

AI 소프트웨어

빅테크 기술 경쟁? 오히려 좋아





AI 소프트웨어

빅테크 기술 경쟁? 오히려 좋아



백종민

스몰캡

02 3770 5598

jongmin.baik@yuantakorea.com



CONTENTS

I. 빅테크 기술 경쟁? 오히려 좋아	5
생성형 AI가 불러온 AI 산업 성장의 가속화. 기회? 위기?	6
생성형 AI의 파급효과, 정부차원의 대응 확대	8
한국 정부, 적극적인 AI 생태계 육성	10
기업 차원의 생성형 AI 솔루션 확대는 글로벌 트렌드	14
국내 B2B 시장은 토종 기업 우위 전망	16
생성형 AI, 성장하는 의료 AI 산업에 날개를 달아주다	18
원래도 잘하던 국내 의료 AI 기업, 국내외로 추가 성장 전망	19

II. 기업분석	21
코난테크놀로지(402030)	23
솔트룩스(304100)	37
뷰노(338220)	51
루닛(328130)	65

AI 소프트웨어

빅테크 기술 경쟁? 오히려 좋아

생성형 AI가 불러온 AI 산업 성장의 가속화. 기회? 위기?

2022년 말 대표적인 생성형 AI 서비스 ChatGPT가 출시되면서 AI 산업은 사람들이 인지하고 있는 모든 영역에 걸쳐 확산되며 무한한 가능성을 제시하고 있다. 글로벌 빅테크의 기술 경쟁은 AI 주권 문제로 이어지며, 정부 차원의 대응을 촉발했다. 이는 전체 AI 산업 자체가 성장하는 결과로 나타나고 있다. AI 생태계의 성장은 중소 AI 소프트웨어 기업과 스타트업에게 오히려 기회 요인으로 작용할 것이라고 판단된다.

각국 정부차원의 대응 확대 = AI 생태계 활성화

지난 9월 출시한 OpenAI O1의 IQ는 120 수준으로, AI가 사회 전반을 변화시킬 수 있는 시기가 도래하고 있다. 세계 각국 정부들은 자국 내 AI 생태계를 활성화하기 위해 투자를 확대하는 추세이다. 한국 정부는 전국민 AI 일상화 실행계획을 추진하며, 복지, 문화, 공공, 일반 기업체까지 국가 전반을 대상으로 AI 서비스를 도입하고 있다. 중소 AI S/W 기업들은 관련 프로젝트를 수행하면서 수혜를 받았다. 한국의 AI G3 도약 목표를 위한 정책 로드맵이 제시되고 있는 가운데, 추가적인 사업과 함께 지원 확대가 예상된다.

B2B AI 솔루션 시장의 개화

생성형 AI 솔루션을 필두로 B2B 시장이 개화하고 있다. 곳곳에서 AI 기술이 생산성을 향상하는 사례가 확인되는 가운데, 국내도 대기업부터 중소기업까지 수요가 확대되고 있다. 선두를 차지하고 있는 OpenAI의 기업용 솔루션은 보안과 비용 측면에서 부담으로 작용하고 있다. 국내 기업들은 맞춤형으로 저렴한 비용과 높은 보안성을 갖춘 솔루션을 출시하고 있다. 글로벌 빅테크가 키워 놓은 시장에 손가락을 얹을 수 있는 기회로 작용할 것으로 판단된다.

생성형 AI, 성장하는 의료 AI 산업에 날개를 달아준다

의료 산업은 AI 도입의 필요성이 강조되어 왔다. 그럼에도 산업의 특수성으로 인해 윤리, 안정성 측면에서 우려가 존재했다. 생성형 AI의 등장은 의료 AI 기술을 고도화하는 것은 물론 제도 기반이 강화되는 계기가 되고 있다. 지난 9월 한국 보건복지부는 의료 인공지능 연구 개발 로드맵을 통해 의료 AI 기술 개발 투자 확대 및 제도 기반 강화 방안을 추진하고 있다. 국내 의료 AI 기업은 우수한 IT, 의료 인프라를 바탕으로 글로벌 시장에서 영역을 확대하고 있다. 정책 지원을 통해 시장 지위를 지키는 한편, 신규 국가 진출로의 확장이 예상된다.

AI S/W:코난테크놀로지, 솔트룩스 / 의료 AI:뷰노, 루닛

AI S/W 기업으로 코난테크놀로지(402030), 솔트룩스(304100)를 주목한다. 양사는 뛰어난 시장 대응력과 선제적인 투자를 통해 성장 기반이 마련되어 있다는 점에서 주목해야한다. 의료 AI 기업으로 뷰노(338220), 루닛(328130)을 주목한다. 다수의 제품이 국내외 인증을 획득했고 시장을 선점해 나가고 있다는 점이 주목해야할 포인트이다.



백종민 스몰캡
jongmin.baik@yuantakorea.com

종목	투자 의견	목표주가 (원)
코난테크놀로지	Not Rated()	()
솔트룩스	Not Rated()	()
뷰노	Not Rated()	()
루닛	Not Rated()	()

빅테크 기술 경쟁? 오히려 좋아

생성형 AI가 불러온 AI 산업 성장의 가속화. 기회? 위기?

2022년 말 대표적인 생성형 AI 서비스 ChatGPT가 출시되면서 AI 산업은 거대한 변혁을 맞이했다. 생성형 AI(Generative AI)는 데이터에서 패턴을 학습하여 새로운 콘텐츠를 생성할 수 있는 인공지능 기술을 의미한다. 기존 AI와 달리 데이터 분석과 예측을 넘어 새로운 콘텐츠와 해결책을 직접 창작하는 영역으로 확대됐다. 편의성과 업무 효율성을 크게 향상시키는 AI 애플리케이션이 등장하면서 기존 전문가의 영역이었던 AI 기술이 개인의 생활 속으로 진입했다. 쇼핑, 고객 응대 등등 사람들이 인지하고 있는 거의 모든 영역에 걸쳐 확산되며 무한한 가능성을 제시하고 있다.

생성형 AI의 등장은 AI 산업의 성장을 가속화하고 있다. 생성형 AI 기술 선점을 위한 글로벌 빅테크(마이크로소프트, 구글, 아마존, 메타, Open AI 등)의 경쟁 심화는 AI의 기술을 고도화하고 영향력을 확대하고 있다. 이에 AI 주권이라는 단어의 등장과 함께 주요국들은 정부 차원에서 대응에 나서고 있다. 또한 AI의 역할이 확대되면서 기업 차원에서의 AI 기술 도입 수요가 확산되고 있고, 이는 거의 모든 산업으로의 확장까지 이어지고 있다.

AI 산업의 성장은 생성형 AI 기술이 주도하고 있다. 투자의 관점에서 보면 대규모 자본과 데이터를 보유한 글로벌 빅테크들만의 리그가 될 수 있다는 우려가 있을 수 있다. 그럼에도 전체 AI 산업의 시장규모가 성장하고 있다는 점은 긍정적이다. Statista(비즈니스 데이터 플랫폼)의 2025년 AI 시장 규모 추정치는 생성형 AI가 등장하기 전과 후 추정시점에 따라 약 2배(2020년: 1,260억 달러 2024년: 2,440억 달러) 가까이 확대된 것으로 보인다.

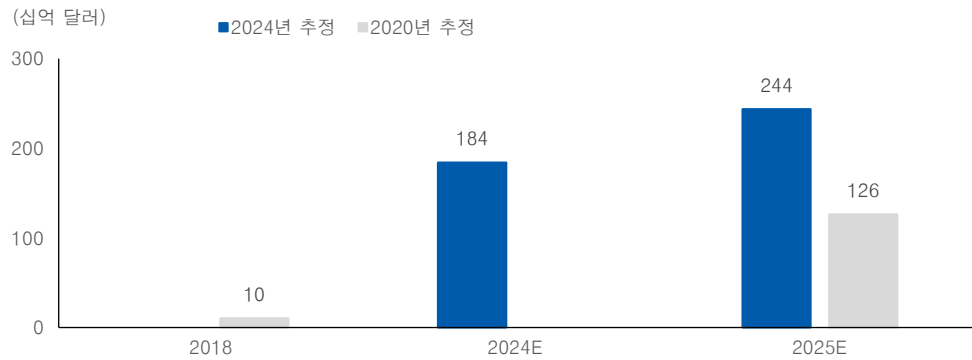
이러한 부분은 중소 AI 소프트웨어 기업과 스타트업에는 오히려 기회 요인으로 작용할 수 있을 것으로 판단된다. 수혜가 예상되는 3가지 요인을 제시하고자 한다.

정부 차원에서 예산 확대 등 적극적인 정책 추진에 나서고 있다. 한국 역시 글로벌 기술패권 경쟁 대응과 AI 초일류 국가 도약을 핵심 국정과제로 설정해 전 방위적인 AI 생태계 확장 등 공공사업과 관련 예산이 증가하고 있다.

기업 차원의 AI 솔루션 도입 확대 추세는 글로벌 트렌드다. 기업용 생성형 AI 솔루션을 필두로 대기업부터 중소기업까지 B2B 시장이 확대되고 있다. 최근 국내 기업도 도입을 확대하는 추세이다. 보안, 비용, 맞춤형 솔루션 측면에서 중소 AI 소프트웨어 기업들의 경쟁력이 발휘될 수 있을 것으로 보인다.

산업 특화 AI 기업에도 수혜가 예상된다. 특히 의료 부문은 데이터의 양과 복잡성 증가, 전문 의료 인력 부족 등으로 AI 도입의 필요성 지속 강조되고 있다. 정부차원의 AI 산업 지원은 의료 부문으로도 확대되고 있으며, 관련 가이드라인 및 규정 마련 등 제도 기반을 강화하고 있다.

