

FS Research

황세환 연구원

admin@fsresearch.net

투자의견	Not Rated
목표주가	-
현재주가(12/14)	27,900원
상승여력	-

시가총액	3,412억원
총발행주식수	12,227,628주
60일 평균 거래량	140,749주
52주 고	45,350원
52주 저	19,450원
외인지분율	22.9%
신용비율	0.4%
자본금	61억원
액면가	500원

주요주주	
백승욱 외	22.6%

행사기간	미전환된 주식수
없음	

주요 자회사	지분률
루닛 미국법인	100.0%
루닛 중국법인	100.0%

FS리서치 텔레그램 FS리서치 홈페이지



이 기업이 잘되면 내 수명이 늘어납니다

의료 분야의 인공지능 솔루션 개발업체

동사는 인공지능 기술을 활용한 사업을 진행하기 위해 2013년 창업을 한 회사이다. 초기에는 인공지능으로 원하는 패션 코디를 추천해주는 기술을 개발하였는데 차별화가 어렵다고 생각하여 정확도에 민감한 의료분야로 사업을 전환하였다. 동사는 엑스레이 영상을 인공지능으로 분석하여 폐암 및 흉부 관련된 질병을 찾아주는 솔루션인 '루닛 인사이트'를 제공하고 있다. 그 외에는 루닛 스콕이라고 하는 면역항암제의 반응률을 높일 수 있는 솔루션도 보유하고 있다.

글로벌 1등 회사에 투자할 수 있는 기회

2017년 항암제 분야는 면역항암제의 병용투여라는 테마로 신라젠은 주가가 20배 이상 상승했었다. 하지만 전세계적으로 병용임상을 진행하는 회사는 너무 많았고 임상을 통과하기도 쉽지 않았다. 결국 기대감으로 신라젠의 주가는 20배 올랐던 것인데, 루닛 스콕이 면역항암제 개발업체와 본격적인 테스트에 들어간다면 신라젠에 적용됐던 아이디어가 루닛에도 적용될 수 있다. 또한 루닛 인사이트의 매출 가시성이 매우 높다. 현재 전문의가 엑스레이 영상을 판독하는 것에 대한 생산성과 정확도를 고려할 때 인공지능이 탑재된 장비로 바뀔 가능성이 높아 보이고, 실제로 그렇기 때문에 보수적인 의료분야임에도 불구하고 동사의 올해 매출액이 3배 가까이 증가하는 것이라고 생각된다. 루닛 인사이트는 GE헬스케어, 필립스, 후지필름을 고객사로 갖고 있고 이 고객사들의 엑스레이 장비에 탑재하기 위해 2년간 커스텀마킹 작업을 했다. 경쟁사가 현재 대체하기는 상당히 어려운 상황이다. 고객사들의 물량만 해도 약 4천억원 이상의 잠재 수요가 있기 때문에 이 부분이 중장기적으로 매출이자 이익으로 인식될 수 있는 부분이다. 웬만한 바이오텍보다 매출 가시성이 훨씬 높는데, 시장 규모와 성장성도 높다. 또한 진입장벽이 높은 의료시장에서 수출 비중이 89%일 정도로 글로벌 시장에서 고객을 확보하여 레퍼런스를 쌓고 있다는 점과 향후 중장기적으로 고성장이 기대되는 산업에서 전세계 top의 기술력을 갖고 있다는 점이 가장 큰 투자포인트라고 생각된다.

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, %, 배)

결산(12월)	2021	2022F	2023F	2024F	2025F
매출액	66	179	371	741	1,176
영업이익	-457	-441	-207	-39	266
영업이익률	-692.4	-246.4	-55.8	-5.3	22.6
세전이익	-737	-308	-207	-39	266
지배주주순이익	-737	-308	-207	-39	266
PER	-	-	-	-	12.8
PBR	-	4.1	4.1	4.1	4.1

