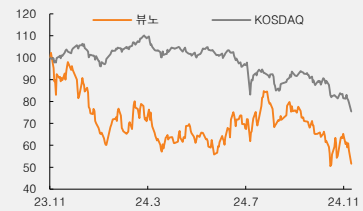


Not Rated

목표주가	—
현재주가(24/12/9)	23,000원
상승여력	—

영업이익(24F,십억원)	-7
Consensus 영업이익(24F,십억원)	0
EPS 성장률(24F,%)	적지
MKT EPS 성장률(24F,%)	74.0
P/E(24F,x)	—
MKT P/E(24F,x)	9.9
KOSDAQ	627.01
시가총액(십억원)	319
발행주식수(백만주)	14
유동주식비율(%)	83.5
외국인 보유비중(%)	1.1
베타(12M) 일간수익률	1.31
52주 최저가(원)	22,500
52주 최고가(원)	43,650

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-16.7	-21.4	-44.2
상대주가	-1.2	8.6	-26.1



[첨단의료기기/디지털헬스]

박선영

seunyoung.park@miraeeasset.com

김충현, CFA

choonghyun.kim@miraeeasset.com

338220 · 의료장비 및 용품

뷰노

다소 지연되었으나 달라진 건 없다

3Q24 Review: 매출액 전년 대비 92% 상승했으나 컨센서스 하회

동사의 매출액은 69억원(+92% YoY)을 기록하였으나, 컨센서스는 하회하였다. 3분기기에 예상 대비 부진했던 것은 추석 연휴의 영향으로 병원 고객 증가가 지연 등의 일시적 영향에 의한 것으로 보인다.

품목별로는 심정지 예측솔루션인 딥카스(Deep CARS)가 59억원(+123% YoY)을 기록하였다. 딥카스는 3Q22 출시 후 매분기 매출이 증가하며 외형성장을 견인하고 있다. 딥카스를 도입한 국내병원은 12월 4일 기준 103개(상급병원 18개, 일반병원 85개)를, 총 병상수는 42,000개 이상을 넘어섰다. 빠르면 연내, 늦어도 내년 초에는 빅 5 병원 중 하나를 추가로 확보할 것을 기대하고 있다. 이 외에 진단솔루션이 5억원(-19% YoY), 기타 매출은 5억원(+40% YoY)을 기록했다. 지역별로 국내 매출은 68억원(+105% YoY)을, 해외 매출은 1억원(-59% YoY)을 기록했다.

주요 비용으로는 인건비가 24억원(+23% YoY)을 기록했고, 지급수수료가 37억원(+72% YoY), 연구개발비가 13억원(+6% YoY)을 기록했다. 이로 인해 영업손실은 28억원으로 영업적자를 지속했다. 조정 EBITDA는 -21억원을 기록했다.

12개월 선행 P/S 9배로 글로벌 Peer 대비 고평가 상태

동사는 내년 1분기에 분기 BEP 달성을 목표로 하고 있다. 2025년에는 상반기 중 딥카스의 FDA 승인이 기대되며, 지난해 10월 FDA 허가를 획득한 딥브레인의 본격적인 미국 매출이 상반기부터 발생하는 것이 기대됨에 따라 연간 당기순이익을 달성하는 것을 목표하고 있다.

특히, 딥카스는 작년 6월 FDA로부터 혁신의료기기(BDD)로 지정받았으며, 동사는 FDA 510(k) 본 승인이 내년 상반기 중 마무리될 것으로 기대하고 있다. 예상 대비 일정이 다소 지연되었으나, 내년 미국 시장 진출 모멘텀은 여전히 유효하다.

현 주가는 12MF P/S 9배로 글로벌 Peer(5배) 대비 고평가되고 있으나, 동사의 지난 2년 평균 (14배) 대비 저평가되고 있다.

결산기 (12월)	2021	2022	2023
매출액 (십억원)	2	8	13
영업이익 (십억원)	-18	-15	-16
영업이익률 (%)	-900.0	-187.5	-123.1
순이익 (십억원)	-20	-16	-16
EPS (원)	-1,790	-1,369	-1,181
ROE (%)	-86.6	-75.9	-131.8
P/E (배)	—	—	—
P/B (배)	9.4	4.4	116.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 개별 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 뷰노, 미래에셋증권 리서치센터

주요 Q&A (12/3~12/5 헬스케어 콤파이 진행)

Q) 주요 비용은?

