

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



328130 · 의료장비 및 용품

루닛

10주년 간담회의 술이 미처 식기도 전에 M&A 발표

- Not Rated / 85,400원(23년 12월 15일 종가)
- 루닛, 뉴질랜드 의료 AI 기업 Volpara Health, 2,525억원에 인수 발표
- 미국 유방촬영술 분석 SW 시장 점유율 42%에 달하는 선도 디지털 헬스 기업
- Volpara 인수의 3가지 시너지: 미국거점 확보, 데이터플랫폼 구축, 추가 사업영역 확대 용이성

루닛, 뉴질랜드 의료 AI 기업 Volpara Health, 2,525억원에 인수 발표

동사는 약 2,525억원에 뉴질랜드의 의료 AI 기업인 Volpara Health 지분 100% 인수하는 계획을 발표했다. 향후 호주 공정거래 당국의 승인과 Volpara 주주 75%의 동의가 필요하다. 거래 종료 시점은 2024년 2분기로 예상되며, 거래 완료 시 Volpara Health는 상장폐지될 예정이다.

거래금액인 2,525억원은 12개월선행 EV/EBITDA 기준 35배이며, P/S 기준 7배 수준이다. 동사의 직전 3개월 평균 주가 감안 시 EV/EBITDA로는 28%, P/S 기준 37% 할증되었다. 참고로 글로벌 디지털 헬스 기업 평균 EV/EBITDA는 22배, P/S는 6배 수준이다. 다만, Volpara Health의 강점 중 하나가 환자동의를 얻어 법률적 리스크가 제한적인 유방촬영술 영상 데이터 1억개 이상 보유하고 있다는 것이다. 이 데이터를 처음부터 수집 및 분석하는데 소요되는 비용으로 3,000~4,000억원이 추정된다는 점을 고려하면 부담스러운 인수 가격이라 보기는 어렵다.

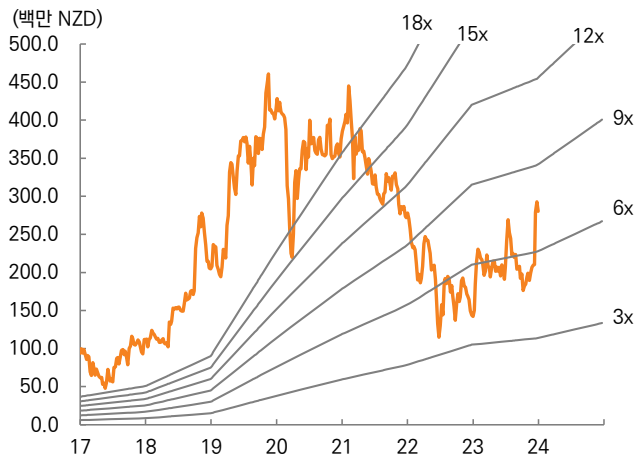
인수관련 자금조달은 현금, 외부차입 및 투자유치 등 다양한 방법을 통해 진행할 계획이며, 지난달 유상증자로 확보한 2,000억원의 활용은 최소화한다는 방침이다.

Volpara, 미국 유방촬영술 분석 SW 시장 점유율 42%에 달하는 선도 디지털 헬스 기업

Volpara는 유방암 검진 AI 플랫폼 기업이다. FY24(23.4~24.3) 매출 약 340억원(매출 총이익률 92%), EBITDA 27억원이 예상된다. 매출의 90% 이상이 SaaS와 유지보수 등 반복적 매출로 발생하고 있어, 안정적인 실적이 발생가능하다. Volpara는 이미 영업레버리지 효과가 발생하며 EBITDA 마진이 개선되고 있고, 상장폐지가 되면 상장유지를 위한 비용이 절감될 수 있다는 점에서 동사는 Volpara의 손익분기점 돌파시점을 내년으로 예상하고 있다.