자료: FS리서치, 텔레그램-<https://t.me/FSResearch> 홈페이지- <http://www.fsresearch.co.kr/>

주 : 22,23,24년 PBR의 자본총계는 22년 3분기 기준

I. 보고서를 작성하기에 앞서..

필자는 암 조기진단 시장과 인공지능 기술 및 시장이 중장기적으로 크게 성장할 거라고 생각한다. 그 시장을 기술적으로 잘 알고 있어서 그렇게 생각하는 것은 아니다. 소비자 입장에서 있으면 정말 좋은 서비스라고 생각하기 때문이다. 주식적으로 매력을 느끼는건 아직 주변에서 암 조기진단과 인공지능에 대해서 열광하는 사람을 못봤기 때문에 수급이 비어있다는 측면에서 좋아보인다. 다시 돌아가서 암 조기진단은 누구나 원하는 기술이 아닐까 싶다. 암이 다 커져서 손 쓸수 없을 때가 아니라 암세포가 아주 작을 때 생겼다는 것을 알면 약물이나 물리적 수술, 면역항암제, 식이요법, 금연 등 해볼 수 있는 대처가 다양할 것이고 암세포도 작기 때문에 완치될 수 있는 확률이 높을 것이다. 따라서 암이 커지기 수년전에 암이 생겼다는 것을 알 수 있는 서비스가 있다면 그 서비스의 가치가 얼마나 될까? 1회 서비스 비용이 기십만원 수준이라면 서비스를 받고 싶은 소비자가 엄청나게 많지 않을까? 현실적으로 의사가 폐암을 확진하려면 조직검사를 해야하고 그 전에 암을 확인하는 방법은 엑스레이나 CT촬영인데 엑스레이 검사로는 사람의 눈으로 초기 암세포를 잡아내는 것은 현실적으로 불가능하다. 인간의 영역으로 해낼 수 없는 일을 다른 접근방법으로 해낼 수 있는 것이 인공지능이다. 필자가 인공지능 기술을 좋게 보는 이유는 1) 인간이 해낼수 없는 일을 할 수 있다는 점, 2) 인간보다 월등히 빠른 속도로 할 수 있어 생산성이 높다는 점, 3) 가장 중요한 점은 딥러닝을 통해 일을 잘 해낼수 있는 능력이 계속해서 향상된다는 점이다. 인공지능이 암세포의 극초기에도 100% 확률로 잡아낼 수 있다면 그 서비스를 안받을 사람이 있을까? 의사가 아닌 인공지능이 암을 확진할 수 있는 시대도 올 수 있지 않을까? 수십년이 지나면 암은 초기에 모두 잡을 수 있는 병이 될 수도 있다. 하지만 지금은 기술적으로도 그정도 수준은 아니고 이런 서비스가 있다는 것을 아는 사람도 거의 없으니 인공지능을 통한 암 조기진단 시장은 향후 10년간 얼마나 커질 수 있을지 가늠이 되지않는다. 시장이 커지는 것이 명확하다면 경쟁사를 모두 제칠 수 있는 기업을 찾으면 된다.

II. 기업 개요

의료 영상을 인공지능으로 분석하는 업체

동사는 인공지능 기술을 활용한 사업을 진행하기 위해 2013년 창업을 한 회사이다. 초기에는 인공지능으로 원하는 패션 코드를 추천해주는 기술을 개발하였는데 차별화가 어렵다고 생각하여 정확도에 민감한 의료분야로 사업을 전환하였다.

동사의 솔루션(소프트웨어)은 크게 2가지로 나눌수 있는데 먼저 '루닛 인사이트'에 대해 설명하겠다. '루닛 인사이트'는 앞서 언급한 솔루션인데, 흉부 엑스레이 영상을 인공지능이 분석하여 암의 유무 뿐만 아니라 암이 존재할 확률을 알려주는 솔루션이다. 엑스레이 영상은 현재 디지털 신호로 변환되어 있기 때문에 이 디지털 신호의 패턴을 인공지능이 학습하여 암의 유무를 판별하는 구조라고 보면 된다. 또한 유방암의 유무를 판별하는 '루닛 인사이트 MMG' 솔루션도 보유하고 있다. 올해 3분기 누적으로 '루닛 인사이트 CXR'(흉부 엑스레이를 분석하여 폐암, 결핵 등 흉부와 관련한 10개의 질병을 찾아주는 솔루션) 매출이 47.2억원, 유방암 유무를 판별하는 '루닛 인사이트 MMG' 매출이 12.1억원을 기록하였다.

질병과 관련해서는 이렇게 나눌수 있고, 동사는 루닛 인사이트에 대해서 2가지 비즈니스 모델을 가지고 있다. 동사가 전세계 병원을 대상으로 루닛 인사이트 영업을 하기는 어렵기 때문에 파트너사와 판매 및 마케팅 활동을 협업하고 수익을 쉐어하는 구조로 영업을 하고 있다. 첫 번째 파트너사이자 고객사는 엑스레이 장비를 생산하는 GE헬스케어, 필립스, 후지 등의 업체인데 이 회사들이 병원에 엑스레이 장비를 공급하기 때문에 여기에 동사의 '루닛 인사이트'를 내장해서 공급할 수 있다. 그럼 병원에서는 인공지능이 엑스레이 영상을 자동으로 분석해주는 장비를 사용할 수 있게 되는 것이다.

그림 1. 암의 조기진단이 가능한 루닛 인사이트



자료: 루닛

II. 기업개요

당연히 엑스레이 장비 한 대에 다수의 인공지능 솔루션이 사용될 수는 없기 때문에 파트너사들을 얼마나 선점하고 있느냐가 중요한데 동사는 이미 GE헬스케어, 후지필름, 필립스와 공급 계약을 맺고 있기 때문에 글로벌 엑스레이 장비 중 절반에 동사의 인공지능 솔루션이 탑재될 예정이다.