A) 직접비 비중은 일정한 편이다. 간접비 중에서는 지급수수료가 주요 비용이라고 할 수 있다. 답카스는 일부 지역에서 내부 영업마케팅 조직인 아닌 에이전트를 쓰고, 대리점이 맺어온 계약의 매출에 비례해 수수료를 지급하고 있어 내년 상반기까지는 답카스의 매출 증가에 따라 지급수수료가 늘어날 예정이다. 3년 단위로 계약을 하는데 그 계약이 끝나는 기간이 내년 8월이다. 이후, 효율조정에 따라 내년 하반기부터 떨어질 가능성이 있다.

또, 광고선전비가 6억원으로 전년 대비 많이 증가했는데 이는 하티브라는 제품이 B2C 제품이기 때문이다. 내년도에 하티브의 매출이 40억을 넘어가면 그 때부터는 해당 제품으로부터 이익이 발생할 것으로 보고 있다.

Q) 올해 4분기 BEP 타겟이었는데, 내년 1분기 정도로 미뤄진 이유는?

A) 3분기가 원인이라고 할 수 있다. 의료 공백 지속에 더해 추석 연휴 영향으로 9월에는 답카스 도입 병원 수가 늘지 않았다. 이로 인해 매출 속도가 예상 대비 느렸던 부분이 있다. 또한, 미국 시장 진출을 위해 필요한 컨설팅, 임상, 인증에 대한 일회성 비용이 이미 대부분 올해 1,2,3 분기에 반영되었지만 4분기에도 일부 반영될 예정이다. 이에 따라, BEP 타겟이 내년 1분기로 미뤄졌다.

답카스 신규병원이 10월부터 다시 늘어나면서 10월, 11월에 3천 병상이 늘어났고 12월은 2천 병상 늘어나는 것이 타겟이다 (빅 5 병원 제외). 4분기 매출은 3분기보다 10% 성장할 것으로 예상하고 있다.

Q) 의료 공백이 해결되면 저희 매출은 어떻게 되나?

A) 의료공백은 우리에게 플러스 요인이자 마이너스 요인이었다. 의료현장이 비정상적인 것은 맞기 때문에 입원환자 가동률은 7~80%밖에 안된다 그런데 오히려 이 때문에 답카스의 도입속도가 빨라졌던 병원도 있다. 의료현장이 정상화되면 가동률도 또한 정상화되며, 이미 의료 현장에 도입된 답카스를 기반으로 매출이 올라갈 것으로 예상하고 있다.

Q) 목표하고 있는 각 제품 매출은?

A) 일차적으로 타겟하는 건 답카스로 내년 1분기말 정도에는 월 25억원 정도의 매출을 올리는 것이다. 궁극적인 목표는 답카스로만 월 매출 30억원, 분기 매출 90억원을 내는 것이다. 하티브라는 심전도 체크 하드웨어 제품은 올해 20억원 정도의 매출을 내고 있는데 내년에는 40억원 정도의 매출을 기대하고 있다. 나머지 영상 이미지쪽 매출도 분기에 10억 정도 가져올 수 있을 것으로 기대 중이다.

Q) 딥카스 외의 다른 제품들 업데이트 사항?

A) 현재는 심정지를 예측하는 제품들만 있으나, 중환자실용 제품으로 패혈증, 급성신장 손상 등을 측정할 수 있는 제품, 응급실에서 치료해야할지, 중환자실로 이송해야할지 판단하는 제품들을 준비하고 있다. 빠르면 26년부터 매출이 발생하는 게 있을 것 같다.

딥브레인은 미국 시장에서 가장 기대하고 있는 제품이다. 하티브는 내년 1분기 중 유럽 CE-MDR, 내년도 말 FDA 510(k)가 목표이다. 펀더스는 10월달에 국내 비급여 시장에 진출해서 매출이 나오고 있는 상황이고 본에이지는 중동에서의 관심도가 높다.

Q) 국내 시장에서 경쟁사는?