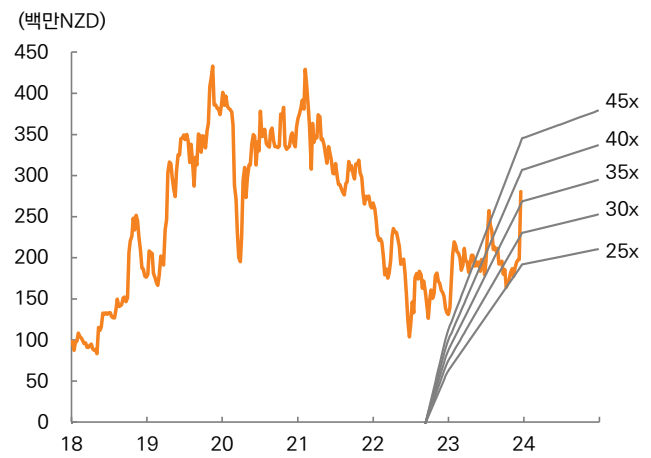
핵심시장은 미국으로 전체 매출의 94~97%가 미국에서 발생하고 있다. Volpara Health는 미국 유방촬영술 검진기관의 1/3에 해당하는 2,000곳에 제품을 공급하고 있으며, FY23 기준 시장점유율은 42%로 추정된다. 120건 이상의 특허와 미국 FDA, 유럽 CE 인증을 받은 14개의 파이프라인을 보유하고 있다. 핵심제품은 크게 4가지로 ① 유방 조직의 밀도를 정량화해 유방암 위험평가에 도움을 주는 Density, ② 개인 맞춤형 유방암 위험 평가를 제공하는 Risk, ③ 검사과정 자동화와 품질개선에 도움을 주는 Patient Hub, ④ 의료진 생산성향상에 도움을 주는 Analytics다.

그림 1. Volpara Health의 12개월 선행 P/E 밴드 차트 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. Volpara Health의 12개월 선행 EV/EBITDA 밴드 차트 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

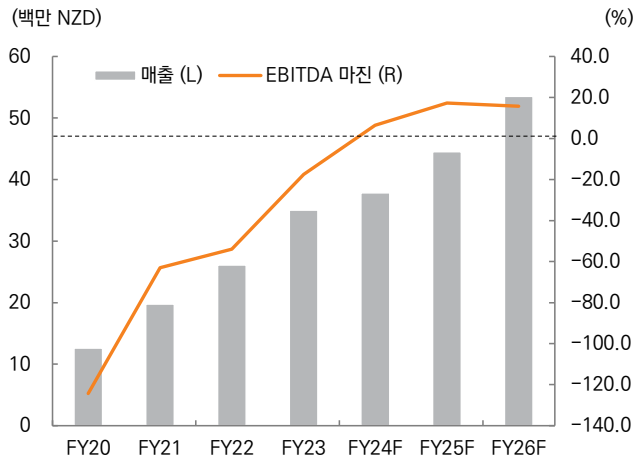
표 1. Global Peer Valuation

(십억원)

