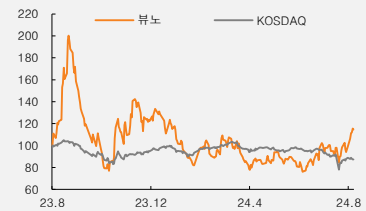


## Not Rated

목표주가	-
현재주가(24/8/23)	37,500원
상승여력	-

영업이익(21F,십억원)	-18
Consensus 영업이익(21F,십억원)	-
EPS 성장률(21F,%)	-
MKT EPS 성장률(21F,%)	-
P/E(21F,x)	-
MKT P/E(21F,x)	-
KOSDAQ	773.26
시가총액(십억원)	521
발행주식수(백만주)	14
유동주식비율(%)	83.4
외국인 보유비중(%)	1.2
베타(12M) 일간수익률	2.98
52주 최저가(원)	24,850
52주 최고가(원)	65,500

(%)	1M	6M	12M
절대주가	14.9	9.6	-5.1
상대주가	20.6	23.2	8.4



[첨단의료기기/디지털헬스]

박선영

seunyoung.park@miraeasset.com

김충현, CFA

choonghyun.kim@miraeasset.com

# 뷰노

## 심정지 예측기기 Deep CARS로 국내 장악, 이제 해외로 향하는 뷰노

### 2Q24 Review: 매출액 전년 대비 113% 상승, 영업적자 지속

동사의 매출액은 전년 대비 113% 증가한 64억원을 기록했다. 품목별로는 예후예측 솔루션 딥카스(Deep CARS)는 전년 대비 190% 증가한 55억원을 기록했다. 딥카스를 도입한 국내병원은 7월 말 기준 95개(총 베드 수 39,000개 이상)를 넘어섰다. 이 외에 진단솔루션이 전년 대비 2% 감소한 4억원, 기타 매출은 전년 대비 26% 감소한 6억원을 기록했다. 지역별로 국내 매출은 전년 대비 119% 증가한 62억원을 기록했고, 해외 매출은 전년 대비 12% 증가한 2억원을 기록했다.

주요 비용으로는 인건비가 전년 대비 29% 감소한 22억원을 기록했고, 지급수수료가 전년 대비 133% 증가한 43억원, 연구개발비가 전년 대비 23% 증가한 12억원을 기록했다. 이로 인해 영업손실 31억원으로 영업적자를 지속했다. 조정 EBITDA는 -27억원을 기록했다.

### 12개월 선행 P/S 14배로 글로벌 Peer 대비 고평가 상태

딥카스의 견조한 성장에 힘입어 2024년 실적은 매출 287억원(116% YoY), 조정 EBITDA -53억원(적자지속)을 예상한다. 동사는 2024년 연내 분기 BEP를 달성하는 것이 목표다. 현 주가는 12개월 FWD P/S 14배로 글로벌 Peer(5배) 대비 고평가되고 있으나, 동사의 지난 2년 평균 (14배)과 유사하다.

딥카스는 4Q24 FDA 허가를 목표로 하고 있으며, FDA 허가 이후 상업화를 위한 준비시간을 고려할 때 실질적 매출 발생시점은 25년 하반기로 예상한다. 미국 시장 규모는 4~5조원으로 추산되며, 동사의 목표는 1조원이다.

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

## 2Q24 실적관련 주요 Q&A

### Q) 딥카스 현황과 매출추이는?

**뷰노:** 7월말 기준 도입 병원 95개(상급종합병원 17개+종합병원 78개), 병상수 39,187개를 기록했다. 삼성서울병원에서는 지난 6월부터 처방되기 시작했다. 지난 7월에 월 매출 20억원을 넘어섰다. 현재 매출 추이를 고려하면 딥카스로만 3Q24에 65~70억원 매출이 가능할 것으로 본다.