A) 비슷한 사업을 영위하는 회사들이 있으나, 다른 점은 우리 제품은 병원에서 사용할 때 추가적인 조치가 필요하지 않다는 것이다. 딥카스는 원래 모든 병원에서 늘 재는 필수적인 네 가지 바이탈 사인만을 활용하기 때문에, 병원 입장에서 추가적으로 들어가는 CAPEX나 인력이 필요 없다. 이에 따라 부족한 리소스를 효율적으로 사용가능하며 도입과 동시에 매출이 발생하기 때문에, 매출의 일부를 바로 우리에게 정산해주더라도 병원 입장에서 이익률이 꽤 높은 비즈니스라고 할 수 있다.

Q) 미국 시장에서 경쟁사는?

A) 딥카스는 경쟁제품이 없어서 작년 6월에 BDD 인증을 받을 수 있었다. 하티브는 동등성 비교가 가능한 얼라이브 코어라는 유사한 제품이 있다.

Q) 새로운 경쟁자들의 진입이 어려운 상황인가?

A) 개인정보보호법 강화에 따라 시장 진입이 어려워지고 있다. 우리는 후향적 데이터 9만 3천개를 가지고 딥러닝을 통해 모델을 개발하였다. 우리가 개발할 당시에는 데이터를 비용 없이 사용했으나 최근에는 개인정보보호법 개정으로 데이터를 사용하려면 비용이 많이 들거나 아예 사용이 어려운 경우도 많다. 우리도 법 개정 이후에는 병원과 공동연구를 진행하더라도 데이터는 병원에 놓고 나온다. 즉, 시장에 신규 진입해서 모델 만드는 거 자체가 어려워진 상황이라고 할 수 있다.

Q) 미국 딥카스 임상 진행사항은?

A) 딥카스 임상이 마무리되어서 스프린트 미팅을 요청해놓은 상태이다. 지금 준비된 임상결과를 제출할 수 있으면 최종승인은 3,4월 정도가 될 것 같고, 임상보완이 필요하면 5,6월 정도가 될 것 같다. 미국 내 혁신 보험 추가(New Technology Add-on Payment, NTAP)을 통해서 보험수가를 받으려고 준비하고 있다.

Q) 내년 미국 매출 발생 보시는데, 현지 시설 투자 비용이 있나?

A) 소프트웨어 비즈니스라 소프트웨어는 본사에 만들고 보스턴 법인에서는 판매와 A/S, 임상병원관리 정도만 진행하고 있어, 법인에서 발생하는 CAPEX는 거의 없다.

주요 차트

표 1. 3Q24 실적 비교표 (십억원, %, %p)

	3Q23	2Q24	3Q24		성장률	
			확정실적	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	3.6	6.4	6.9	8.2	92.4	7.4
영업이익	-2.1	-3.1	-2.8	-2.5	적지	적지
영업이익률 (%)	-59.9	-49.2	-40.3	-31.1	적지	적지
순이익	-2.3	-3.2	-2.9	0.0	적지	적지