회사명	시가총액	영업이익률 (%)			PER (배)			P/S (배)			EV/EBITDA(배)			매출(십억원)		
		22	23F	24F	22	23F	24F	22	23F	24F	22	23F	24F	22	23F	24F
덱스컴	61,238	13.4	19.1	19.8	107.0	88.4	72.5	13.9	13.2	10.9	52.7	48.0	38.5	3,760	4,725	5,677
레스메드	32,807	26.8	29.2	30.3	27.8	23.8	21.1	5.8	5.5	5.1	17.5	17.5	15.9	5,588	6,084	6,480
JD Health	19,025	0.1	2.4	3.8	60.0	32.1	26.2	1.9	2.0	1.6	-	61.8	33.9	8,964	9,751	11,852
인슐렛	18,534	2.9	9.8	11.2	113.5	102.8	82.4	9.2	8.7	7.2	57.3	58.7	44.8	1,687	2,167	2,603
M3	13,300	30.5	30.8	31.9	30.3	28.4	25.2	6.3	5.9	5.4	-	15.9	13.9	2,232	2,152	2,362
Ali Health	9,389	0.5	1.9	3.3	63.4	64.0	39.6	1.8	1.7	1.4	99.6	58.5	34.9	5,113	5,645	6,697
Doximity Inc	5,941	29.9	44.6	42.8	42.4	30.6	28.3	10.6	9.8	8.9	22.5	18.0	16.4	549	615	677
R1 RCM	5,830	0.2	11.0	13.1	75.0	51.3	30.7	2.0	2.0	1.7	21.6	9.9	8.7	2,334	2,979	3,463
텔라닥 헬스	4,316	-567.3	-9.7	-6.4	-	-	-	1.3	1.3	1.2	-	11.8	10.4	3,110	3,384	3,598
아이리듬 테크놀로지스	3,841	-27.7	-20.6	-12.7	-	-	-	6.2	6.1	5.1	-	-	-	531	643	759
Ping An Health	3,339	-14.2	-14.5	-7.6	-	-	-	3.2	3.6	3.1	-	-	-	1,181	943	1,094
GoodRx Holdings Inc	3,200	0.2	22.3	20.7	-	23.4	22.9	3.4	3.3	3.1	-	-	-	991	985	1,031
루닛	2,480	-365.3	-147.2	-61.6	-	-	-	-	48.1	29.9	-	-	-	14	26	41
Hims & Hers	2,384	-13.0	-3.8	1.2	-	-	-	2.3	2.1	1.7	-	-	-	681	1,149	1,451
탠덤 다이아비티즈 케어	2,147	-11.6	-14.7	-10.4	-	-	-	2.1	2.2	2.0	-	-	-	1,035	1,004	1,106
넥스트젠 헬스케어	2,081	-0.6	13.8	15.5	42.6	21.5	18.1	2.3	2.2	2.1	41.2	13.0	11.1	855	968	1,043
Definitive Healthcare	1,783	-18.5	27.3	27.8	202.3	28.8	32.4	4.0	5.5	5.0	-	36.7	21.4	288	331	360
Phreesia Inc	1,516	-62.9	-33.1	-15.8	-	-	-	3.4	3.3	2.7	29.7	11.0	10.7	364	467	563
올스크립츠	1,416	5.1	20.7	19.7	9.7	12.1	12.0	1.4	1.8	1.7	-	22.5	20.4	1,721	806	841
Accolade Inc	1,008	-127.6	-28.4	-13.1	-	-	-	2.0	1.9	1.6	-	-	50.9	473	543	646
Health Catalyst Inc	614	-50.7	-39.8	-18.9	-	62.3	33.3	1.6	1.6	1.4	-	31.3	17.3	357	387	432
뷰노	493	-185.7	-110.5	-8.4	-	-	-	31.5	38.4	20.2	-	-	-	8	13	24
Sharecare Inc	454	-31.5	-27.6	-13.3	-	-	-	0.8	0.8	0.7	-	11.2	6.0	572	593	646
센서닉스 홀딩스	431	-418.7	-359.5	-197.9	-	-	-	16.8	15.2	8.6	-	-	-	21	29	51
코어라인소프트	281	-248.4	-	-	-	-	-	54.2	-	-	-	-	-	4	-	-
Volpara Health	241	-38.2	-15.7	-2.2	-	-	-	7.9	7.1	6.0	-	-	-	29	33	39
전체 평균		-79.7	-23.7	-5.1	1,487.7	43.8	41.3	12.8	7.7	5.5	57.4	28.4	22.2	1,633.3	1,856.9	2,141.4

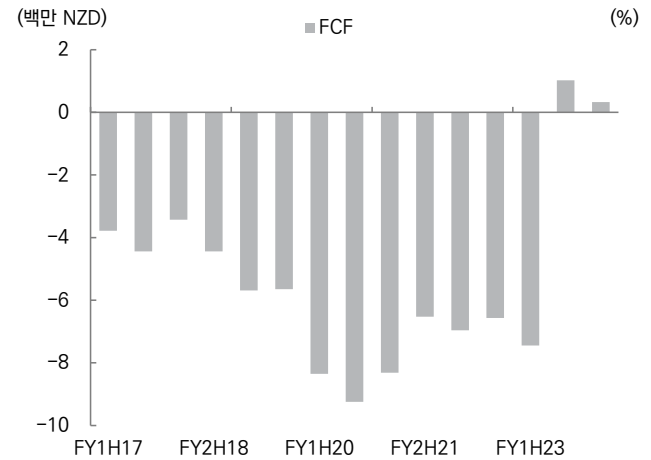
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. Volpara Health의 매출 및 EBITDA 마진 추이