생성형 AI 등장 이후 커진 AI 시장 규모(2024년 추정 vs 2020년 추정)



자료: Statista, 유안타증권 리서치센터

AI 산업의 생태계



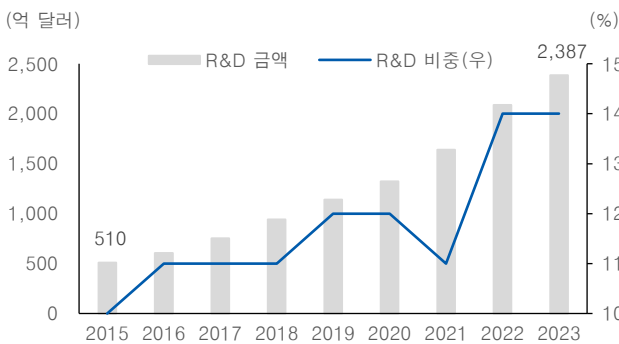
자료: 통계청, 삼일 PwC 경영연구원, 유안타증권 리서치센터

생성형 AI의 파급효과, 정부차원의 대응 확대

AI 기술의 빠른 발전은 단순 기술 차원을 넘어 사회 전 영역에서 패러다임 변화를 초래하고 있다. 현재 시장을 주도하고 있는 6대 빅테크(아마존, 구글, 메타, 마이크로소프트, 애플, 엔비디아)의 R&D 투자 규모는 2015년 510억 달러에서 2023년 2,387억 달러로 4배 이상 증가하면서 시장을 선도하고 있다. AI 성능 또한 빠르게 발전하고 있다. 2023년 2월 출시한 오픈AI의 ChatGPT-4 IQ는 80 수준이었지만 지난 9월 출시한 O1의 IQ는 120로 알려져 있다. 이는 AI가 경제성장, 안보, 일자리 등 경제사회 전체를 변화시킬 수 있는 시기가 가시화되고 있음을 의미한다.

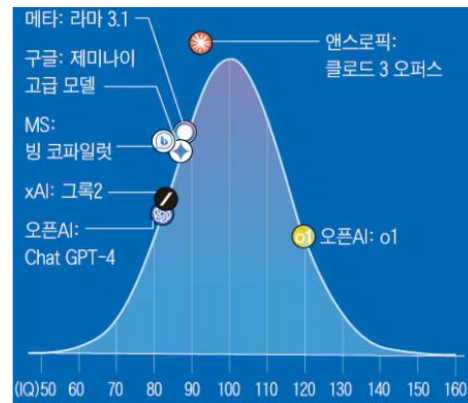
이에 많은 국가들이 정부차원의 대응에 나서고 있다. 자국 내 AI 생태계 활성화를 위한 투자를 집행하고 있다. 캐나다는 2조원 상당의 컴퓨팅 인프라를 구매해 자국 기업에 지원한다고 발표했으며, 프랑스 정부는 AI에 9조원을 투자하면서 자국 내 AI 생태계를 활성화하고 있다. 또한 일본 경제산업성은 소프트뱅크가 AI 개발을 위한 슈퍼컴퓨터를 정비하는 데 3,700억원의 현금을 지원했으며, 독일, 이탈리아 등도 자국 내 대표 AI 기업을 육성하고 있다.

빅테크 합산 R&D 금액과 매출대비 비중 추이



자료: NIA, 유안타증권 리서치센터/주: 아마존, 구글, 메타, MS, 애플, 엔비디아 합산 금액

생성형 AI 서비스의 빠른 발전 속도



자료: 트레이킹 AI, 유안타증권 리서치센터

국가별 자국 AI 육성 방안

국가	내용
캐나다	캐나다 AI 산업 육성에 2.4조원 투입, 컴퓨팅 인프라에 2조원, AI 스타트업 육성에 2천억원 투입 등
프랑스	2030년 AI 클러스터 구축 목표, 약 9조원 투입
일본	2024년 AI 육성에 1조 276억원 투입, 5월 소프트뱅크의 AI 개발을 위한 슈퍼컴퓨터 정비에 3,700억원 투입
이탈리아	AI 프로젝트 촉진을 위해 1.4조원 규모 펀드 조성. 민간 부문에서 2.8조원 유치 계획 발표
싱가폴	향후 5년간 AI 기술 분야에 1조원 투자 발표, AI 육성을 위한 5가지 이니셔티브 발표

자료: 언론 종합, 유안타증권 리서치센터

한국 정부, 적극적인 AI 생태계 육성

한국 역시 AI 시대 경쟁력 확보를 통한 글로벌 기술패권 경쟁 대응과 AI 초일류 국가 도약을 핵심 국정과제로 설정하고 적극적인 정책 추진을 이어가고 있다. AI 일상화 및 산업 고도화 계획(2023년 1월), 초거대 AI 경쟁력 강화방안(2023년 4월), 전국민 AI 일상화 실행계획(2023년 9월), AI G3 도약을 위한 AI 혁신성장 전략(2024년 4월), AI G3 도약을 위한 국가 AI전략 정책방향 발표(2024년 9월) 등으로 구체적인 정책 로드맵을 제시하고 세부 프로젝트를 추진하고 있다.

정책 내용에는 복지, 의료, 법류, 일반 기업체, 공공 등 국가 전반적인 AI 서비스 확대가 예고되어 있다. 이는 다양한 AI 서비스 역량을 갖춘 중소 AI 소프트웨어 기업과 스타트업 등 한국 AI 생태계에 기회 요인으로 작용할 수 있다. 세부 정책 내용을 통해 AI 생태계가 어떻게 활성화되고 있는지, 앞으로의 방향성은 어떻게 진행될지 등을 예측해볼 수 있다.

2023년 9월 전국민 AI 일상화 실행계획은 국민과 AI 혜택을 공유하고 AI를 가장 잘 활용하는 디지털 모범국가로 도약한다는 계획으로 국가 전방위적 AI 확산을 추진하는 것이 목표이다.

주요 추진 내용으로 ①복지, 의료, 교육, 문화 등 국민의 일상을 AI로 풍요롭게 하고, ② 법률, 농업, 소상공인, 일반 기업체 등 산업 일터의 AI 내재화를 통해 혁신하며, ③ 국민안전, 공공서비스, 행정업무 등 AI를 가장 잘 사용하는 똑똑한 정부로써, ④ AI 일상화 기반을 선제적으로 조성하는 것이다.

특정 분야에 치우쳐진 것이 아닌 국가 전반을 대상으로 AI 서비스 도입을 추진한 정책이다. 올해 7,102억원의 예산이 투입되며 구체적인 프로젝트가 시행되었으며, 다수의 중소 AI 소프트웨어 기업들이 수행했다. 전국민 AI 일상화 실행계획안에 따르면 현재 공공, 안전 분야 AI 도입비율은 23.7%, AI 전면도입 수준은 17%에 불과하기 때문에 목표 달성을 위한 정책 추진은 지속되고 있다.

2024년 4월 AI G3 도약을 위한 AI 혁신성장 전략은 사회 전반으로 AI의 성공적인 도입을 통해 성장둔화, 저출산, 고령화 등 한국이 직면한 구조적 한계극복과 경제 재도약을 추진한다는 것이 목표다. 기존의 AI 디지털 전략을 보완하고 강화하고 있다.

한국 국가 전반에 AI를 성공적으로 도입할 경우 3년 내에 최대 연간 300조원 이상의 경제효과(매출 123조원, 비용절감 185조원) 창출이 가능하다는 분석을 근거로 ① 대형 R&D 프로젝트 및 인재양성 추진, ② 국가 AI 대전환 추진, ③ 국민 일상에 선도적인 AI 도입, ④ 새로운 디지털 질서 정립 등을 추진한다.

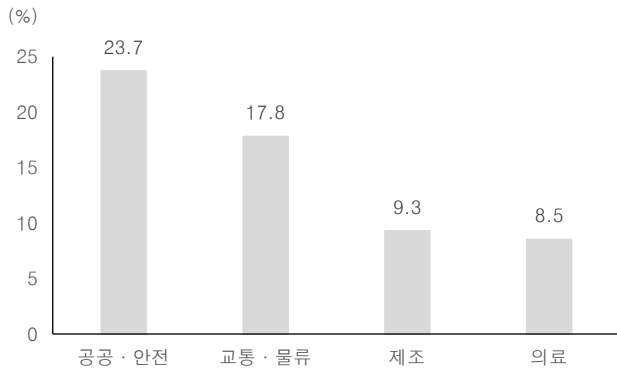
해당 정책은 지난 9월 AI G3 도약을 위한 대한민국 AI 혁신의 청사진 정책으로 구체화되었으며, 4대 프로젝트(인프라, 투자, AI 대전환, 글로벌 AI 거버넌스) 추진으로 이어졌다. 정책 추진 배경에는 AI 선도국 도약을 위한 골든 타임은 1~2년, AI 기술은 미래 30년을 좌우할 중대한 기로라는 표현이 있다. 앞으로도 국가 역량을 집중하여 지원을 확대할 것으로 예측해볼 수 있다.