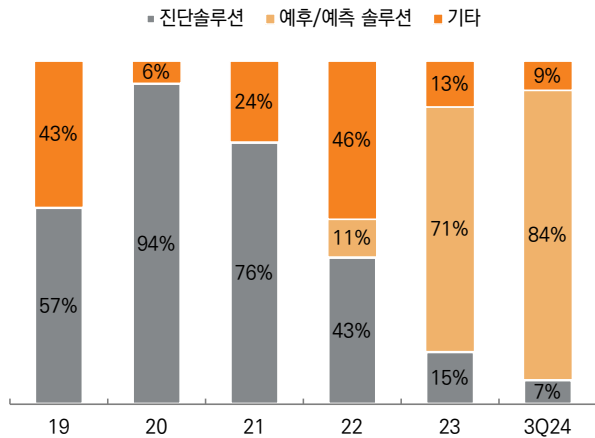
주: K-IFRS 기준
자료: 뷰노, 미래에셋증권 리서치센터

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	50,644	28.2	32.8	33.8	30.0	25.7	24.7	7.4	6.9	6.4	22.7	19.2	17.7	6,250	7,255	7,712
덱스컴	43,383	16.5	19.9	21.3	43.6	45.6	38.3	7.7	7.5	6.6	31.3	26.4	21.9	4,733	5,687	6,525
인술렛	26,611	13.0	14.5	15.5	74.1	83.1	68.5	9.4	9.1	7.7	43.8	44.9	36.9	2,218	2,921	3,446
Inspire Medical	8,267	-6.4	2.9	5.2	178.7	149.6	98.3	7.6	7.3	6.1	373.1	48.4	37.1	816	1,131	1,352
아이리듬 테크놀로지스	3,810	-25.4	-19.8	-9.3	-	-	-	4.7	4.6	3.9	-	-	54.0	644	822	956
탠덤 다이아비티즈 케어	2,826	-31.2	-12.8	-8.9	-	-	-	2.3	2.2	2.0	-	1,566	48.4	977	1,294	1,435
R1 RCM	8,638	6.6	7.2	11.3	-	477.0	37.2	2.4	2.4	2.1	13.0	13.4	11.1	2,945	3,582	4,124
Phreesia Inc	1,794	-38.3	-15.8	-4.7	-	-	835.8	3.1	3.0	2.6	-	41.3	19.9	468	596	684
Definitive Health	1,031	-131.2	28.7	25.9	5.6	13.5	15.6	2.1	2.9	3.0	-	7.7	8.9	329	351	339
Doximity	14,969	34.5	50.4	50.7	63.0	48.9	44.5	20.0	19.4	17.6	34.7	34.6	31.4	628	759	838
M3	9,427	26.4	23.7	22.7	21.9	23.2	20.9	4.0	3.6	3.1	12.6	11.3	10.2	2,184	2,530	2,934
GoodRx	2,702	-3.6	25.3	26.2	214.0	14.5	12.8	2.4	2.4	2.3	22.4	7.5	7.0	980	1,117	1,162
JD Health	17,009	1.7	3.1	4.1	32.4	23.2	20.7	1.5	1.5	1.3	26.2	31.3	19.8	9,875	11,160	12,556
Hims & Hers	10,688	-3.4	4.7	8.0	77.0	35.5	32.4	5.9	5.1	3.7	66.6	40.9	28.5	1,139	2,076	2,863
Ali Health	10,670	0.4	5.9	6.3	43.3	28.1	23.3	1.8	1.8	1.6	145.4	27.2	22.0	4,974	5,846	6,530
텔라닥 헬스	2,706	-9.6	-39.6	-5.9	-	-	-	0.7	0.7	0.7	-	6.8	6.7	3,400	3,641	3,602
Ping An Health	1,241	-12.9	-2.0	-0.9	-	41.2	32.6	1.3	1.4	1.2	-	-	-	862	885	995
Tempus AI	11,349	-36.9	-20.1	-5.8	-	-	-	-	11.4	8.8	-	-	-	695	974	1,265
Radnet	8,634	6.1	6.9	7.4	253.7	180.6	102.5	3.3	3.3	3.0	26.6	23.1	20.7	2,112	2,574	2,801
루닛	1,867	-168.3	-94.5	-27.9	-	-	-	66.1	34.7	21.3	-	-	-	25	54	87
뷰노	332	-118.1	-20.4	16.7	-	-	40.1	13.5	10.9	6.5	-	-	45.5	13.3	30.3	51
전체 평균		-21.5	0.0	9.1	86.4	85.0	90.5	8.4	6.8	5.3	68.2	121.9	24.9	2,203	2,633	2,965

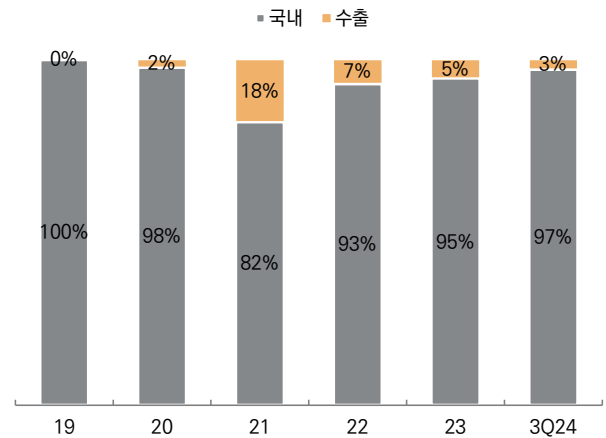
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 품목별 매출 비중 추이