두 번째 파트너사들은 PACS 업체들이다. PACS란 Picture Archiving and Communication System의 약자로 엑스레이와 같은 영상을 디지털로 변환하여 저장하고 관리하는 솔루션(소프트웨어)이다. 국내에는 인피니티헬스케어와 같은 업체가 있다. 동사는 디지털로 변환된 엑스레이 영상을 인공지능으로 분석하여 폐와 관련된 질병의 유무를 판단해주는 것이다. 이는 엑스레이 영상 1장을 분석할 때마다 과금되는 방식이다. 동사는 글로벌 PACS 시장의 절반정도를 차지하고 있는 GE헬스케어, 후지필름, 아그파와 파트너 계약이 되어 있기 때문에 향후 이 부분에서도 매출 발생이 가능하다.

루닛 인사이트는 의사가 보기 어려운 초기 암을 판별한다는 점 외에도 병원에서는 생산성을 올릴 수 있는 장점도 있다. 실제 용인 세브란스병원의 인터뷰에서도 판독속도가 30% 빨라졌다고 언급한 부분이 있고, 루닛 인사이트의 판독속도는 엑스레이 사진 1장당 2~3초 수준이어서 사람이 따라가기는 불가능한 속도이다. 이런 강점을 바탕으로 고객 재계약율 94%, 국내 상급병원 10개중 7개가 도입할 만큼 고객들로부터 입증받은 솔루션이다.

그림2. 글로벌 엑스레이 시장 점유율



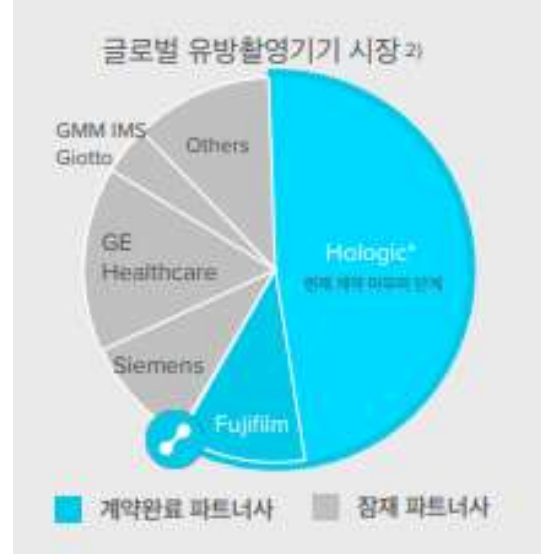
그림3. 글로벌 PACS 시장 점유율



자료 : General Radiography and Fluoroscopy Report 2021 by Signify Research

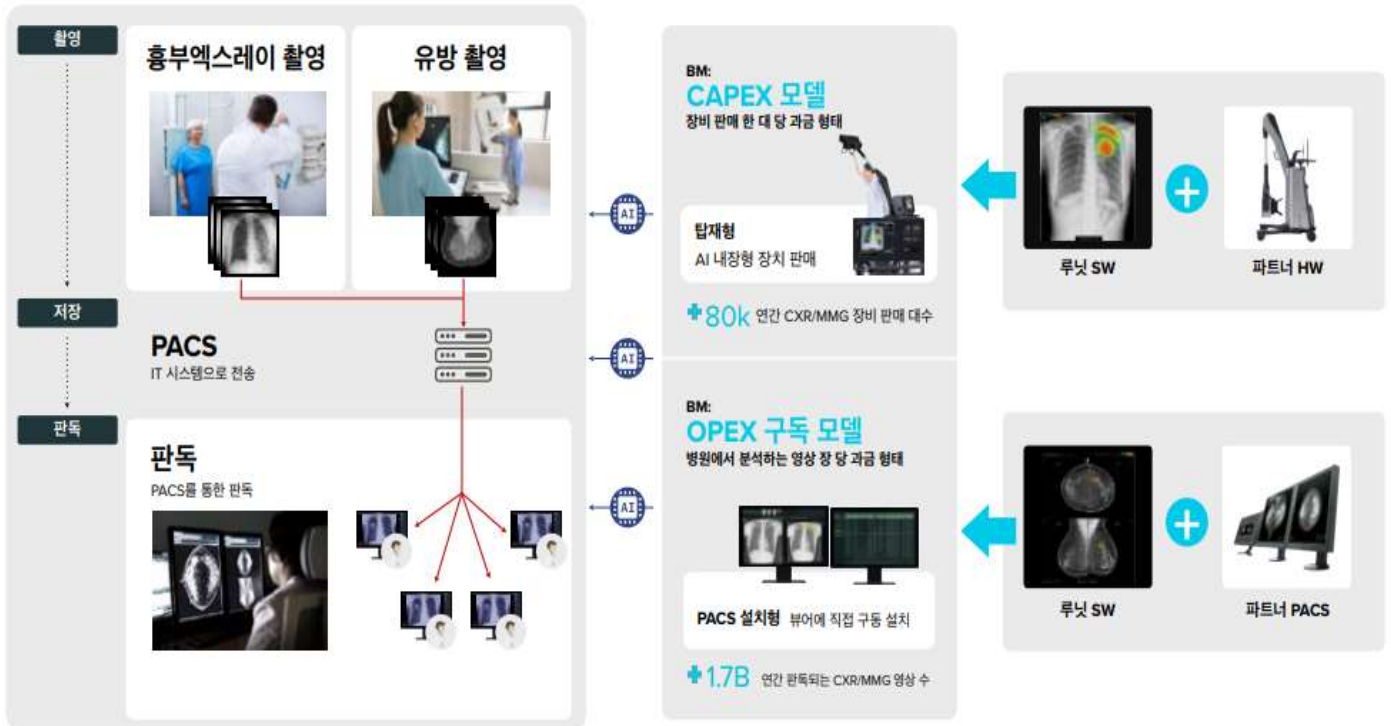
자료 : Healthcare IT Value By Geography, Global, 2015-2025 by Global data