국내에 14만개 정도의 베드가 있고, 그 중 50%에 침투한다고 가정하여 국내 시장은 최대 1,500억원 규모로 보고 있다. 환자 부담은 1.4만원이며, 병원과 우리가 절반씩 가져가는 구조다. 최장 7일까지 청구가 가능하며, 8일차부터는 무료로 제공된다. 따라서 한 환자로부터 발생 가능한 최대 매출은 약 9.8만원 수준이다. 그러나 실손보험에서 일부 비용처리가 가능하다. 딥카스는 국내시장에서 2027년 7월말까지 비급여로 사용가능하며, 2027년 8월에 급여 여부가 결정된다.

딥카스는 올해 11월 FDA 허가를 기대하며, 내년 하반기 미국에서 매출이 발생할 것으로 기대한다. 시장 진입전략에 대한 컨설팅이 예정되어 있어, 컨설팅 이후 예상 매출 수준을 시장과 공유할 수 있을 것 같다.

### Q) 하티브 현황은?

**뷰노:** 하티브는 작년 매출이 9억원을 기록했고, 올해는 20억원이 목표다. 현재 B2C 마케팅만 진행중이며 향후 병원 마케팅 계획도 있다. 하티브는 올해 5월 급성심근경색 진단 보조로, 8월에는 심부전 진단 보조로 식약처 허가를 받았고, 9월에는 신장 질환 관련 진단 보조 허가를 받을 것으로 예상된다. 또한, 연말 CE 허가를 기대하며, 내년 FDA 허가를 기대한다.

### Q) 흥부 솔루션에 대한 현황?

**뷰노:** 흥부 엑스레이는 올해 11월 FDA 허가를 기대한다. 다만, 흥부 엑스레이 솔루션은 허가 이후 매출이 드라마틱하게 늘어날 것으로 기대하지는 않는다.

### Q) 중동시장 진출 계획은?

**뷰노:** 아직 구체적인 계획을 공유하기에는 어려우나, 국가마다 선호하는 솔루션이 다른 것 같다. 사우디는 성장판 예측 솔루션, 본에이지와 하티브에 대한 관심이 높다. 올해 안에 결과를 내는 것이 목표다. 치매 솔루션에 대해서는 크게 관심이 없는 것 같다.

### Q) M&A에 대한 생각은?

**뷰노:** M&A에 대해서는 크게 생각하고 있지 않다. 다만, 우리의 성장을 가속화할 수 있는 파트너에 대해서는 전향적으로 생각하고 있다.

### Q) 2024년 연내 BEP 달성 목표는 가능한가?

**뷰노:** 올해 매출 목표는 260억~300억원이다. 우리는 현재 분기당 80~90억원 수준의 영업비용이 발생하고 있다. 현재 비용 구조는 변동비가 매출액 대비 27% 정도이며, 대부분 고정비다. 따라서 BEP를 넘게 되면 이익 증가가 가파를 것으로 본다.

2Q24 영업비용이 95억원으로 늘어난 것은 비경상 비용이 약 19억원 발생했기 때문이다. 3Q24에는 75~85억원 수준으로 다시 내려갈 것으로 예상된다. 현재 인력이 150명 수준에서 유지되고 있다. 미국 진출 이후에도 160명 정도로 생각하고 있다. 이를 감안할 때 연내 분기 BEP 달성은 충분히 가능하다고 생각한다. 아직 의료 AI 업체 중에 분기 흑자전환을 달성한 기업이 없는데, 우리가 첫번째가 될 것으로 본다.