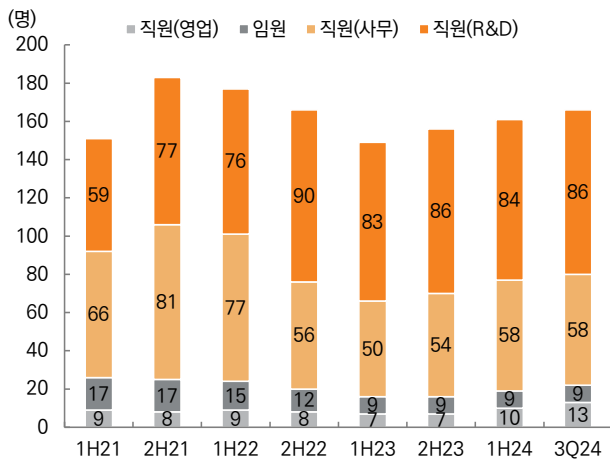
자료: 뷰노, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 지역별 매출비중 추이



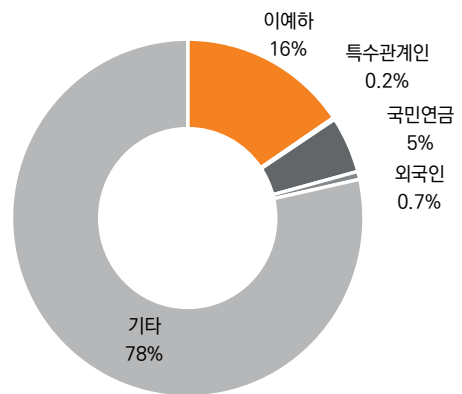
자료: 뷰노, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 뷰노 임직원수 추이



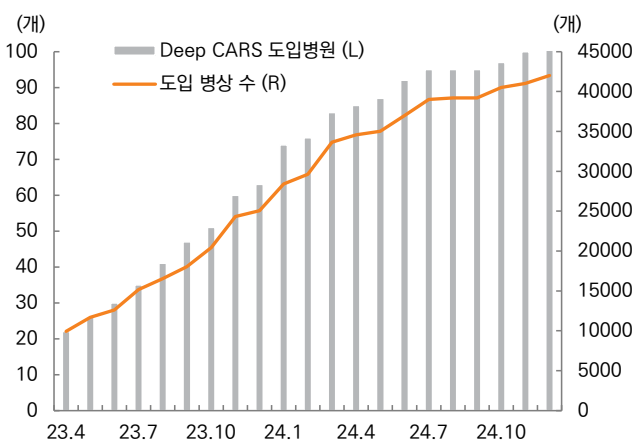
자료: 뷰노, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 지분율



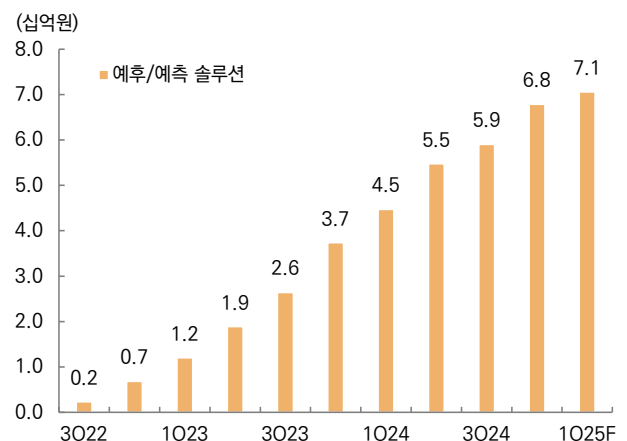
자료: 뷰노, 미래에셋증권 리서치센터

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



자료: 뷰노, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 예후/예측 솔루션(Deep CARS) 매출 추이 및 전망