2023년 9월 전국민 AI 일상화 실행계획 안에 따른 비전 및 추진과제



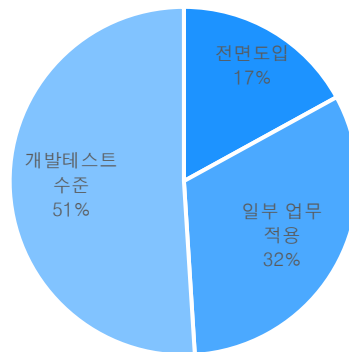
자료: 전국민 AI 일상화 실행계획안, 유안타증권 리서치센터

산업별 AI 도입비율



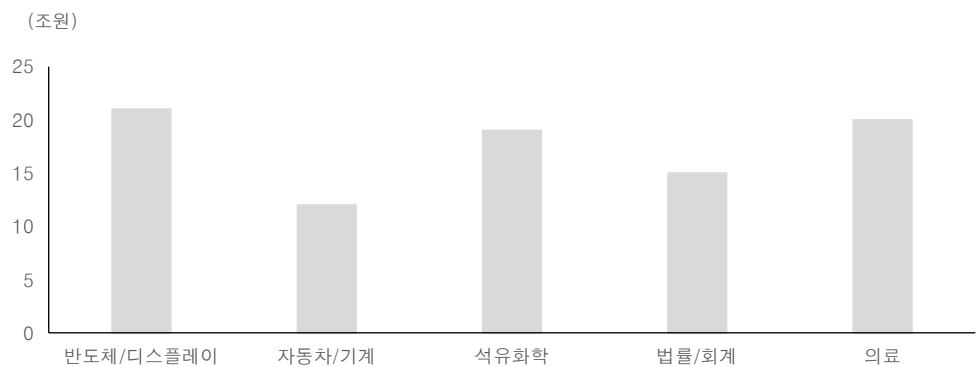
자료: 전국민 AI 일상화 실행계획안, KISDI, 유안타증권 리서치센터

AI 도입 수준



자료: 전국민 AI 일상화 실행 계획안, SPRI, 유안타증권 리서치센터

한국 국가 전반에 AI를 성공적으로 도입할 경우 2026년 예상되는 산업별 경제효과



자료: Bain&Company, 과학기술정보통신부, 유안타증권 리서치센터

기업 차원의 생성형 AI 솔루션 확대는 글로벌 트렌드

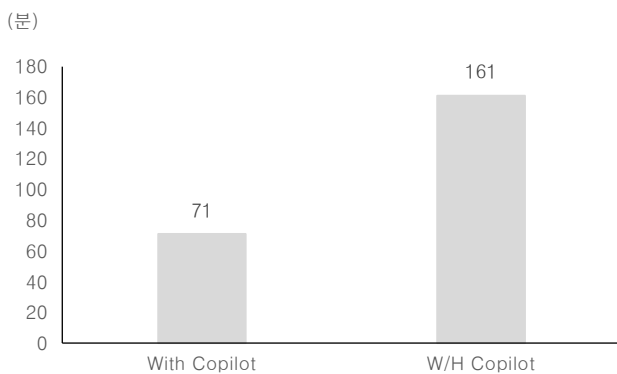
기업 차원의 AI 솔루션 도입은 글로벌 트렌드가 되고 있다. 특히 생성형 AI 솔루션을 필두로 AI 서비스에 대한 B2B 수요가 확산되고 있다. 생성형 AI 기술이 등장하고 누구나 사용이 가능한 기술이라는 인식의 확산으로 기업의 일반 사무 업무에서도 AI 활용이 시작됐다. AI 기술이 생산성 향상을 가져오는 사례는 다양한 분야에서 확인되고 있다. MIT 공대에서 ChatGPT를 활용해 글쓰기를 했을 때 수행 시간이 37% 짧아졌고 마이크로소프트 Copilot을 활용했을 때 개발자가 코딩에 소요되는 시간이 56%(161분→71분) 감소하는 것으로 나타났다.

실제로 기업 차원에서 적극적인 도입이 이어지고 있는 것을 확인할 수 있다. OpenAI의 기업용 ChatGPT 솔루션(2023년 8월 출시)의 유료 사용자가 출시 1년 만에 100만 명을 돌파했다. 또한 McKinsey&Company(글로벌 컨설팅그룹)에 따르면 2024년 한 개 부서 이상에서 AI를 채택한 비율은 72%로 2022년 50% 대비 큰 폭의 성장세를 보였다. 이에 시장 조사기관 Precedence Research는 기업용 AI 시장 규모가 2023년 168억 달러에서 2030년 1,029억 달러로 연평균 25.4% 성장할 것으로 전망했다.

국내 기업의 생성형 AI 솔루션 수요는 대기업부터 중소기업까지 확대되고 있다. 한국경영자총협회가 국내 매출액 상위 100대 기업 대상으로 조사한 바에 따르면 지난 3월 국내 기준 생성형 AI 솔루션을 전사적으로 도입한 기업이 16%, 일부 부서에 도입한 기업은 22%, 직원들이 개별적으로 활용하는 기업은 50%로 나타났다. 직원의 개별 사용이 많은 기업은 잠재적 도입 수요 고객인 점을 고려하면 약 88%의 대기업이 도입으로 연결될 가능성이 높다.

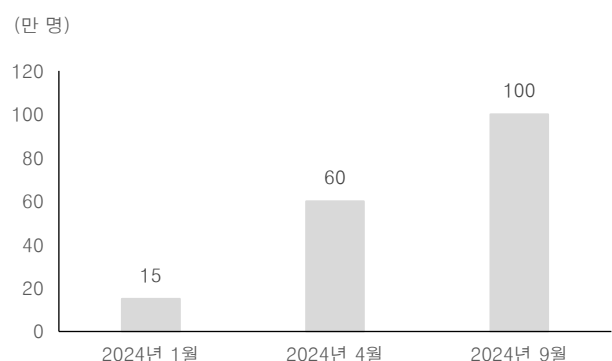
중견/중소 기업은 생성형 AI 솔루션에 더 유연한 태도를 보이고 있다. 휴넷(기업 교육 플랫폼)이 207개의 중견/중소 기업 CEO 대상으로 진행한 조사에 따르면 생성형 AI가 비즈니스에 변화를 줄 가능성에 긍정 답변은 87.0%, 인력난 해소와 직원 역량 강화에 도움이 된다고 생각하는 비율은 78.3%로 나타났다. 또한 도입을 금지하겠다는 기업은 0%로 높은 수용성을 보였다.

Copilot 사용 여부에 따른 코딩에 소요되는 시간



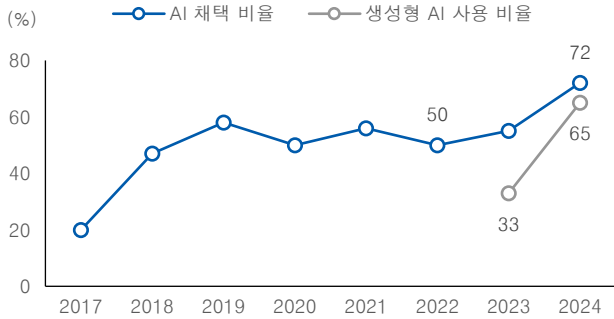
자료: Github, 유안타증권 리서치센터

기업용 ChatGPT 사용자 추이



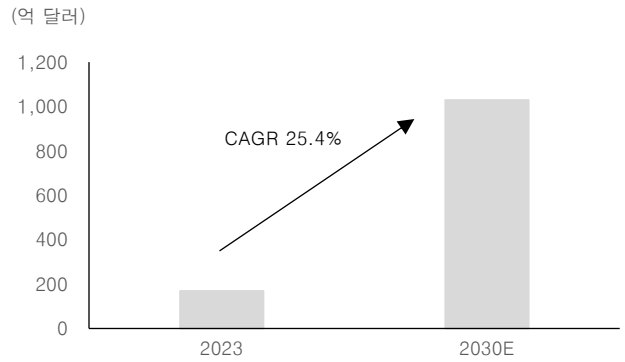
자료: OpenAI, 유안타증권 리서치센터

한 개 부서 이상에서 AI를 채택한 비율



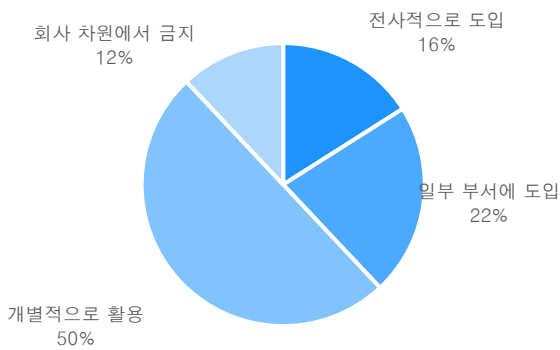
자료: McKinsey&Company, 유안타증권 리서치센터

기업용 AI 시장 규모 전망



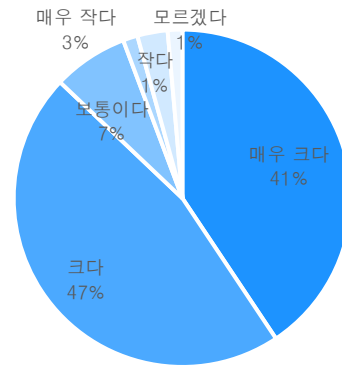
자료: Precedence Research, 유안타증권 리서치센터

국내 대기업 생성형 AI 도입 비중



자료: 한국경영자총협회, 유안타증권 리서치센터

국내 중견/중소기업 대상 생성형 AI가 비즈니스에 변화를 줄 가능성



자료: 휴넷, 유안타증권 리서치센터

국내 B2B 시장은 토종 기업 우위 전망

현재 기업용 AI 솔루션 시장은 글로벌 빅테크(OpenAI 등)부터 국내 SI 대기업(삼성SDS, LG CNS 등), 중소 AI 소프트웨어 기업(솔트룩스, 코난테크놀로지 등)이 참여하고 있다. OpenAI의 기업용 솔루션은 기존 ChatGPT를 기업 내에 제한된 환경에서 사용 가능한 서비스로 보안 측면에서는 개선되었지만 일반 ChatGPT 서비스와 유사하다. 범용 서비스에 가깝지만 타사 솔루션 대비 먼저 출시되면서 점유율을 높여왔다. 그러나 높은 비용, 데이터 보안에 대한 의구심, 맞춤형 솔루션이 아니라는 점에서 국내 기업들에게는 시장 침투 기회가 될 것으로 예상된다.

현재 OpenAI의 기업용 ChatGPT 사용 요금은 사용자 1인당 60달러, 최소 사용자 수 150명 기준으로 최소 월 9,000달러, 연 108,000달러로 추정된다. 사용량과 사용자 수가 증가하면 비용이 추가되고 매년 반복되는 비용이다. 또한 최근 뉴욕타임스에 따르면 OpenAI는 ChatGPT 유료 버전 가격을 5년 동안 약 2배 올릴 계획이다. 2028년까지 적자 확대 기조가 예상되기 때문이다. 보안에 대한 의구심도 지속되는 상태이다. OpenAI는 기업용 솔루션에 사용되는 데이터를 모델 성능 개선에 사용하지 않겠다고 ‘약속’ 했을 뿐 별다른 조치가 없는 것으로 파악된다.

