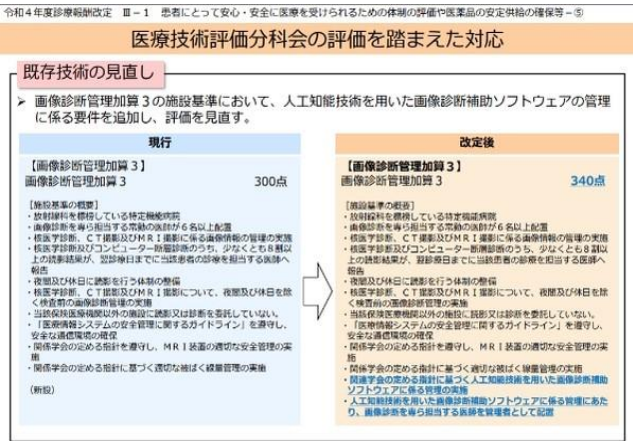
그림 14. 예측/예후 솔루션의 파이프라인

• Next pipeline



자료: 뷰노, 미래에셋증권 리서치센터

그림 15. 일본 영상진단 수가제도



자료: 후생노동성, 미래에셋증권 리서치센터

그림 16. Vuno 진단솔루션 전략



자료: 뷰노, 미래에셋증권 리서치센터

뷰노 (338220)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	8	13	23	29
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	8	13	23	29
판매비와관리비	24	27	27	30
조정영업이익	-15	-14	-4	-1
영업이익	-15	-14	-4	-1
비영업손익	-1	2	0	-1
금융손익	0	0	-1	-1
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	-16	-12	-4	-2
계속사업법인세비용	0	0	0	0
계속사업이익	-16	-12	-4	-2
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-16	-12	-4	-2
지배주주	-16	-12	-4	-2
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	-16	-12	-4	-2
지배주주	-16	-12	-4	-2
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	-14	-13	-3	-1
FCF	-16	-13	-2	0
EBITDA 마진율 (%)	-175.0	-100.0	-13.0	-3.4
영업이익률 (%)	-187.5	-107.7	-17.4	-3.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	-200.0	-92.3	-17.4	-6.9

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	23	17	17	17
현금 및 현금성자산	10	10	8	8
매출채권 및 기타채권	1	3	4	5
재고자산	0	0	1	1
기타유동자산	12	4	4	3
비유동자산	12	8	8	8
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	5	4	3	2
무형자산	1	1	0	0
자산총계	35	25	24	25
유동부채	14	15	18	21
매입채무 및 기타채무	1	2	3	3
단기금융부채	10	10	10	11
기타유동부채	3	3	5	7
비유동부채	3	3	3	3
장기금융부채	2	2	2	2
기타비유동부채	1	1	1	1
부채총계	17	17	21	24
지배주주지분	19	8	3	1
자본금	1	1	1	1
자본잉여금	80	81	81	81
이익잉여금	-64	-76	-80	-83
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	19	8	3	1

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	-16	-13	-2	0
당기순이익	-16	-12	-4	-2
비현금수익비용가감	0	1	2	2
유형자산감가상각비	1	1	1	1
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	-1	0	1	1
영업활동으로인한자산및부채의변동	-1	-2	1	1
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	0	-1	-1	-1
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-1	0	0	0
법인세납부	0	0	0	0
투자활동으로 인한 현금흐름	7	10	-1	-1
유형자산처분(취득)	0	0	0	0
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	3	9	0	0
기타투자활동	4	1	-1	-1
재무활동으로 인한 현금흐름	14	0	1	0
장단기금융부채의 증가(감소)	4	0	1	0
자본의 증가(감소)	12	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-2	0	0	0
현금의 증가	5	0	-2	0
기초현금	5	10	10	8
기말현금	10	10	8	8

자료: 뷰노, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	-	-	-	-
P/CF (x)	-	-	-	-
P/B (x)	4.4	77.7	191.9	668.2
EV/EBITDA (x)	-	-	-	-
EPS (원)	-1,369	-875	-323	-156
CFPS (원)	-1,370	-810	-201	-40
BPS (원)	1,430	542	219	63
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 (%)	268.1	53.3	81.8	25.9
EBITDA증가율 (%)	-	-	-	-
조정영업이익증가율 (%)	-	-	-	-
EPS증가율 (%)	-	-	-	-
매출채권 회전율 (회)	6.9	6.3	6.7	6.4
재고자산 회전율 (회)	68.7	36.2	42.0	40.1
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	-44.1	-38.4	-18.1	-8.8
ROE (%)	-75.9	-88.3	-84.8	-110.7
ROIC (%)	-385.3	-443.2	-167.3	-227.4
부채비율 (%)	89.3	232.8	702.5	2,780.8
유동비율 (%)	171.8	114.7	90.4	83.1
순차입금/자기자본 (%)	-44.7	-16.8	53.8	269.5
조정영업이익/금융비용 (x)	-41.6	-15.1	-4.0	-1.5

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.