자료: 뷰노, 미래에셋증권 리서치센터

리스크

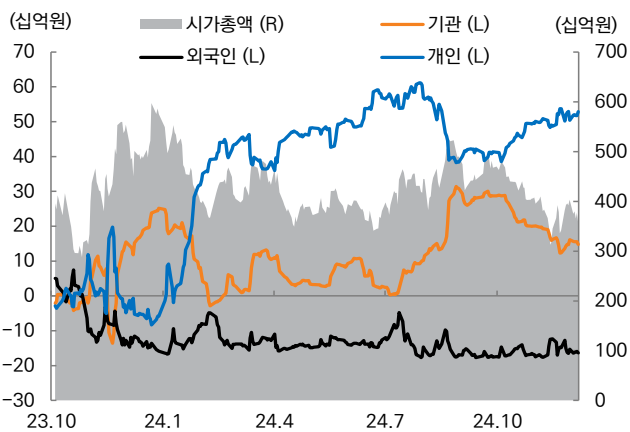
① **재무 리스크:** 지난 1분기 신종자본증권 104억원을 발행하여 3Q24말 기준 현금성 자산(단기금융상품 포함)은 157억원을 보유하고 있으며, 부채비율은 329%에 달한다. 최근 8개 분기 평균 잉여현금흐름이 -40억원을 기록하고 있다. 향후 대규모 CAPEX가 필요하지 않다는 점은 긍정적이거나, 잉여현금흐름을 개선시킬 필요가 있다. 분기 BEP 달성 시점이 지연되면서 추가 자금조달 필요성이 증가했다. 2025년부터는 본격적인 미국진출을 앞두고 있어 비용이 증가할 가능성이 있다.

② **사업적 리스크:** 답카스의 성장이 매력적이거나, 매출의 95% 이상이 국내에서 발생할 정도로 국내 의존도가 높다는 것은 단점이다. 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.

내년 상반기에는 답브레인, 하반기에는 답카스의 미국향 매출이 기대됨에 따라 해외 매출 비중은 증가할 것으로 기대된다. 다만, 미국 시장의 침투 속도에는 불확실성이 있다.

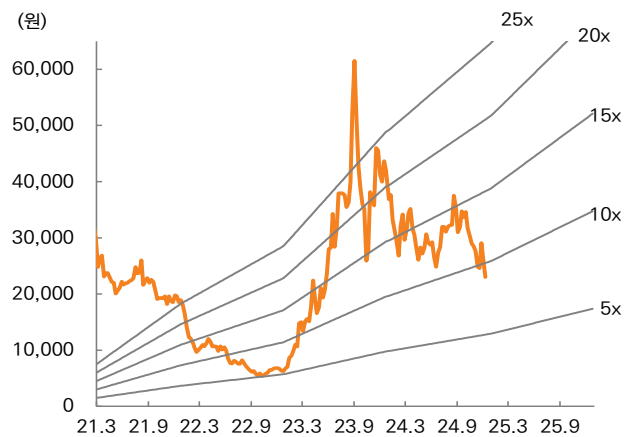
③ **주가 리스크:** 동사의 현 주가는 12개월 FWD P/S 9배로 글로벌 Peer (5배) 대비 고평가되고 있으나, 동사의 지난 2년 평균(14배) 대비 저평가 되고 있다. 현재 밸류에이션을 정당화하기 위해 국내 비급여 시장 진출 및 해외 시장 확대를 통해 빠르게 매출이 올라올 필요가 있다.

그림 7. 투자자별 순매수량 vs. 시가총액 추이



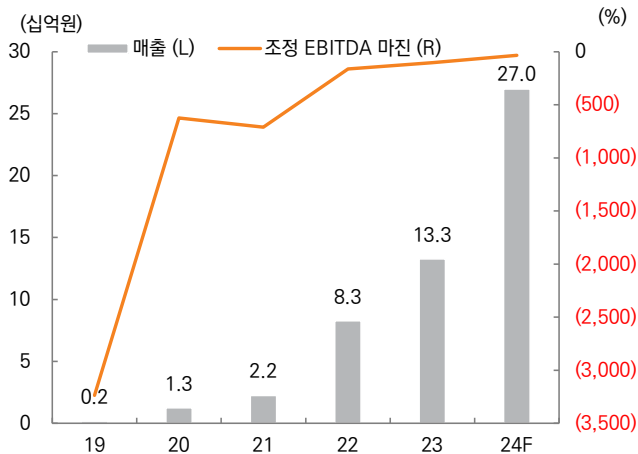
자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 12개월 선행 P/S 밴드 차트