한국총경영자협회에 따르면 국내 대기업이 AI를 도입하지 않은 주된 요인으로 정보 유출 우려가 41.9%로 가장 높았다. 또한 국내 기업 현황을 보면 50인 이상의 사업체 43,000개 중 150인 이하의 비중은 72%로 OpenAI 기업용 솔루션의 최소 사용자 수에 미치지 못하는 기업이 대부분이었다. 앞선 조사에서 나타났듯이, 국내 기업 역시 생성형 AI 솔루션에 대한 도입 니즈가 높은 상태이지만 보안과 비용 측면에서 부담을 느끼는 것으로 판단된다.

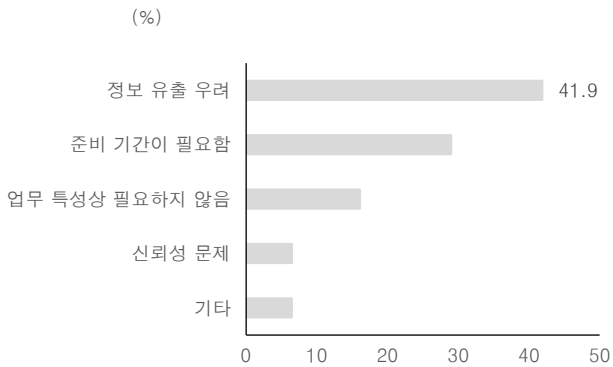
국내 AI 소프트웨어 기업은 맞춤형 솔루션으로 국내 시장을 공략하고 있다. 빅테크 솔루션 대비 저렴한 비용과 높은 보안 안정성이 특징이다. SI 대기업은 대기업 대상 대형 프로젝트 위주로, 중소 AI 기업은 예산이 한정적인 공공기업 및 중견/중소 기업을 공략해 나갈 것으로 예상된다.

삼성SDS(018260)의 생성형 AI 서비스 플랫폼 패브릭스(2024년 5월 출시)는 작년부터 150개가 넘는 기업에 PoC(기술 실행 가능성 입증)프로젝트를 진행하며, 레퍼런스를 쌓은 것으로 파악된다. 지난 6월 114억원 규모 KB 그룹의 생성형 AI 플랫폼 구축 사업 수주에 성공했다. 수주 경쟁자로는 LG CNS, SK C&C 등 국내 대기업과 IBM 등 해외 대기업 등이 참여했다.

코난테크놀로지(402030)의 생성형 AI 솔루션 코난 LLM(2023년 8월 출시)은 지난 6월 한국남부발전 37.9억원 규모의 생성형 AI 구축 수주에 성공하며 기술력을 입증했다. 국내 최초로 자체개발 LLM을 공공기업에 도입한 사례이다. 당시 수주 경쟁자는 중소 AI 소프트웨어 기업 5개사로 파악된다. 생성형 AI 구축 수요가 증가가 예상되는 가운데, 수혜가 이어질 것으로 보인다.

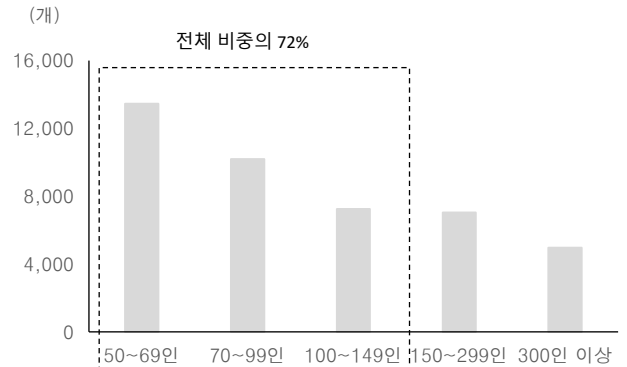
솔트룩스(304100)의 생성형 AI 솔루션 루시아(2023년 9월 출시)는 소규모 기업을 위한 하드웨어 일체형 어플라이언스 제품(루시아온)부터 대규모 온프레미스 구축이 가능하다. 루시아온은 올해 3월 출시했고, 5월에는 루시아2를 공개했다. 루시아온은 5천만원의 비용으로 도입이 가능하기 때문에 B2B 고객층이 가장 넓을 것으로 예상되며, 선주문이 많은 것으로 파악된다.

국내 대기업이 AI를 도입하지 않은 요인



자료: 한국경영자총협회, 유안타증권 리서치센터

50~150인 이하의 기업이 비중이 72%



자료: 고용노동부, 유안타증권 리서치센터

코난 LLM, 다방면으로 기술력을 입증. 美 스탠퍼드대 에코시스템 그래프에 등재

ecosystem graphs

Konan LLM

Upstream:
Downstream:

name	Konan LLM
organization	Konan
description	Konan LLM is a Large Language Model developed in-house by Konan Technology. Optimized for super-large AI training, it leverages high-quality, large-scale data and over 20 years of expertise in natural language processing.
created date	Sep 17, 2023
url	https://en.konantech.com/en/llm/konanllm
model card	none
modality	text; text
analysis	none
size	13B parameters

자료: 스탠퍼드대 에코시스템 그래프, 유안타증권 리서치센터

루시아, 지난 3월 글로벌 생성형 AI 평가 플랫폼에서 1위 기록



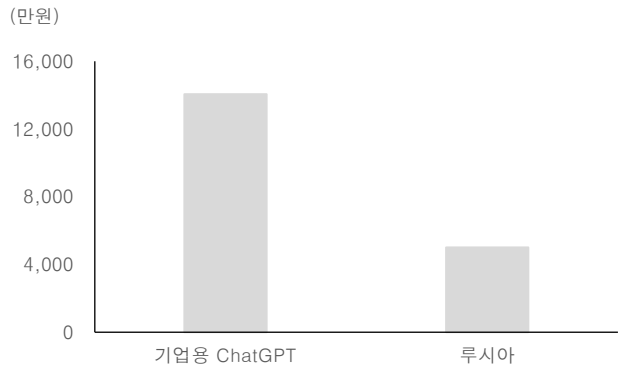
자료: 솔트룩스, 허깅페이스, 유안타증권 리서치센터

하드웨어 일체형 얼라이언스 제품, 루시아온



자료: 솔트룩스, 유안타증권 리서치센터

루시아 최소 도입 비용, 기업용 ChatGPT 대비 40% 수준



자료: 각사, 유안타증권 리서치센터

생성형 AI, 성장하는 의료 AI 산업에 날개를 달아준다

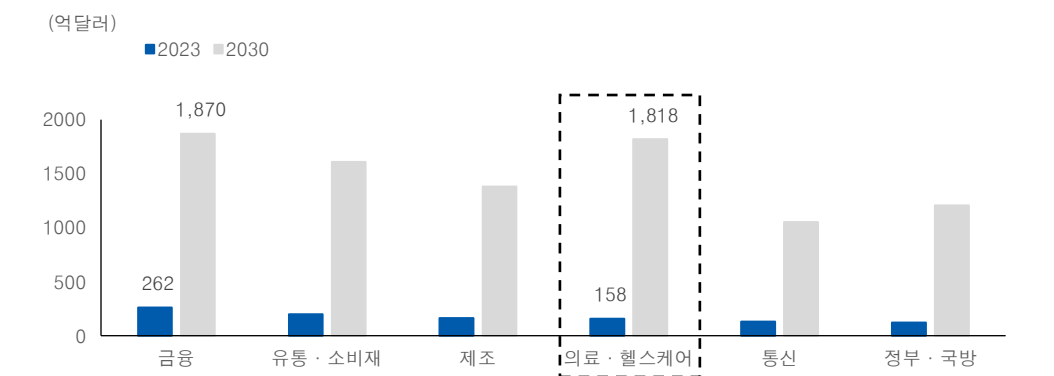
시장 조사기관 Marketandmarkets에 따르면 의료 AI는 업종별 AI 시장 내에서 가장 빠르게 성장하는 영역이다. 의료 데이터의 양과 복잡성 증가, 전문 의료 인력 부족 등으로 AI 도입의 필요성 강조되고 있으며, 산업 내 다양한 아이디어들이 발전하는 AI 기술력과 만나면서 성장을 가속화하고 있기 때문이다. 미국의학협회(AMA)의 조사에 따르면 의사의 69%가 AI가 워크플로우의 효율성을 높이는데 도움이 될 것이라는 질문에 긍정 답변을 보였고 실제 환자 치료에 대해서는 72%의 의사가 AI가 환자를 더 잘 진단하는 데 도움이 될 수 있다고 답변했다.

그럼에도 지금까지 적극적으로 도입되지 않았던 이유는 사람의 생명과 연관되는 산업의 특수성 때문이다. AI의 진단 오류 시 책임 소재가 불분명했으며, 대규모 데이터 학습 과정에서 개인정보 침해와 편향성 문제 등 윤리, 안정성 측면에 대한 우려가 존재했다.

생성형 AI의 등장으로 의료AI 기술이 고도화되는 한편, 가이드라인 및 규정 마련 등 제도 기반이 강화되는 계기가 되고 있다. 독일 정부는 지난 7월 국가가 운영하는 폐암검진 사업에서 의료 영상을 판독하는데 AI의 필수적인 활용을 독려하는 조례를 발표했다. 또한 AI를 활용한 의료기관에 인센티브를 지급하고 AI의 도움을 받아 판독한 결과에 대해서는 면책조항이 있다.

지난 5월 EU는 AI 규제법 시행을 최종 확정하면서 의료AI 분야에서 사람이 감독하고 위험관리 시스템을 구축해야 한다는 명확한 규제가 등장했다. 관련 입법을 준비하는 세계 각국에 가이드라인이 될 것으로 예상되며, 제도 구축을 통해 의료 AI 산업 성장의 가속화 요인으로 작용할 전망이다.