그림4. 글로벌 유방촬영기기 시장점유율



자료 : Breast Imaging report - 2021 Edition by Signify Research

그림 5. 루닛 인사이트의 비즈니스모델



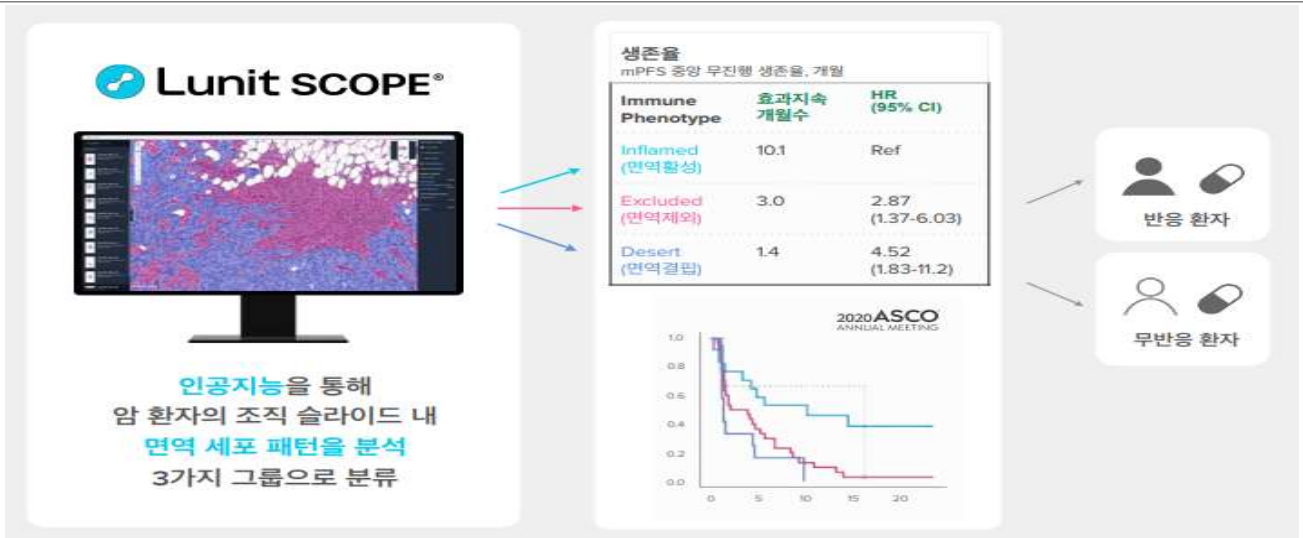
자료: 루닛

II. 기업 개요

면역항암제의 반응률을 올려주는 '루닛 스콥'