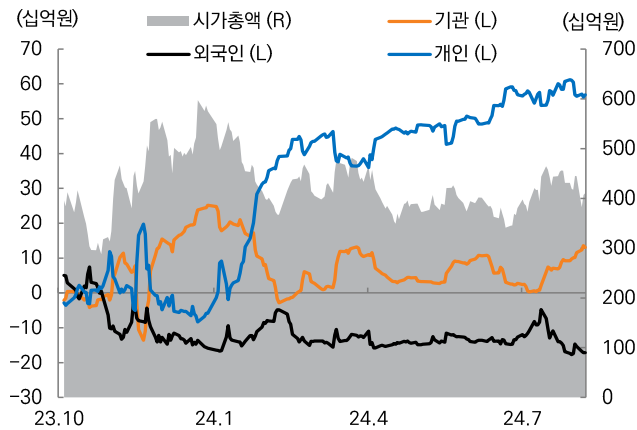
표 1. 분기별 실적 전망 표

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출액	1.8	3.0	3.6	4.9	5.5	6.4	7.7	9.1	13.3	28.7	40.3
진단 솔루션	0.4	0.4	0.6	0.7	0.5	0.4	0.6	1.0	2.0	2.5	4.0
예후/예측 솔루션	1.2	1.9	2.6	3.7	4.5	5.5	6.6	7.6	9.5	24.1	34.3
기타	0.2	0.8	0.4	0.4	0.5	0.6	0.5	0.5	1.8	2.1	1.9
조정 EBITDA	-3.8	-5.4	-1.6	-2.8	-3.4	-2.7	-0.4	1.2	-13.7	-5.3	2.2
매출 성장률 (%)	258.8	385.6	327.3	-22.1	211.8	112.6	116.0	84.8	60.4	116.4	40.1
진단 솔루션	-13.6	-16.9	22.6	-66.5	44.6	-1.7	9.8	36.0	-42.5	23.6	59.5
예후/예측 솔루션	-	-	1,028.6	447.7	272.1	190.0	148.8	102.3	933.3	154.3	42.4
조정 EBITDA 마진 (%)	-215.9	-180.4	-45.9	-57.3	-60.6	-42.1	-5.7	12.7	-103.3	-18.6	5.5

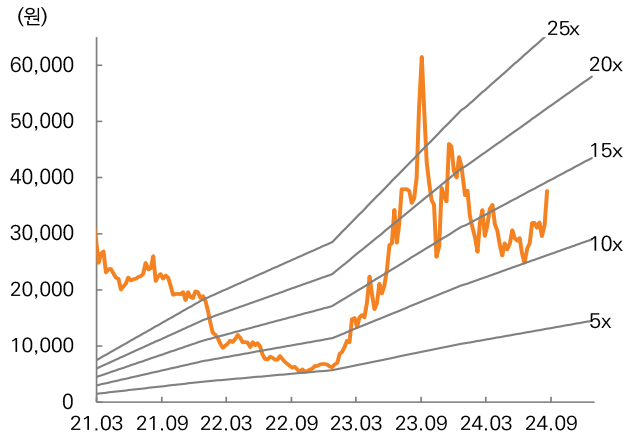
자료: 뷰노, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 투자자별 순매수량 vs. 시가총액 추이



자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 12개월 선행 P/S 밴드 차트



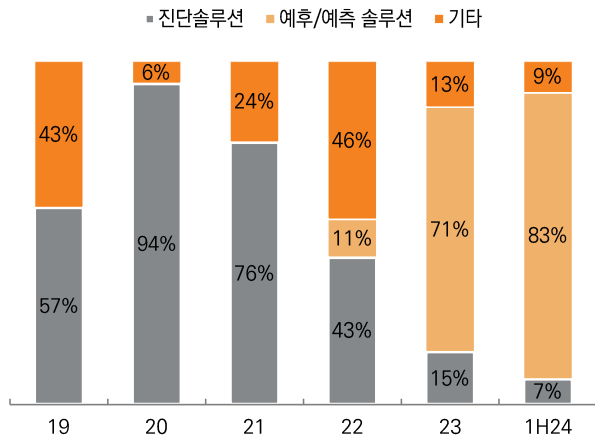
자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

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
인술렛	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 다이어비티즈 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

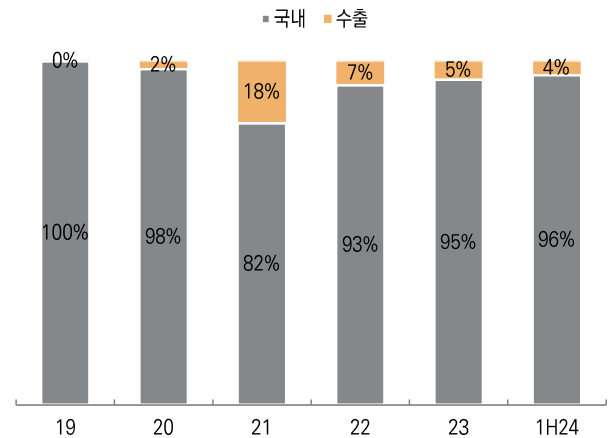
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 품목별 매출 비중 추이