업종별 AI 시장 내에서 가장 빠른 성장 속도가 전망되는 의료 AI



자료: Marketandmarkets, 인타증권 리서치센터

원래도 잘하던 국내 의료 AI 기업, 국내외로 추가 성장 전망

지난 9월 보건복지부는 의료 인공지능 연구개발 로드맵을 확정했다. 추진 배경은 ①생성형 AI 등 기반 기술 발전으로 AI 헬스케어 시장도 성장할 것으로 전망되는 가운데, ②의료 서비스, 인프라에 AI 활용은 효과적인 진단·치료기술 개발 등 핵심 수단으로 기대되며, ③관련 제도 마련과 글로벌 AI헬스케어 경쟁력을 높이기 위한 기술개발 강화의 필요성이다.

주요 과제로는 필수의료(응급의료, 암, 치매 등 희귀질환), 의료기기, 진단보조, 신약개발 등 주요 의료 AI 기술개발 투자 확대와 보건의데이터 활용 체계 고도화, 의료 AI 개발·확산을 위한 제도 기반 강화가 있다. 세부 과제 추진은 대부분 2024~2025년부터 시작되며, 4년 이상 중장기 계획으로 세부 과제 추진을 통해 국내 의료 AI 산업의 성장이 예상된다.

국내 의료 AI 기업(루닛, 뷰노 등)은 전 국민의 건강보험 가입에 따른 높은 품질의 공공데이터, 국내 대다수 의료기관의 전자의무기록 시스템 보유에 따른 높은 수준의 IT 의료 인프라를 기반으로 개발된 솔루션을 보유하고 있다. 다수의 제품이 국내외 인증을 획득하며 글로벌 시장에서 영역을 확장하고 있다.

의료 AI 산업은 타 산업 대비 상대적으로 높은 규제의 적용을 받는 대표적인 산업이다. 따라서 초기 시장을 선점하고 나면 높은 규제 장벽으로 후발주자들이 진입하기 어려운 시장이다. 기술 개발 지원, 데이터 활용 고도화, 제도 기반 마련 등 구체적인 정책 지원은 뛰어난 경쟁력을 갖고 있는 국내 AI 기업들에게 시장 내 지위를 공고히 하는 한편, 신규 국가로의 진출도 확대될 것을 예상된다.

루닛(328130)은 폐암을 비롯한 10가지 폐 질환 검진(Lunit Insight CXR), 유방암 검진(Lunit Insight MMG), AI 바이오마커로 항암제 효과가 있는 환자 선별(Lunit Scope) 제품을 보유하고 있다. 다수의 논문과 임상 기반의 우수한 기술력을 입증하면서 국내외 인증을 획득했다. GE헬스케어, 후지필름 등 글로벌 의료기기 업체들과 파트너십을 맺고 글로벌 시장을 공략하고 있다. 이번 보건복지부의 연구개발 로드맵에는 신약개발 전 과정에서 AI 활용 활성화에 대한 내용이 포함되어 있는데, Lunit Scope의 수혜 가능성이 존재한다.

뷰노(338220)는 심정지 발생 위험도 제시(DeepCARS), 뇌 MRI 영상의 뇌영역 분할 및 위축정도 정량화(DeepBrain) 솔루션을 보유하고 있다. DeepCARS는 올해 10월 기준 국내 97개 병원에 도입된 것으로 파악되며, 미국 FDA 인증 획득 진행 중에 있다. DeepBrain은 2023년 하반기 미국 FDA 인증을 획득했고 2025년 상반기 내 미국 진출 예정이다. 이번 보건복지부의 연구개발 로드맵에는 응급의료 분야의 심정지 관련 AI 모델, 중증질환 분야의 치매 예측·진단에 대한 AI 기술개발 확대 내용이 있다. DeepCARS, DeepBrain의 수혜가 예상된다.

보건복지부 의료 인공지능 기술개발 로드맵

주요 과제	추진일정
1. AI 기반 의료 서비스 혁신 지원	
필수의료 중심 의료 AI 기술개발 확대	
1. 응급실 특화 AI 기반 임상지원시스템 개발	2024~2028
2. NGS 패널데이터 기반 암정밀의료기술개발	2025~2029
3. 자폐혼합형디지털치료제 개발	2022~2024
4. 발달장애 디지털 치료제 개발	2025~2028
5. 차매전주기 데이터 수집 및 빅데이터 통합시스템 구축	2025~2028
생성형 AI 기반 의료서비스 기술개발 추진	
1. 다기관·멀티모달 연합학습 기반 의료 인공지능 기술 시범모델 개발	2025~2029
2. 생성형 AI 기반 환자관리 의료기술 개발	중장기
2. AI 기반 첨단 의료기기 및 신약개발 지원	
의료기기, 진단보조 분야 AI 기술개발 확대	
1. 범부처전주기 의료기기 연구개발사업	2020~2025
2. 수요자 중심 돌봄 로봇 및 서비스 실증 연구개발 사업	2023~2027
신약개발 전과정에서의 AI 활용 활성화	
1. 연합학습 기반 신약개발 가속화 프로젝트	2024~2028
2. AI 기술을 접목한 임상연구 플랫폼 구축	2023~2025
3. 임상 예측, 실험 최적화 등 AI 기술 개발	중장기
3. 보건의료데이터 활용 체계 고도화	
보건의료데이터 활용 기반 강화	
1. 보건의료데이터 통합활용 기술개발	2025~2029
2. 국가 통합 바이오빅데이터 구축	2024~2028
3. 보스턴·코리아 프로젝트	2024~2030
4. 헬스케어 인공지능 연구지원 강화	2022~2026
데이터 교류·활용을 위한 상호운용성 제고	
1. 보건의료데이터 상호운용성 지원기술개발	2025~2029
4. 의료 AI 개발·확산을 위한 제도 기반 강화	
안전하고 신뢰성 있는 의료 AI 개발·확산	
1. 실사용데이터 기반의 임상연구지원	2022~2026
2. 의료기관 기반 디지털헬스케어 실증 및 도입	2023~2025
3. 디지털 포용 기술 개발	중장기
바이오헬스 분야 인공지능 전문인력 양성 강화	
1. 인공지능 특화 융합인재 양성 사업	2025~2029
2. AI 신약개발 교육·홍보	2019~
3. AI 기반 임상연구 실무자 양성	2023~2025
의료 AI 확산을 위한 윤리와 신뢰 기반 마련	
1. 윤리 기본원칙 및 세부 지침 수립	2025~
2. 디지털헬스케어법 제정 추진	2024~
3. 의료 인공지능 실태조사 실시	2025~
4. 거버넌스 체계 마련	2024~

자료: 보건복지부, 유안타증권 리서치센터

AI S/W, 우리 우리 대로 잘할 수 있다.

생성형 AI의 등장과 빅테크들의 기술 경쟁은 AI 산업 전체의 관점에서 보면 성장의 요인이다.

정부 차원의 AI 생태계 활성화는 국가 전방위적인 AI 서비스 도입으로 이어지며, AI 솔루션에 대한 니즈가 다변화되는 등 산업 자체가 확장되고 있다. 한국 정부는 AI G3 도약이라는 목표를 내세웠다. 구체적인 프로젝트 추진과 예산 확대가 뒷받침되고 있으며, 국내 AI 산업 성장의 주요 동인이 될 것으로 판단한다.

B2B 생성형 AI 솔루션 시장이 시작됐다. 국내 시장 역시 대기업부터 중소기업까지 도입 수요가 확대될 것으로 예상된다. 지금까지는 OpenAI의 기업용 ChatGPT가 시장을 선점하며 높은 점유율을 보이고 있다. 하지만 여전히 비용과 보안에 대한 우려가 이어지고 있는 가운데, 국내 기업은 저렴한 비용, 높은 보안성이 갖춰진 맞춤형 솔루션을 통해 시장 공략에 나섰다. 글로벌 빅테크가 키워 놓은 시장에 숏가락을 엿을 수 있는 기회가 될 것으로 보인다.

관련 기업으로 코난테크놀로지(402030), 솔트룩스(304100)를 주목한다. 양사 모두 오랜 업력을 바탕으로 ChatGPT 출시에 대한 빠른 시장 대응력을 보였다. 또한 선제적인 투자로 성장 기반이 마련되었다는 점에서 주목해야한다고 판단한다. 특히 코난테크놀로지는 다양한 국가 AI 사업을 수행했으며, 국내 최초로 공공 기업형 생성형 AI 서비스 수주 계약에 성공했다. 성장하는 B2G, B2B AI 솔루션 시장 내에서 성과 가시성이 높을 것으로 예상된다.

의료 AI, 이제는 진짜 보여줄 때

생성형 AI 기술로 인해 의료 AI가 적극적으로 도입될 수 있는 기반이 마련되고 있다. 의료 산업은 AI의 도입 필요성이 강조되는 업종으로 빠른 성장세가 예상된다. 국내 의료 AI 기업들은 이미 뛰어난 기술력을 바탕으로 다수의 제품이 국내외 인증을 획득하며 글로벌 시장에서 영역을 확장하고 있다. 여기에 구체적인 정책 지원이 더해지면서 시장 내 지위를 공고히 하는 한편, 신규 국가로의 진출도 확대될 것으로 예상된다.

관련 기업으로 뷰노(338220), 루닛(328130)을 주목한다. 양사는 다수의 제품이 국내외 인증을 획득하며, 관련 의료 분야에서 시장을 선점해 나가고 있다는 점에서 주목해야한다고 판단한다. 특히 뷰노는 올해 4분기 의료 AI 기업 최초로 흑자전환이 예상된다. DeepCARs의 국내 시장 지배력에 따른 빠른 매출 성장세에 기인한다.