루닛 스콥은 쉽게 설명하면 면역항암제의 반응률을 높여주는 솔루션이다. 면역항암제는 면역반응을 활성화시켜 암세포를 사멸시키는 치료제로 기존의 표적항암제와는 차별화된 기전으로 암을 치료한다. 하지만 면역항암제는 반응률이 30%정도로 알려져있을 정도로 낮은 환자 반응률이 문제였다. 이를 개선하기 위해 여러 바이오텍 기업들이 면역항암제와 병용투여 임상을 진행하고 있다. '루닛 스콥'의 역할은 A라는 환자가 면역항암제를 맞으면 효과가 있을지 없을지 판별해주는 것이라고 보된다. 그림 6의 왼쪽 그림과 같이 환자의 조직슬라이드 내에 면역세포의 이미지를 인공지능으로 분석하여 면역항암제가 효과가 있을 사람과 없을 사람을 판별해주면 병원에서 이를 감안하여 효과가 있을 사람에게만 투약을 했을 때 더 높은 면역항암제 반응률을 기대할 수 있다는 것이 루닛스콥의 최대 강점이다. 제약사나 병원입장에서는 당연히 더 많은 환자한테 투약을 할 수 있기 때문에 니즈가 큰 솔루션이다. 실제로 동사는 루닛 스콥을 적용하여 면역항암제의 반응률을 올릴 수 있는지 수십군데의 제약사와 협업을 진행하고 있다. 반응률 상승에 대한 확신이 생기면 제약사는 면역항암제와 루닛스콥을 한 세트로 묶어서 판매하게 된다. 즉, 병원에서는 A라는 면역항암제를 맞기전에 루닛 스콥으로 검사를 받고 면역항암제가 효과가 있을거라는 결과를 받아야 면역항암제를 맞을 수 있게되는 것이다. 현재 70조원에 가까운 면역항암제의 시장규모와 높은 성장률, 그리고 낮은 반응률을 감안하면 루닛 스콥의 매출 잠재력을 기대해볼만 하다.

그림 6. 루닛 스콥



자료: 루닛

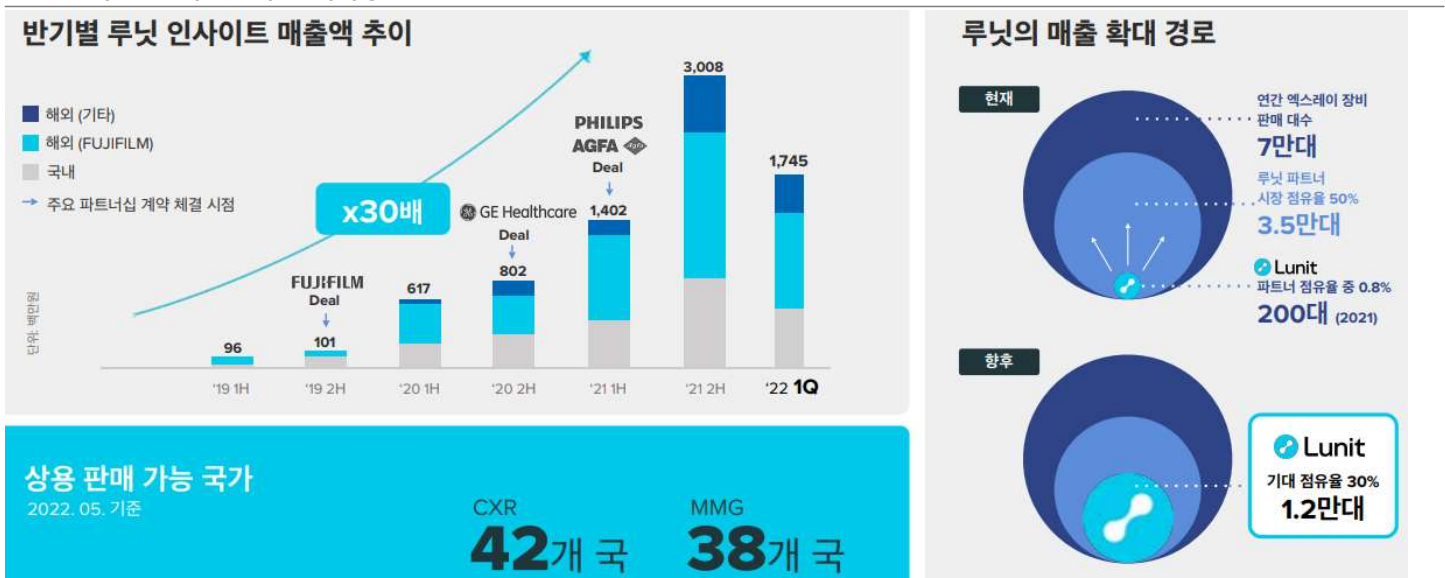
III. 투자 포인트

1) 고성장이 보장된 루닛 인사이트

그림 2번에서 본 것처럼 '루닛 인사이트'의 고객사이자 파트너인 GE헬스케어, 후지필름, 필립스의 시장점유율은 50%에 육박한다. 그림 7처럼 고객사들의 연간 엑스레이 장비 판매량은 3.5만대 수준이고 지난해 루닛 인사이트는 아직 200대 밖에 공급이 되지 않았다. 유방암 촬영장비 부문에 고객인 Hologic사의 장비까지 동사의 루닛 인사이트가 모두 적용되면 전체 수요량은 4,000억원 규모가 될 것으로 추정된다. 루닛 인사이트가 엑스레이 장비에 탑재되어도 제품가격은 20%정도 상승할 것으로 추정되어, 병원입장에서 엑스레이를 빠르게 판독하여 환자를 더 받고, 인건비를 줄일 수 있다는 점을 감안하면 장기적으로 전량 루닛 인사이트가 탑재될 수 있다고 생각된다. 즉 동사는 루닛 인사이트에서만 4,000억원 이상의 매출이 가능해보인다.