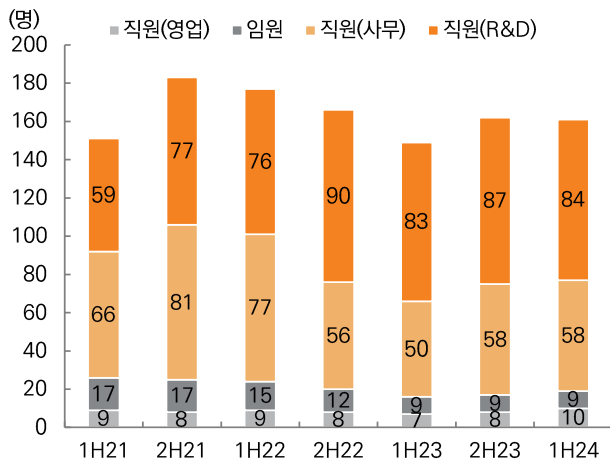
자료: 뷰노, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 지역별 매출비중 추이



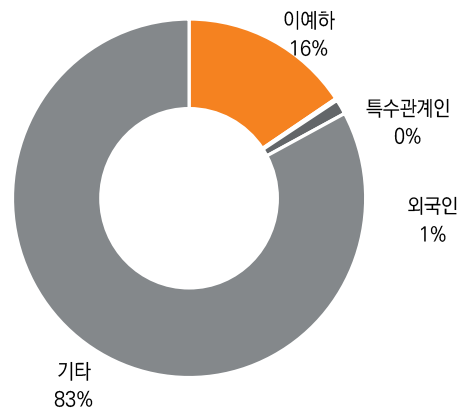
자료: 뷰노, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 뷰노 임직원수 추이



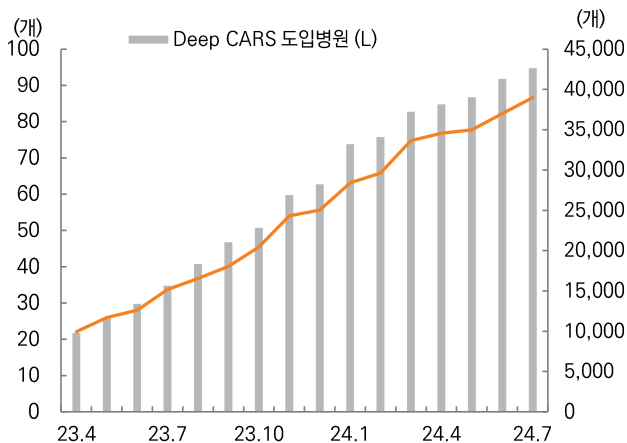
자료: 뷰노, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 지분율



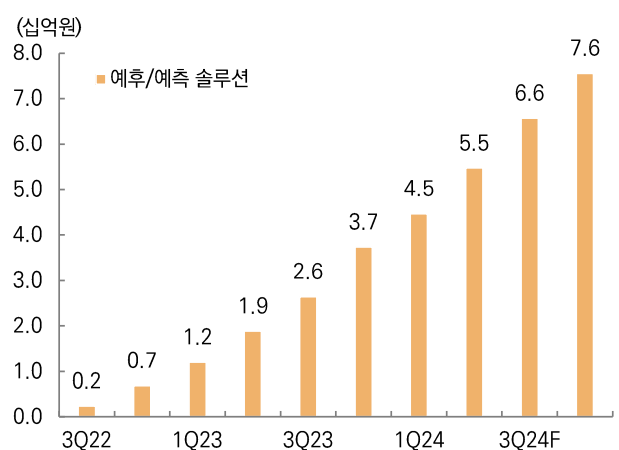
자료: 뷰노, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. VUNO MED Deep CARS 국내 고객 수 추이 및 전망



자료: 뷰노, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 예후/예측 솔루션(Deep CARS) 매출 추이 및 전망