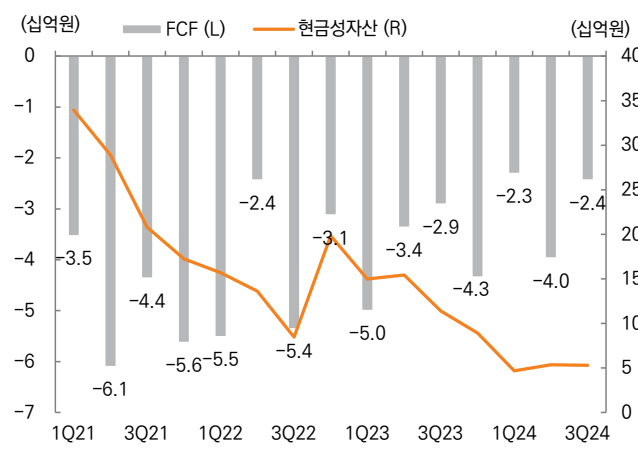
자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 매출 및 조정 EBITDA 마진 추이



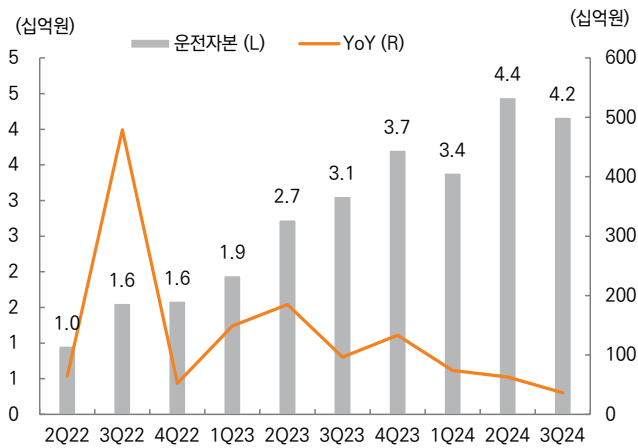
자료: 뷰노, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. FCF 및 현금성자산 추이



자료: 뷰노, 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. 운전자본 추이



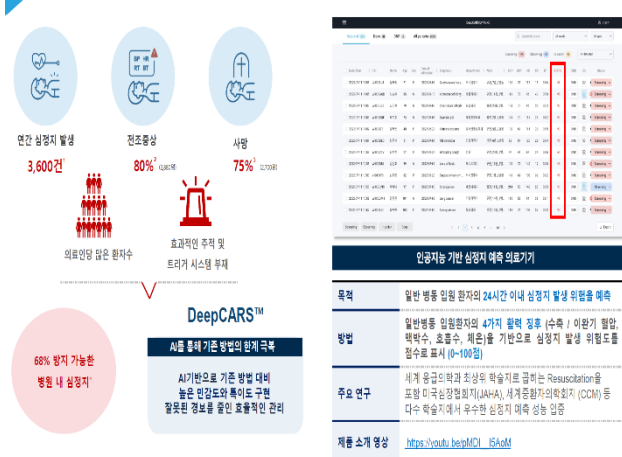
자료: 뷰노, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. 부채비율 추이



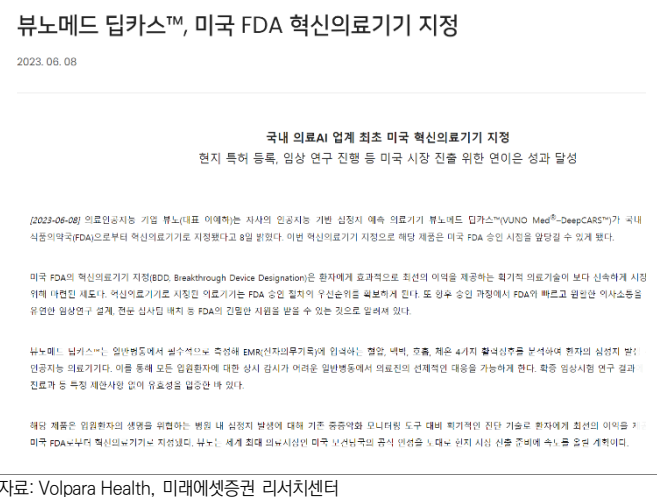
자료: 뷰노, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. VUNO MED Deep CARS 개요