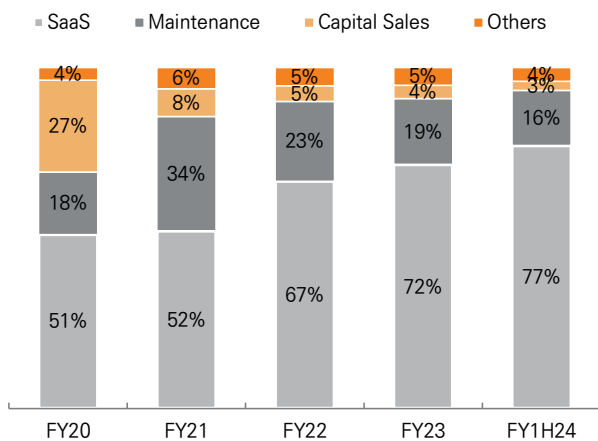
자료: Volpara Health, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. Volpara Health의 FCF 추이



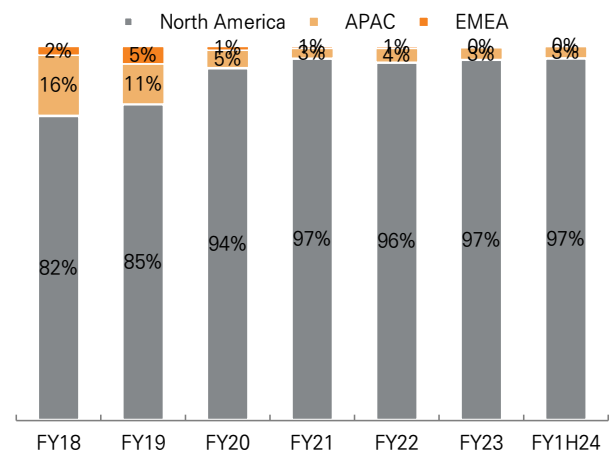
자료: Volpara Health, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. Volpara Health의 제품별 매출 비중 추이



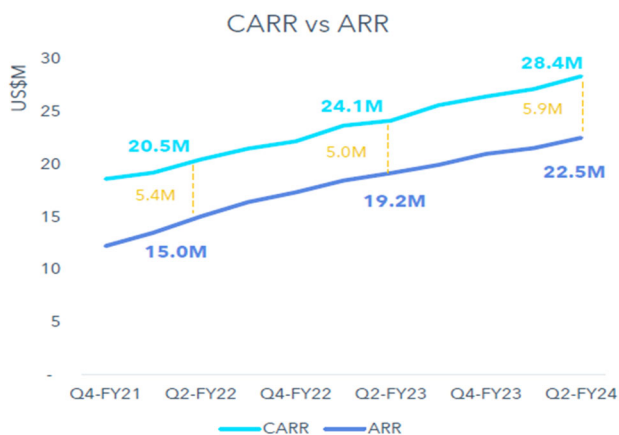
자료: Volpara Health, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. Volpara Health의 지역별 매출 비중 추이



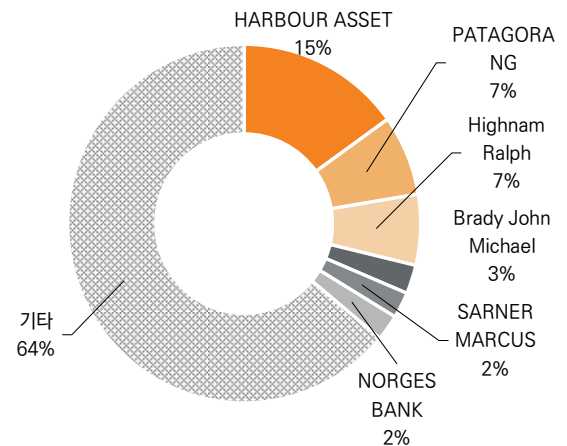
자료: Volpara Health, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. Volpara Health의 CARR 및 ARR 추이