자료: 뷰노, 미래에셋증권 리서치센터

## 리스크

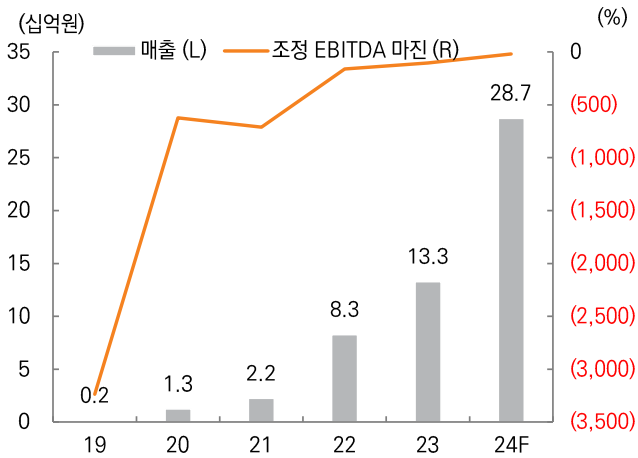
① **재무 리스크:** 지난 1분기 신종자본증권 104억원을 발행하며, 2Q24말 기준 현금성 자산 (단기금융상품 포함)은 157억원을 보유하고 있으며, 부채비율은 219%에 달한다. 직전 8개 분기 평균 잉여현금흐름이 -40억원을 기록하고 있다. 향후 대규모 CAPEX가 필요하지 않다는 점은 긍정적이나, 잉여현금흐름을 개선시킬 필요가 있다. 분기 BEP 달성 시점이 지연될 경우 추가 자금조달 필요성이 있다. 2025년부터는 본격적인 미국진출을 앞두고 있어 비용이 증가할 가능성이 있다.

② **사업적 리스크:** 딥카스의 성장이 매력적이나, 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.

2024년 하반기부터 딥카스와 딥브레인 등의 미국진출이 기대됨에 따라 해외 매출 비중은 증가할 것으로 기대된다. 다만, 미국 시장에서 침투속도는 불확실성이 있다.

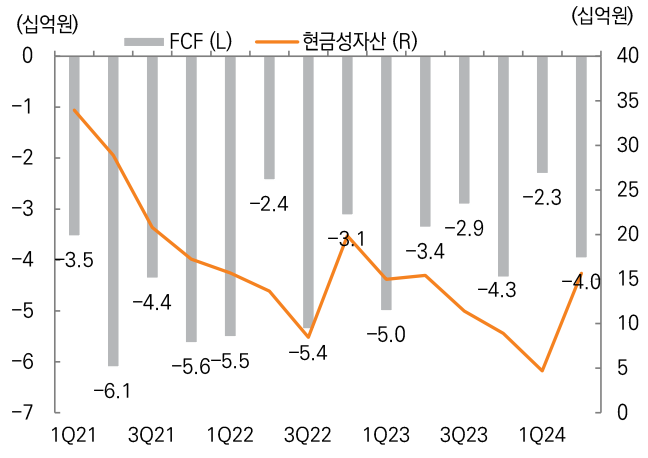
③ **주가 리스크:** 동사의 현 주가는 12개월 FWD P/S 14배로 글로벌 Peer (5배) 대비 고평가되고 있으나, 동사의 지난 2년 평균(14배)과 유사하다. 현재 밸류에이션을 정당화하기 위해 매출이 빠르게 증가하거나, 무형자산가치가 가치평가에 반영될 수 있는 이벤트나 M&A가 필요하다.