의료 AI 기업들은 지속적인 연구개발비, 인건비 등 고정비 증가로 적자기조가 확대되면서 자금 여력에 대한 우려가 문제점으로 지적되어왔다. 이러한 수익성 문제는 의료 AI 섹터 전체에 대한 투자 심리 악화로 이어졌다. 뷰노의 흑자전환은 섹터 내에서의 선호도 상승과 섹터 전체의 투자 심리를 개선하는 요인으로 작용할 것으로 예상된다.



기업분석

코난테크놀로지 (402030)

솔트룩스 (304100)

뷰노 (338220)

루닛 (328130)

코난테크놀로지 (402030)

국내 최초 공공형 자체개발 LLM 도입의 주인공



백종민 스몰캡
jongmin.baik@yuantakorea.com

NOT RATED (I)

준비된 AI 기업

코난테크놀로지는 1999년 설립, 2022년 7월 코스닥 시장에 상장된 AI 소프트웨어 전문기업이다. 다양한 비정형 빅데이터(텍스트, 음성, 비디오 등) 및 AI 분석 솔루션을 자체 개발하여 서비스하고 있다. 최근 동사 솔루션에 대한 신규 수요가 창출됨에 따라 매출 다각화가 진행되고 있다.

국내 첫 공공부문 LLM 도입, 2025년 본격 성장 전망

23년 8월 개발한 코난 LLM이 출시 1년도 되지 않은 지난 6월 국내 최초로 공공형 납품에 성공했다. 규모는 37.9억원으로 지난 2개년 평균 매출의 19.0%의 비중을 차지한다. 정부의 AI 예산 확대 기조가 이어지는 가운데, LLM 구축 수요 증가와 규모 확대가 기대된다. 코난 LLM이 국내 최초의 사례라는 점을 주목해야한다. 초기 단계 사업에서 먼저 쌓은 경험과 피드백을 바탕으로 시장을 선점해 나갈 것으로 전망한다.

정부 차원의 사업 확대 및 강력한 파트너십을 통한 중장기 성장 전망

정부의 전방위에 걸친 AI 도입은 코난 LLM부터 코난 왓처, 챗봇과 같은 다양한 제품군까지 주목받는 계기가 되고 있다, 국가 차원의 서비스 도입은 단일 솔루션(10억 미만) 수주보다 시스템, 플랫폼 단위의 대형 수주(10억 이상)로 이어지고 있다. 국방부 등 군 관련기관 레퍼런스를 축적하고 있다, 한국은 2030년까지 유무인 복합전투체계 구축을 위해 플랫폼 단위의 대규모 사업이 추진되고 있는 가운데, 관련 사업 경험이 경쟁력으로 작용할 전망이다.

한편, SK텔레콤, KAI 등 주요 파트너사와 사업이 확대는 중장기 성장 동력이 될 전망이다. 두 기업은 동사의 2대, 3대 주주라는 점에서 주목할 필요가 있다고 판단된다.

목표주가

원 (I)

현재주가 (10/23)

14,380원

상승여력

-

시가총액	1,647억원
총발행주식수	11,452,888주
60일 평균 거래대금	3억원
60일 평균 거래량	23,069주
52주 고/저	42,000원 / 13,010원
외인지분율	0.26%
배당수익률	0.00%
주요주주	김영성 외 12 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	1.1	(16.9)	(49.8)
상대	2.5	(9.5)	(48.6)
절대 (달러환산)	(2.3)	(16.7)	(50.8)

Forecasts and valuations (K-IFRS)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022A	2023A
매출액	14	18	15	24
영업이익	1	2	-4	-11
지배순이익	1	2	-3	-10
PER	0.0	0.0	-36.4	-45.8
PBR	0.0	0.0	3.3	14.4
EV/EBITDA	-3.1	-6.0	-23.5	-38.1
ROE	67.6	20.2	-11.9	-27.3

자료: 유안타증권

1. 기업개요

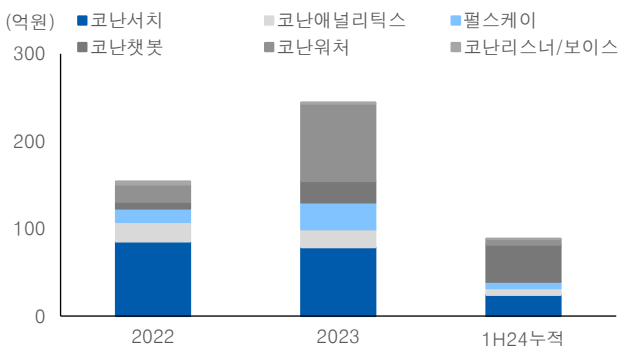
코난테크놀로지는 1999년 설립, 2022년 7월 코스닥 시장에 상장된 AI 소프트웨어 전문기업이다. 네이트, 엠파스 검색엔진 개발 및 서비스를 기반으로 사업을 확장하고 있다. 다양한 비정형 빅데이터(텍스트, 음성, 비디오 등) 및 AI 분석 솔루션을 자체 개발하며 다수의 공공과 민간(2,500여개) 부문 프로젝트(3,000개 이상)를 진행하고 있다.

주요 사업부문은 크게 Text AI와 Vision AI로 구분된다. Text AI 사업부문은 코난서치(AI 검색 엔진), 코난 애널리틱스(데이터 분석 솔루션), 펄스K(데이터 분석 서비스), 코난 챗봇(AI 챗봇 서비스) 등이 있다. Vision AI는 코난왓치(멀티모달 식별 솔루션), 코난 리스너/보이스(음성 인식 및 합성 솔루션) 등의 솔루션을 제공한다. 1H24 제품별 누적 매출 비중은 Text AI(코난서치, 코난 챗봇)의 비중이 90% 이상을 차지하고 있다.

다양한 AI 솔루션 라인업을 보유하고 있으며, 신규 AI 솔루션 비중이 확대되고 있다. 코난왓치는 국방 향 신규 수요로 2023년 매출 비중이 36.2%로 증가했다. 코난챗봇은 공공복지 향으로 확산되면서 올해 반기 기준 48.1%의 비중을 차지했다. 온프레미스 형태의 비즈니스 모델 특성상 계약 기간에 따른 매출 변동성이 불가피하다. 다변화된 고객의 니즈와 신규 솔루션 비중 확대는 매출 연속성과 안정성 측면에서 긍정적이다.

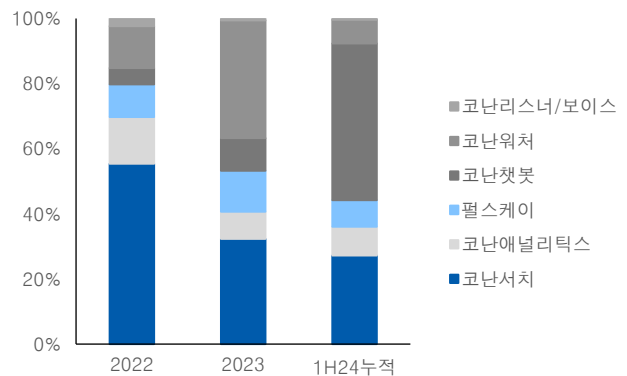
신제품과 복합 솔루션 라인업을 통한 성장이 기대된다. 동사는 2023년 8월 생성형 AI 기반의 대규모 언어모델 코난 LLM을 출시했다. 출시 1년도 되지 않은 지난 6월 국내 최초로 37.9억원 규모의 공공향 구축 계약 수주에 성공하면서 기술력을 입증했다. 또한, 기존 챗봇에 생성형 언어모델 기술과 음성 솔루션 활용한 AI 동시통역 솔루션, 코난 보이스봇(트랜스토키)은 SK텔레콤과 공동판매 파트너십 체결(2024년 4월)했다. SK텔레콤의 영업망을 활용할 수 있다는 점에서 B2C 영역으로 확장이 예상된다.