자료: Volpara Health, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 지분율



자료: Volpara Health, 미래에셋증권 리서치센터

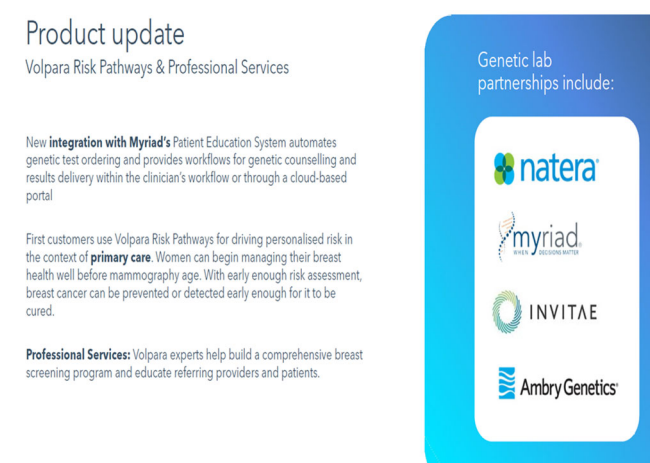
Volpara 인수의 3가지 시너지: 미국거점 확보, 데이터플랫폼 구축, 추가 사업영역 확대 용이성

① 안정적인 미국 거점 확보 및 교차판매 기회: Volpara는 미국 48개 주에 걸쳐 830개의 고객(2,000개 이상의 의료기관)을 보유하고 있다. 또한 매출의 90% 이상이 SaaS와 유지보수 등 반복매출이라는 점에서 서비스 판매이후 기존고객사와 관계를 지속적으로 유지할 수 있다. 현재 미국은 이로 인해 Lunit Insight의 미국진출을 위한 훌륭한 거점을 확보하게 된 셈이다. 또한, Volpara 솔루션 중 의료기기 인증이 필요 없는 제품에 대해서는 일본 같은 동사의 기존 주력 해외시장에 빠르게 선보일 수 있을 것으로 기대된다.

② 차별화된 데이터 플랫폼 구축: 동사는 지난 10주년 간담회에서 영상장비 파트너사들로부터의 독립성 강화와 의료AI 적응증 확장 및 데이터 사업으로 확장을 위해 AI솔루션 기업에서 AI 플랫폼 기업으로 진화하고자 하는 포부를 밝혔다. 동사는 동양인 중심 30만개의 유방촬영술 영상 데이터를 확보하고 있는데, Volpara를 통해 1억개의 이상의 미국인(동양, 서양, 히스패닉 등) 데이터를 확보할 수 있다. 또한 Volpara의 고객사로부터 매년 2천만건의 데이터를 수집 가능하다. Volpara가 확보한 데이터는 이미 환자동의를 얻은 데이터라는 점에서 가치가 크다. 동사는 Volpara의 데이터를 활용하여 단기적으로 이미 FDA허가를 받은 루닛 인사이트 MMG와 DBT 제품을 고도화하는데 활용하고, 나아가 초거대 AI에 적용시켜 정확도를 높인 AI 솔루션을 개발하고 자율형 AI 구축에도 활용할 것으로 예상된다.

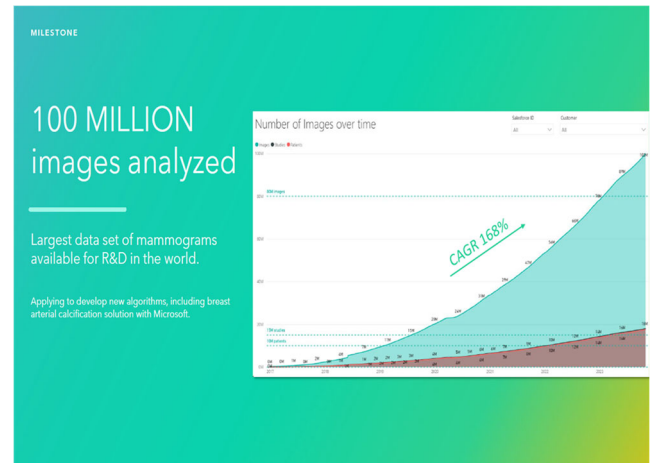
③ 추가 사업영역 확대 용이성: Volpara는 Natera, Myriad Genetics, Invitae 등 미국내 주요 암진단 서비스를 제공하는 CLIA랩과 제휴되어 있다. 서양에서는 유방암의 20~25%가 유전성 유방암에 해당하여 가족력이나 유전체검사를 진행하는 경우가 많기 때문에 상호간 시너지가 날 수 있다. 또한, 최근 고금리로 인한 자금조달의 어려움과 기업가치하락으로 미국 유전체분석 서비스 기업들의 기업가치가 상당히 떨어져있는데, 이는 동사에게 또다른 좋은 기회가 될 수도 있다. 더불어 최근 국내 체외진단업체들이 미국 CLIA랩과 체외진단 기업을 인수하는 사례도 늘고 있어, 국내 기업간 시너지가 발생할 가능성도 배제할 수 없다.