이와 같은 대규모 매출이 가능해보이는 이유는 앞서 언급한 동사의 제품력이다. 먼저 보수적인 의료업계에서 올해 200억원의 가까운 매출이 발생할 정도로 고객의 선택을 받았다는 것만으로도 제품력이 탁월하다는 증거이다. 여기에 재구매율 94% 또한 이러한 점을 방증하고 있다. 엑스레이 영상 판독속도 2~3초으로 병원 입장에서는 생산성을 월등히 향상시킬 수 있다. 생산성만 빨라지는 것이 아니다. 판독의 정확성에 있어서도 기존 의사가 혼자 판독할 때 보다 정확한 결과를 보여주기 때문에 환자, 병원, 장비업체 모두 윈윈할 수 있다는 측면에서 잠재 수요는 모두 매출로 전환될 수 있다는 판단이다.

그림 7. 루닛 인사이트의 잠재시장



자료: 루닛

III. 투자 포인트

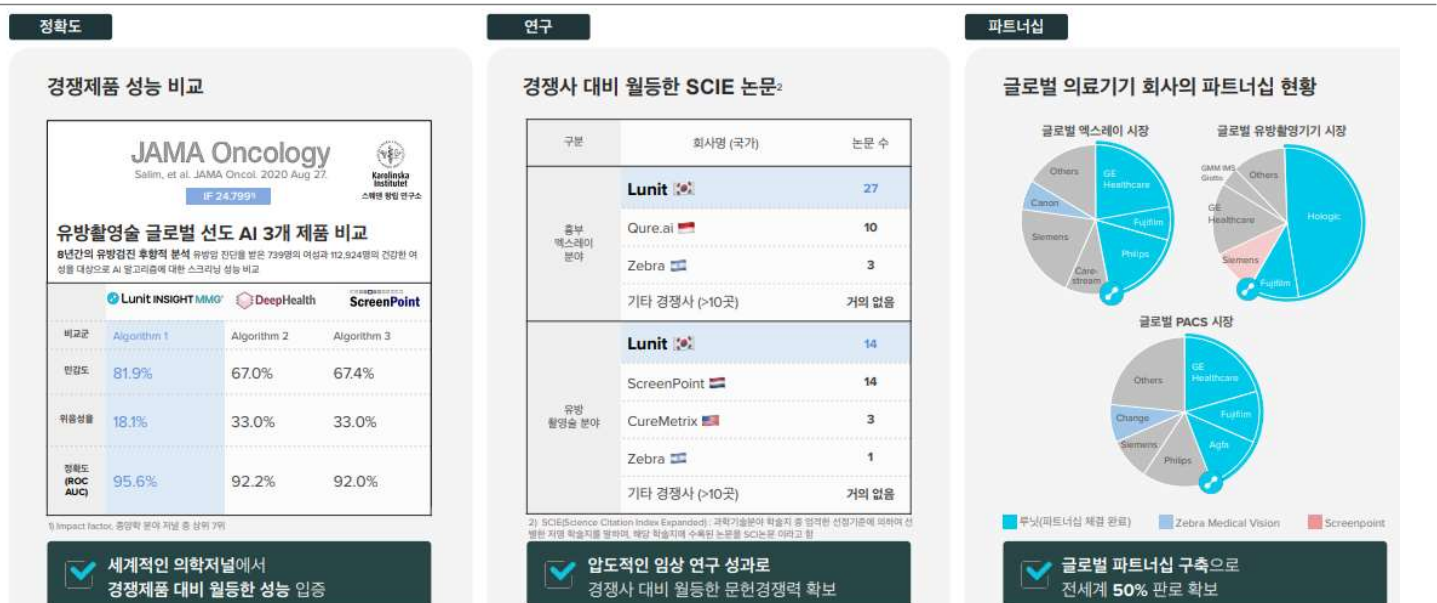
2) 경쟁자를 압도하는 실력차

시장이 커질 것은 명확하기 때문에 경쟁자만 없다면 동사가 그 수혜를 온전히 누릴 것이다. 물론 동사도 경쟁자가 없는 것은 아니다. 글로벌 의료 AI 업체들이 많이 경쟁하고 있지만 동사가 압도하고 있다는 점은 몇가지로 확인 가능하다. 먼저 다수의 엑스레이 업체들이 선택했다는 것 자체가 그 증거다. 엑스레이 영상을 분석할 인공지능 솔루션을 여러개 사용할 순 없기 때문에 가장 좋은 솔루션 하나를 선택해야하는데 주요 플레이어들이 동사를 선택했다. 케어스트림은 계속해서 동사와 커뮤니케이션을 하고 있고, 필립스는 자체 개발중인 점을 감안한다면 사실상 엑스레이업체들 거의 모두한테 선택 받았다고 봐도 된다.