제품별 매출 추이



자료: 코난테크놀로지, 유안타증권 리서치센터

제품별 매출 비중 추이



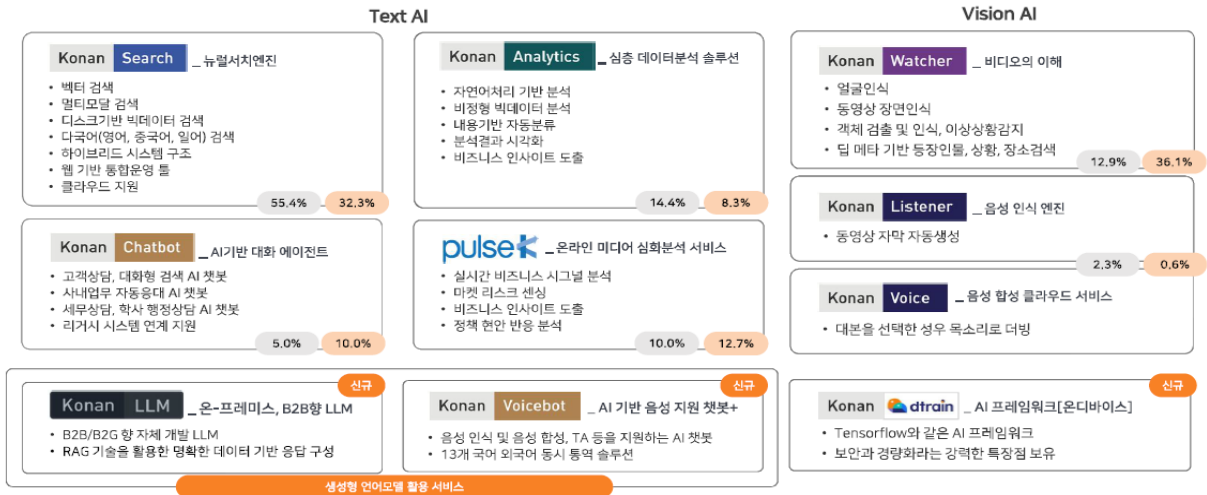
자료: 코난테크놀로지, 유안타증권 리서치센터

2,500 여 개의 고객사와 레퍼런스를 축적



자료: 코난테크놀로지, 유안타증권 리서치센터

사업부문별 주요 제품 라인업



자료: 코난테크놀로지, 유안타증권 리서치센터

2. 투자포인트

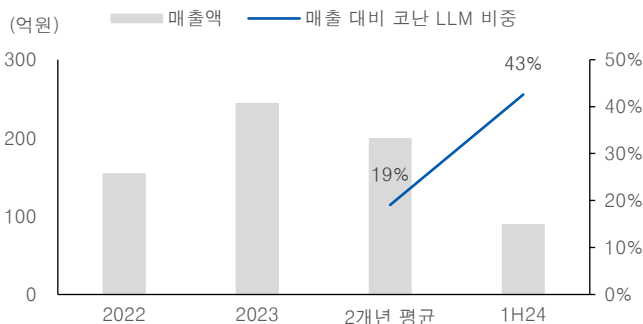
1) 국내 첫 공공부문 LLM 도입, 2025년 본격 성장 전망

2025년은 코난 LLM 본격 확장의 원년으로 예상된다. 지난 6월 한국 남부발전과 생성형 AI 구축 및 학습용역 수주 계약 체결에 성공했다. 공공부문에 자체개발한 LLM을 도입한 국내 최초의 사례이다. 계약 기간은 13개월(24.07~25.08)이며, 규모는 37.9억원으로 지난 2개년 평균 매출의 19.0%의 비중을 차지한다. 정부의 AI 예산 확대 기조가 이어지고 있다. 공공부문 LLM 도입 건수와 규모 증가가 예상된다. 코난 LLM이 새로운 수익원으로 합류하면서 연간 20% 이상의 매출 성장 효과를 기대할 수 있을 것으로 판단된다.

코난 LLM은 한정된 예산과 높은 보안 성능을 요구하는 공공기관과 일부 사기업 향으로 두각을 나타낼 수 있다. 코난 LLM은 낮은 매개 변수로 학습 토큰 수를 늘려 낮은 운영 비용과 높은 성능을 온프레미스 형태로 제공한다는 특징이 있다. 펄스K를 통해 확보한 205억 개의 데이터를 기반으로 기업 데이터를 추가 학습시켜 맞춤형으로 제공한다. 이번 한국남부발전향 생성형 AI 실증을 위한 기술평가에서 보고서 생성부터 번역, 요약, 자료 분석 등의 분야에서 큰 점수차로 계약을 수주하며 기술력을 입증했다.

코난 LLM이 최초의 사례라는 점을 주목해야 한다. 초기 단계 사업에서 먼저 쌓은 경험과 피드백은 확장 단계에서 큰 경쟁력이 된다. 공공부문의 생성형 AI 도입은 올해를 시작으로 내년부터 확장될 것으로 예상된다. AI 일상화(2023년), AI G3 도약(2024년) 등 정부 차원의 예산 편성과 정책 지원이 확대되고 있다. 2023년 발표한 AI 일상화 실행 계획은 올해 7,102억원의 예산과 함께 관련 사업의 증가로 이어지고 있다. 조달청 나라장터(공공기관의 온라인 입찰 창구)를 보면 생성형 AI 사업공고가 1년 사이 4배(2023년 16건, 2024년 1~10.1 64건) 증가했다. 대학, 국방, 금융, 의료, 에너지 등으로 다양한 분야의 수요가 확인되고 있다. LLM 도입의 기초가 되는 사업(신뢰성 검토, 실증 등)부터 실제 구축 사업까지 이어지고 있다. 2025년 정부의 AI 예산은 AI G3 도약을 위한 청사진에 따라 확대 기조가 지속될 전망이다. LLM 구축 수요 증가와 규모 확대가 예상되며, 그 수혜는 동사로 이어질 가능성이 높다는 판단이다.

코난 LLM을 통해 연간 20% 이상 매출 성장 효과 기대 가능



자료: 코난테크놀로지, 유안타증권 리서치센터

다방면으로 기술력을 입증, 美 스탠퍼드대 에코시스템 그래프에 등재된 코난 LLM

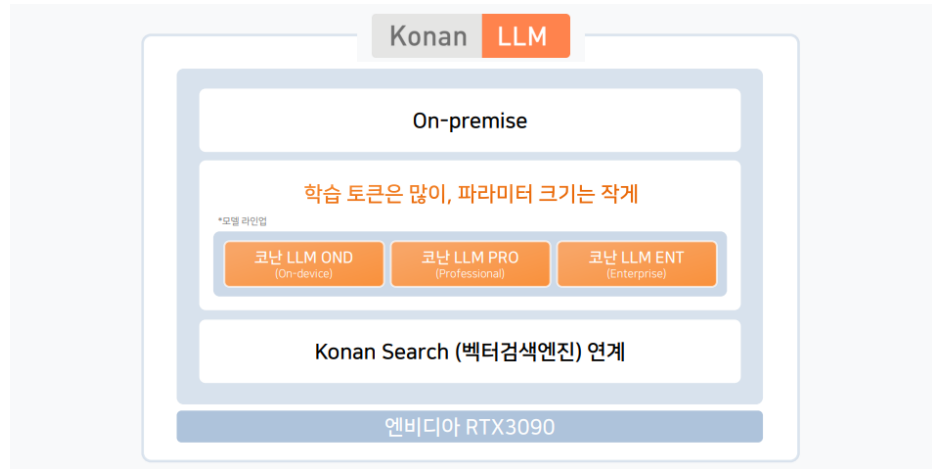
ecosystem graphs

Konan LLM

Upstream:	
Downstream:	
name	Konan LLM
organization	Konan
description	Konan LLM is a Large Language Model developed in-house by Konan Technology. Optimized for super-large AI training, it leverages high-quality, large-scale data and over 20 years of expertise in natural language processing.
created date	Sep 17, 2023
url	https://en.konantech.com/en/llm/konanllm
model card	none
modality	text; text
analysis	none
size	13B parameters

자료: 스탠퍼드대 에코시스템 그래프, 유안타증권 리서치센터

코난 LLM 특장, 매개 변수(파라미터) 대비 높은 학습 토큰과 다수의 GPU 서버 없이 구동 가능



자료: 코난테크놀로지, 유안타증권 리서치센터

작년 대비 4 배 증가한 생성형 AI 사업공고

업무	공고번호-차수	분류	공고명	공고기관	수요기간	계약방법	입력일시 (입찰마감일시)	공동 수급	투찰
특역	20240313763-00	일반	중형권 IoT이노베이션 확산사업 생성형 AI 경진대회 및 AI 아이디어 공모전 운영	재단법인 송동과학기술관	재단법인 송동과학기술관	제한(총액) 협상의의한계약	2024/03/11 14:21 (-)		
특역	20240306801-00	일반	대학원생 학술연구 종합 커뮤니케이션 교육과정 개발 및 운영 (생성형 AI 부동작성 활용)	인하대학교	인하대학교	일반(총액) 협상의의한계약	2024/03/08 16:30 (-)		
특역	20240207113-01	변경	교육 업무용 소프트웨어 연동형 생성형 AI 서비스 구매	경상주립대학교 경상남대학교 경상북도교육청	경상주립대학교 경상남대학교 경상북도교육청	제한(총액)	2024/02/08 16:26 (2024/02/16 16:00)		미달
특역	20240106608-00	인급	생성형 AI 활용 최우익량 강화 교육 콘텐츠 제작 용역	조양항지방경찰청	경상주립대학교 경상남대학교 경상북도교육청	제한(총액) 협상의의한계약	2024/01/09 18:07 (2024/01/30 12:00)		미달
특역	20231244140-00	인급	생성형 AI를 활용한 메타버스 인프라 관리 콘텐츠 구축 사업	강원대학교	강원대학교	제한(총액) 협상의의한계약	2023/12/28 10:39 (2024/01/08 14:00)		미달
특역	20231022428-00	인급	생성형 인공지능(AI) 기술을 활용한 종합형 일괄적부정부시스템 적용방안 연구	조양항지방경찰청	경상주립대학교 경상남대학교 경상북도교육청	제한(총액) 협상의의한계약	2023/10/20 14:30 (2023/11/01 10:00)		미달
특역	EA20232694-00	일반	실력대 파라미터 스케일의 소스 코드 생성형 베타테스트 언어 모델 사전 학습	한국전자통신연구원	한국전자통신연구원		2023/09/26 00:00 (2023/10/11 16:00)		
특역	20230903956-00	일반	생성형 AI 신기술 도입에 따른 선거 규제 연구	중앙선거관리위원회 사무처 선거연수원	중앙선거관리위원회 사무처 선거연수원	제한(총액) 협상의의한계약	2023/09/05 14:28 (2023/09/19 10:00)		미달
특역	20230836121-00	일반	생성형 AI의 검찰 사건처리업무 활용방안 연구	대전지방검찰청	대전지방검찰청	제한(총액) 협상의의한계약	2023/08/31 14:40 (2023/09/12 16:00)		미달
특역	20230737397-00	인급	생성형 AI 활용 실무능력 향상 부트캠프	조양항지방경찰청	강원대학교	제한(총액) 협상의의한계약	2023/07/28 09:14 (2023/08/10 10:00)		미달

“ 처음 | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 끝 ”

자료: 조달청 나라장터, 유안타증권 리서치센터
 주: 한 페이지당 10 개 사업

2) 정부 차원의 사업 확대, 솔루션 다양화와 수주 대형화로 이어져

정부의 전방위에 걸친 AI 도입은 코난 LLM부터 코난 왓치, 챗봇과 같은 다양한 제품군까지 주목받는 계기가 되고 있다. 국가 차원의 서비스 도입은 단일 솔루션(10억 미만) 수주보다 시스템, 플랫폼 단위의 대형 수주(10억 이상)로 이어지고 있다. 실제로 코난 챗봇은 AI 일상화의 일환인 아이돌봄 통합지원 플랫폼 구축과 서비스 운영에 적용되어 44.9억원의 매출이 발생했다. 또한 기존 방송국에서만 활용되던 코난 왓치는 국방부의 국방 지능형 플랫폼 구축에 도입되어 51.2억원의 매출을 기록했다.