그림 9. 주요 암진단 CLIA 랩과 제휴된 Volpara



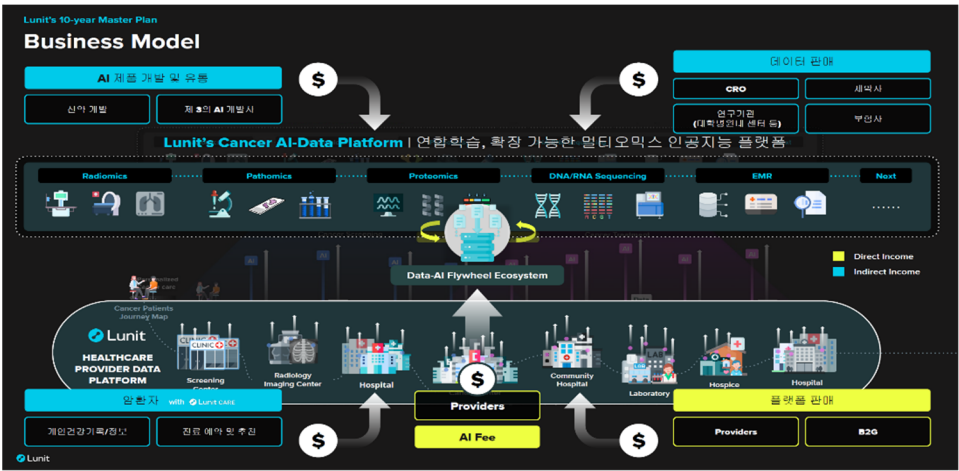
자료: Volpara Health, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 1억개의 유방촬영술 관련 영상데이터 확보



자료: Volpara Health, 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. 루닛의 2033년 Master Plan



자료: 루닛, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. 암 선별검사 관련 Applications



자료: 루닛, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. 동반진단관련 Applications



자료: 루닛, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. Volpara Health의 추정 손익계산서

(십억원)