그림 8의 데이터를 봐도 민감도와 위음성률, 정확도 측면에서 경쟁사 대비 탁월한 결과치를 보이고 있고 임상 연구성과에서도 경쟁사 대비 뛰어난 모습을 보이고 있다. 또한 2016년, 2017년 AI 대회에서 1등을 할 정도로 알고리즘에 대해서도 기술력을 입증했다. 여기에 글로벌 액체생검업체인 가던트헬스케어가 AI부문의 협력을 위해 동사에 지분투자를 한 점도 동사의 기술력이 얼마나 뛰어난지 방증하는 요인이라고 판단된다.

정리하자면 향후 엑스레이 장비에는 영상 분석을 위한 인공지능 솔루션이 탑재될 것인데, 경쟁사와의 실력차로 동사가 상당부분 공급할 가능성이 높기 때문에 장기적으로 약 4,000억원으로 추정되는 잠재 매출이 모두 발생할 가능성이 높아 보인다.

그림 8. 루닛 인사이트의 잠재시장



자료: 루닛

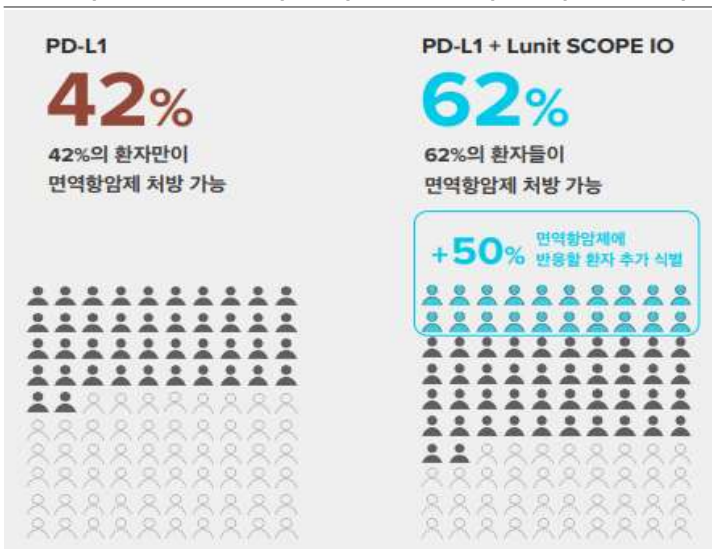
III. 투자 포인트

3) '루닛 스콥'의 필요성 급증할 전망

루닛 스콥에 대해서는 면역항암제의 반응률을 높일 수 있는 솔루션이라고 설명하였다. 그림9를 보면 기존에 조직검사를 하여 PD-L1 면역항암제에 반응이 있는 비율은 42%정도인데 PD-L1 검사와 동사의 루닛 스콥 IO를 동시에 적용하면 62%의 환자들이 면역항암제에 반응할 수 있는 환자로 분류된다. 무려 50%의 환자가 면역항암제 처방을 추가로 받아 효과를 볼 수 있다. 면역항암제의 반응률을 높이는 서비스는 제약사와 병원, 그리고 환자까지도 모두 득이 될 수 있는 서비스이다. 정부 보험 재정에서도 인공지능 솔루션을 추가로 활용하면 면역항암제를 맞아도 효과가 없을 환자를 더 정확하게 분류해주기 때문에 재정을 아낄 수 있어 니즈가 높고 미국의 사보험사들도 마찬가지이다. 액체생검, DNA 유전자분석, 조직의 인공지능 분석 등 다양한 방법으로 항암제의 반응률을 높이는 검사를 진행하고 있는데, 인공지능도 한 축을 담당할 수 있을 것으로 기대된다.