자료: 뷰노, 미래에셋증권 리서치센터

그림 14. VUNO MED Deep CARS, FDA 혁신 의료기기 지정



뷰노 (338220)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2021	2022	2023
매출액	2	8	13
매출원가	0	0	0
매출총이익	2	8	13
판매비와관리비	20	24	29
조정영업이익	-18	-15	-16
영업이익	-18	-15	-16
비영업손익	-2	-1	0
금융손익	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0
세전계속사업손익	-20	-16	-16
계속사업법인세비용	0	0	0
계속사업이익	-20	-16	-16
중단사업이익	0	0	0
당기순이익	-20	-16	-16
지배주주	-20	-16	-16
비지배주주	0	0	0
총포괄이익	-20	-16	-16
지배주주	-20	-16	-16
비지배주주	0	0	0
EBITDA	-17	-14	-14
FCF	-16	-16	-16
EBITDA 마진율 (%)	-850.0	-175.0	-107.7
영업이익률 (%)	-900.0	-187.5	-123.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	-1,000.0	-200.0	-123.1

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2021	2022	2023
유동자산	27	23	15
현금 및 현금성자산	5	10	5
매출채권 및 기타채권	1	1	3
재고자산	0	0	0
기타유동자산	21	12	7
비유동자산	9	12	8
관계기업투자등	0	0	0
유형자산	6	5	3
무형자산	1	1	1
자산총계	36	35	23
유동부채	8	14	11
매입채무 및 기타채무	1	1	1
단기금융부채	5	10	7
기타유동부채	2	3	3
비유동부채	5	3	6
장기금융부채	3	2	5
기타비유동부채	2	1	1
부채총계	13	17	18
지배주주지분	23	19	5
자본금	1	1	1
자본잉여금	69	80	85
이익잉여금	-49	-64	-81
비지배주주지분	0	0	0
자본총계	23	19	5

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2021	2022	2023
영업활동으로 인한 현금흐름	-15	-16	-16
당기순이익	-20	-16	-16
비현금수익비용가감	4	0	3
유형자산감가상각비	1	1	1
무형자산상각비	0	0	0
기타	3	-1	2
영업활동으로인한자산및부채의변동	1	-1	-2
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-1	0	-2
재고자산 감소(증가)	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	1	-1	0
법인세납부	0	0	0
투자활동으로 인한 현금흐름	-18	7	7
유형자산처분(취득)	-1	0	0
무형자산감소(증가)	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-14	3	7
기타투자활동	-3	4	0
재무활동으로 인한 현금흐름	37	14	3
장단기금융부채의 증가(감소)	8	4	0
자본의 증가(감소)	70	12	5
배당금의 지급	0	0	0
기타재무활동	-41	-2	-2
현금의 증가	3	5	-5
기초현금	2	5	10
기말현금	5	10	5

자료: 뷰노, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2021	2022	2023
P/E (x)	-	-	-
P/CF (x)	-	-	-
P/B (x)	9.4	4.4	116.0
EV/EBITDA (x)	-	-	-
EPS (원)	-1,790	-1,369	-1,181
CFPS (원)	-1,468	-1,370	-991
BPS (원)	2,016	1,430	362
DPS (원)	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	-	268.1	60.4
EBITDA증가율 (%)	-	적지	적지
조정영업이익증가율 (%)	-	적지	적지
EPS증가율 (%)	-	적지	적지
매출채권 회전율 (회)	2.2	6.9	5.5
재고자산 회전율 (회)	942.8	68.7	56.6
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	-54.9	-44.1	-53.9
ROE (%)	-86.6	-75.9	-131.8
ROIC (%)	-384.1	-385.3	-381.2
부채비율 (%)	57.6	89.3	349.4
유동비율 (%)	315.9	171.8	131.3
순차입금/자기자본 (%)	-48.1	-44.7	61.6
조정영업이익/금융비용 (x)	-134.1	-41.6	-17.8

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.