	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24F	FY25F	FY26F
매출액	2.2	3.5	9.7	16.1	21.2	28.6	34.0	39.9	48.0
North America	1.8	3.0	9.1	15.6	20.3	27.6	32.8	38.6	46.4
APAC	0.4	0.4	0.5	0.4	0.8	0.9	1.1	1.3	1.5
EMEA	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
YoY	35%	57%	175%	67%	32%	34%	19%	18%	20%
North America		63%	206%	71%	30%	36%	19%	18%	20%
APAC		4%	20%	-4%	81%	16%	20%	16%	22%
EMEA		207%	-37%	-21%	45%	-28%	-20%	46%	17%
% of sales									
North America	82%	85%	94%	97%	96%	97%	97%	97%	97%
APAC	16%	11%	5%	3%	4%	3%	3%	3%	3%
EMEA	2%	5%	1%	1%	1%	0%	0%	0%	0%
매출액	2.2	3.5	9.7	16.1	21.2	28.6	34.0	39.9	48.0
SaaS			4.9	8.4	14.2	20.4	25.2	29.3	35.2
Maintenance			1.8	5.4	5.0	5.5	6.1	7.3	8.8
Capital Sales			2.6	1.3	1.0	1.1	1.1	1.4	1.7
Lung			0.4	1.0	1.1	1.2	1.3	1.6	1.9
Others			0.0	0.0	0.1	0.3	0.3	0.3	0.4
% of sales									
SaaS			51%	52%	67%	72%	74%	73%	73%
Maintenance			18%	34%	23%	19%	18%	18%	18%
Capital Sales			27%	8%	5%	4%	3%	4%	4%
Lung			4%	6%	5%	4%	4%	4%	4%
Others			0%	0%	0%	1%	1%	1%	1%
매출총이익	1.7	3.2	8.3	14.7	19.4	26.4	31.4	37.0	44.5
YoY	56%	83%	164%	77%	31%	36%	19%	18%	20%
GP margin	77.0%	89.6%	86.0%	91.4%	91.2%	92.4%	92.4%	92.5%	92.6%
영업비용	1.7	12.9	27.5	31.7	35.1	36.1	37.7	44.9	52.5
마케팅비	4.4	6.7	10.1	10.1	11.5	12.4	12.5	16.4	19.2
일반관리비	2.4	1.9	9.1	10.1	9.9	8.3	10.9	12.3	14.3
R&D비용	2.7	4.3	8.3	11.6	13.7	15.4	14.4	16.3	19.1
YoY	-59%	644%	114%	15%	11%	3%	5%	19%	17%
마케팅비	4%	51%	51%	-1%	14%	8%	1%	32%	17%
일반관리비	-11%	-22%	381%	11%	-1%	-16%	31%	13%	16%
R&D비용	273%	59%	95%	39%	18%	12%	-6%	13%	17%
% of sales	77%	365%	284%	197%	165%	126%	111%	112%	109%
마케팅비	198%	190%	105%	62%	54%	43%	37%	41%	40%
일반관리비	107%	54%	94%	62%	47%	29%	32%	31%	30%
R&D비용	120%	122%	86%	72%	64%	54%	42%	41%	40%
영업이익	0.09	-9.71	-19.22	-17.00	-15.75	-11.34	-7.82	-7.96	-8.08
YoY	-45%	-11469%	98%	-12%	-7%	-28%	-31%	2%	1%
OP margin	4%	-276%	-198%	-105%	-74%	-40%	-23%	-20%	-17%
EBITDA				-10.2	-11.5	-5.0	2.7	7.0	7.6
YoY					12%	-56%	-154%	161%	10%
EBITDA 마진				-63%	-54%	-17%	8%	17%	16%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 루닛과 Volpara Health의 2024년 추정 손익계산서

(십억원)	Lunit	Volpara	Lunit + Volpara
매출	30.3	39.9	70.3
매출총이익	30.3	37.0	67.3
GPM	100.0%	92.5%	95.7%
판매비	64.9	44.9	109.8
마케팅		16.4	16.4
일반관리비	51.3	12.3	63.6
R&D	13.6	16.3	29.9
% of Sales			
마케팅	0%	41%	23%
일반관리비	169%	31%	90%
R&D	45%	41%	43%
영업이익	-34.6	-8.0	-42.6
OPM	-114%	-20%	-61%
EBITDA	-26.5	7.0	-19.6
EBITDA 마진	-88%	17%	-28%

주: 루닛은 2024년 당사 추정치 기준, Volpara는 FY25 당사 추정치 기준

자료: 각사, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 루닛과 Volpara Health의 추정 재무상태표

	Lunit	Volpara	Lunit + Volpara
자산총계	266.9	67.0	333.9
유동자산	237.1	23.2	260.3
현금성자산	229.6	11.0	240.6
매출채권	5.3	7.4	12.7
기타	2.2	4.7	7.0
비유동자산	29.8	43.8	73.6
유형자산	3.4	0.3	3.7
무형자산	1.6	38.8	40.4
기타	24.9	4.7	29.6
총부채	27.4	26.9	54.3
유동부채	7.5	26.3	33.8
매입채무		4.5	4.5
이연수익		20.3	20.3
기타	7.5	1.6	9.1
고정부채	19.9	0.6	20.5
자본총계	239.5	40.0	279.6
자본금	523.7	153.4	677.1
이익잉여금	-292.7	-117.0	-409.7
기타	8.5	3.6	12.1

주: Volpara Health는 FY1H24 기준, 루닛은 4Q23 당사 추정치 기준, Volpara 인수를 위한 자금조달(약 2,525억원)은 반영하지 않았음

자료: 미래에셋증권 리서치센터

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.