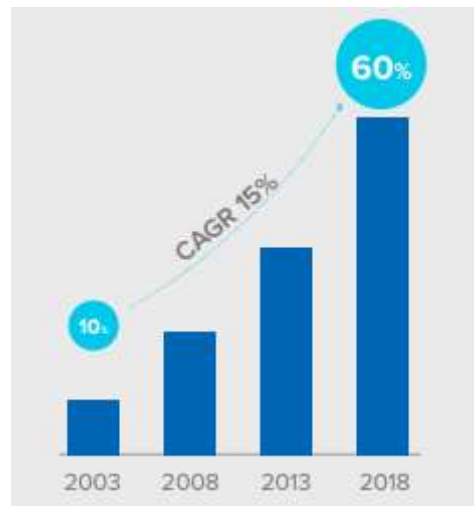
동사에서 추정하고 있는 면역항암제 대상 암환자는 약 480만명으로 추산하고 있다. 루닛 스콥 IO의 공급가인 1,500달러로 환산하면 약 10조원의 시장이다. 물론 이 시장은 gnomi Health, Foundation Medicine 등 유전자 분석업체와 액체생검 업체도 활동할 수 있는 영역이기 때문에 동사가 전체 시장에서 얼마나 점유할 수 있는지는 지켜봐야한다. 결국 기존 방식대비 반응률을 얼마나 더 정확하게 올릴 수 있느냐가 관건일 것이다. 현재 동사는 면역항암제에 대해서 수십군데의 제약사와 테스트를 진행중인 것으로 파악되고 있는데 얼마나 사업화가 가시화 되느냐에 따라 실적의 방향성이 결정될 것이다.

그림9. 루닛 스콥 IO를 사용전후 PD-L1 면역항암제 반응률 차이



자료 : 루닛

그림10. 항암제 투여 전 바이오마커 검사 사용빈도



자료 : Vadasetal, J Precision Medicine

IV. 실적 전망

2025년까지 실적 고성장 전망

매출액은 루닛 인사이트와 스콥 모두 고성장을 지속할 것으로 예상하고 이에 따라 2025년에는 흑자전환할 것으로 예상된다. 내년 GE헬스케어와 필립스에서 루닛 인사이트를 탑재한 엑스레이 판매가 시작될 것으로 기대되고 Hologic社도 영업을 시작하면서 2025년까지 루닛 인사이트 매출은 고성장할 것으로 전망된다. 루닛 스콥도 내년에 가던트헬스케어와 솔루션 출시를 계획하고 있고 2024년에는 현재 테스트를 진행하고 있는 일부 제약사에 루닛 스콥을 제공할 것으로 추정하였다.

2017년 항암제 분야는 면역항암제의 병용투여라는 테마로 신라젠은 주가가 20배 이상 상승했었다. 하지만 전세계적으로 병용임상을 진행하는 회사는 너무 많았고 임상을 통과하기도 쉽지 않았다. 결국 기대감으로 신라젠의 주가는 20배 올랐던 것인데, 루닛 스콥이 면역항암제 개발업체와 본격적인 테스트에 들어간다면 신라젠에 적용됐던 아이디어가 루닛에도 적용될 수 있다. 또한 루닛 인사이트의 매출 가시성이 매우 높다. 현재 전문의가 엑스레이 영상을 판독하는 것에 대한 생산성과 정확도를 고려할 때 인공지능이 탑재된 장비로 바뀔 가능성이 높아보이고, 실제로 그렇기 때문에 보수적인 의료분야임에도 불구하고 동사의 올해 매출액이 3배 가까이 증가하는 것이라고 생각된다. 루닛 인사이트는 GE헬스케어, 필립스, 후지필름을 고객사로 갖고 있고 이 고객사들의 엑스레이 장비에 탑재하기 위해 2년간 커스트마 이징 작업을 했다. 경쟁사가 현재 대체하기는 상당히 어려운 상황이다. 고객사들의 물량만 해도 약 4천억원 이상의 잠재 수요가 있기 때문에 이 부분이 중장기적으로 매출이자 이익으로 인식될 수 있는 부분이다. 웬만한 바이오텍보다 매출 가시성이 훨씬 높는데, 시장 규모와 성장성도 높다. 또한 진입장벽이 높은 의료시장에서 수출 비중이 89%일 정도로 글로벌 시장에서 고객을 확보하여 레퍼런스를 쌓고 있다는 점과 향후 중장기적으로 고성장이 기대되는 산업에서 전세계 top의 기술력을 갖고 있다는 점이 가장 큰 투자포인트라고 생각된다.

표1. 사업부별 실적 전망

(단위: 억원)

	2020	2021	2022F	2023F	2024F	2025F
루닛인사이트(제품)	9	28	102	215	426	746
루닛인사이트(서비스)	5	9	17	36	75	130
루닛스콥	0	23	59	120	240	300
기타	-	6	1	-	-	-
매출액	14	66	179	371	741	1,176
영업이익	-209	-457	-441	-207	-39	266

(자료: FS리서치)

▶ Compliance Note

- 동 자료는 투자에 대한 참고자료일뿐, 투자로 인한 손실이 발생했을시에 FS리서치에서 책임지지 않습니다.
 - 동 자료에 게재된 내용들은 자료작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었습니다.
 - 동 자료에 언급된 내용은 신의성실하게 작성하였지만, 모든 내용이 100% 정확하다고 할 수 없습니다.
 - 당사는 자료 작성일 현재 분석대상 기업의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
-