그림 9. 매출 및 조정 EBITDA 마진 추이



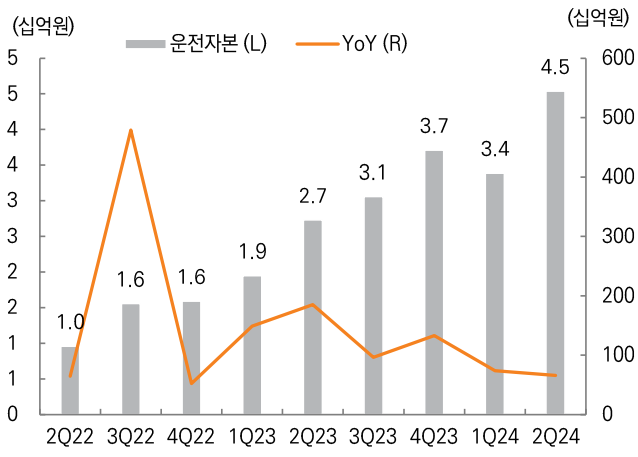
자료: 뷰노, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. FCF 및 현금성자산 추이



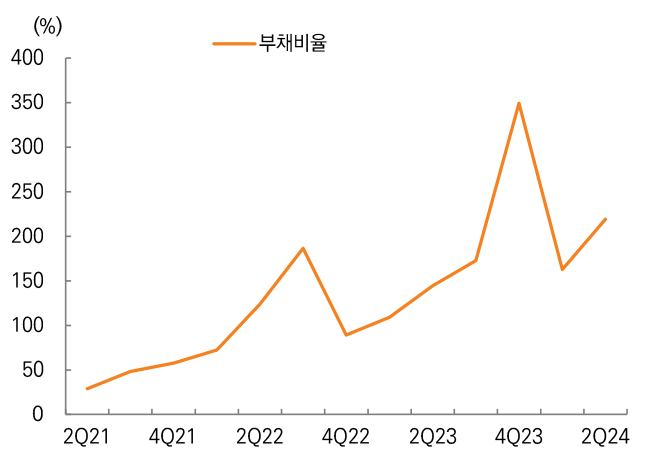
자료: 뷰노, 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. 운전자본 추이



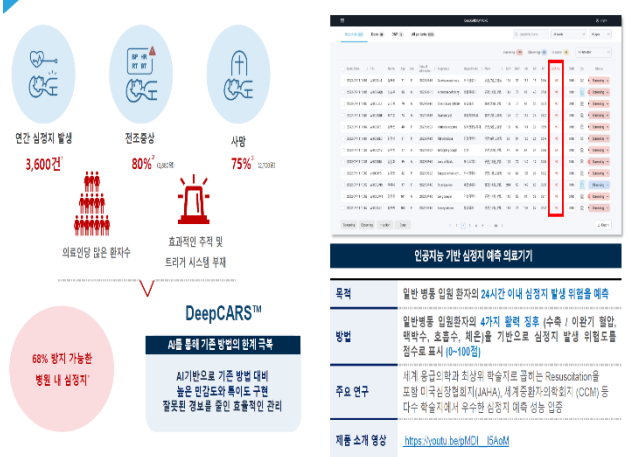
자료: 뷰노, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. 부채비율 추이



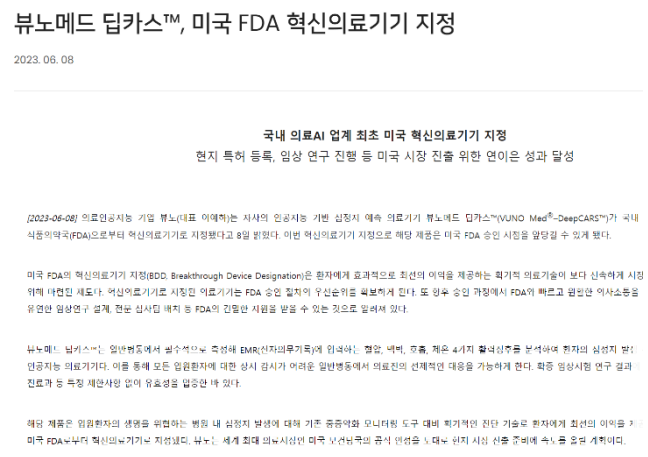
자료: 뷰노, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. VUNO MED Deep CARS 개요



자료: 뷰노, 미래에셋증권 리서치센터

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



자료: Volpara Health, 미래에셋증권 리서치센터

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
20년 데이터계속사업이익	-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 (%)	-	-	-
조정영업이익증가율 (%)	-	-	-
EPS증가율 (%)	-	-	-
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.