정부의 전국민 AI 일상화 실행계획안에 따르면 현재 공공, 안전 분야 AI 도입비율은 23.7%, AI 전면도입 수준은 17%에 불과하다. 향후 시스템 단위의 AI 도입이 지속될 것으로 판단되며, 다수의 공공 레퍼런스를 축적한 동사의 수혜가 예상된다.

지속적인 대형 수주와 신규 서비스 도입은 실적의 선순환 구조를 불러올 수 있다. 동사는 대부분의 매출이 온프레미스 형태로 구축 완료 시점에 인식하고 약 10%는 5년간 유지 보수 매출로 누적되는 구조이다. 대형 수주는 실적 레벨을 한층 더 상승시키는 계기가 되고 누적되는 유지 보수 매출은 실적의 하방을 제한할 수 있다. 유지 보수 기간 동안에는 기존 솔루션 업그레이드 및 신규 솔루션 제안을 통한 업셀링이 가능하다. 이는 대형 레퍼런스 축적과 고객사 Lock-in 효과로 이어지고 다시 신규 수주로 연결되면서 성장세를 가속화할 수 있는 기회로 작용할 전망이다.

국방부를 포함한 군 관련기관 레퍼런스 축적을 주목해야한다. 공공부문 안에서도 국방 분야는 보안과 신뢰성을 중요시하기 때문에 레퍼런스 자체가 해자로 작용할 수 있다. 현재 글로벌 방산 업계는 유무인 복합전투체계를 추진 중이며, 군사용 AI 시장은 2023년 100억 달러에서 2031년 306억 달러에 이를 것으로 전망된다. 한국 역시 2030년까지 유무인 복합전투체계 구축에 박차를 가하면서 전 군 디지털화 등 플랫폼 단위의 대규모 사업이 추진되고 있다.

동사는 2022년과 2023년에 시스템 구축 단위의 국방 사업 수주 경험을 쌓았다. 2022년 12월부터 74.8억원 규모의 스마트 인재관리 시스템 구축 사업을 진행 중(2025년 8월 완료 예정)이며, 2023년 8월 수주한 51.2억원 규모의 국방 지능형 플랫폼 구축을 같은 해 12월에 완료했다. 이러한 레퍼런스는 인공지능 분야 방산혁신기업100에 선정(2023년 9월)으로 이어졌다. 수주에 유리한 고지를 선점하며, 국방 분야 수주가 증가하고 있다. 올해 8월과 9월 유무인 복합전투체계 구축의 일환으로 해병대와 공군과 12억원, 15억원의 2건의 수주 계약을 진행했다.

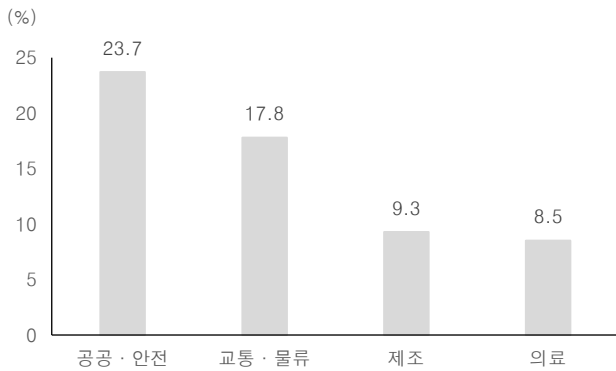
현재 대부분의 수주가 코난 왓치를 통해 이뤄지고 있다. 중장기적으로는 국방부가 새로운 전투체계 도입을 목표로한 2030년이 가까워질수록 코난 dtrain, AI파일럿, 디지털트윈 프레임워크(PHM)등의 신규 제품군으로 확산되며 국방 AI 시장을 선도할 것으로 기대된다.

코난테크놀로지 공공부문 주요 수주 계약

수요 기관	계약명	계약 규모(억원)	시작일	종료일	완료여부
국군재정관리단	스마트인재관리시스템 구축용역	74.8	2022.12.01	2025.08.30	진행 중
여성가족부	아이돌봄 통합지원 플랫폼 구축사업 2단계	18.6	2023.05.04	2024.05.03	완료
국방부(한국지능정보사회진흥원)	국방 지능형 플랫폼 구축	51.2	2023.08.09	2023.12.31	완료
여성가족부	아이돌봄 서비스 유지운영 및 안정화	26.3	2024.02.06	2024.12.31	일부 진행 중
한국남부발전	생성형 AI 구축 및 학습 용역	37.9	2024.07.15	2025.08.08	진행 중
한국거래소	공매도 중앙접점시스템 구축을 위한 개발용역	12.8	2024.08.07	2025.03.31	진행 중
해병대사령부	AI 기반 공중무인체계 영상 통합분석 기술 실증 사업	12	2024.08.10	2025.06.10	진행 중
공군 전력지원체계사업단	AI 기반 ACMI 수집분석체계 구축 사업	15	2024.09.26	2024.12.31	진행 중

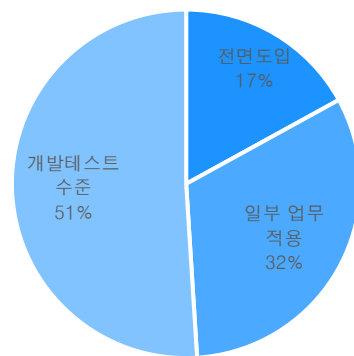
자료: 코난테크놀로지, 유안타증권 리서치센터
 주: 음영은 국방 분야 수주 계약

산업별 AI 도입비율



자료: 전국민 AI 일상화 실행계획안, KISDI, 유안타증권 리서치센터

AI 도입 수준



자료: 전국민 AI 일상화 실행 계획안, SPRI, 유안타증권 리서치센터

코난테크놀로지 국방 분야 사업 확장 로드맵



자료: 코난테크놀로지, 유안타증권 리서치센터

3) 신제품 출시와 파트너십 확대로 증장기 성장 동력 확보

신제품 출시와 기존 제품 고도화를 통해 포트폴리오 다변화가 진행되고 있다. 대표적인 신제품 라인업으로 코난 dtrain, 코난 PHM 등이 있다. 기존 제품 고도화 사례로는 코난 왓치가 코난 LLM과 결합하여, 드론 등에 온디바이스 AI 형태로 납품될 수 있는 기술을 갖췄다. 또한 기존 코난 챗봇에 생성형 언어 모델 기술을 더한 코난 챗봇+는 13개 국어 동시 통역 솔루션으로 도메인 별 특화 데이터를 학습하여 범용성과 전문성을 높였다.

다변화된 제품 포트폴리오는 주요 파트너사인 SK텔레콤, 한국항공우주, 리벨리온과 함께 확산될 예정이다. SK텔레콤과는 챗봇+ 총판 계약을 맺으면서 본격적인 사업 구체화에 돌입하며 단기적인 가시성이 높다. 한국항공우주와 리벨리온과는 기술개발 및 테스트를 진행하고 있으며, 증장기적으로 국방 및 온디바이스 AI 향 사업 확장을 계획하고 있다

SK텔레콤은 지난 4월 동사와 기존 챗봇의 업그레이드 버전 코난 챗봇+(트랜스토키) 공동판매 파트너십을 체결하면서 미진했던 사업협력이 구체화되기 시작했다. 롯데백화점, 파라다이스 카지노, 주요 지하철 역사에 설치를 마쳤다. 이번 사업을 계기로 SK텔레콤의 영업망을 통해 동사의 솔루션이 납품됨으로써 민간 영역으로의 확대가 시작될 것으로 예상된다.

한국항공우주와 증장기 먹거리를 확보할 계획이다. 양사의 사업 협력은 디지털트윈 솔루션, 코난 PHM을 통해 진행되고 있다. 코난 PHM은 디지털트윈과 AI 기술을 결합하여 항공기 고장진단, 잔여수명을 예측하여 의사결정을 돕는 일종의 군수 빅데이터 솔루션이다. 군수 빅데이터 체계는 무기체계 총 수명주기비용의 60~70%에 해당하는 운영 유지 비용을 절감할 수 있어 관련 시장은 2032년 283.3억 달러에 달할 것으로 전망된다. 현재 고정익, 회전익 DB 구축 등 3건의 기술 개발을 진행한 상태이다. 향후 2030 유무인 복합전투체계 도입을 선도하며 국방 사업 강화가 예상된다.

AI 반도체 스타트업 리벨리온과 지난 8월 국산 AI간 기술 접목을 위한 업무협약을 체결했다. 저전력 AI 추론을 통한 비용 효율성 재고 목적으로 온디바이스 AI 시장을 공략한다. 코난 dtrain을 주목할 필요가 있다. 코난 dtrain은 딥러닝 프레임워크로 AI 모델 학습을 위한 일종의 운영체제이다. 운영체제의 역할 특성상 성공적인 시장의 진입은 AI 산업 전반에 걸친 파급효과로 이어질 것으로 예상된다. 기존의 Tensorflow, PyTorch와 같은 오픈소스 프레임워크가 갖는 비효율성과 보안 취약점을 개선했다. 온디바이스 AI에 필요한 하드웨어 사양을 절감하고 해킹 등의 보안 위협에 대응이 가능하다. 2026년 온디바이스 AI 시장 내 상용화를 목표로 하고 있다.

주요 주주가 위에서 언급된 SK텔레콤, 한국항공우주라는 점에서 주목할 필요가 있다고 판단된다. SK텔레콤은 2022년 10월 SK커뮤니케이션즈가 보유한 동사의 지분 20.77%를 인수하면서 양사 간 AI기술협력을 포함한 전략적 파트너십을 체결했다. 한국항공우주는 2021년 11월 10%의 지분을 인수하며 AI와 빅데이터 기반 우주항공분야 기술력 강화를 위한 업무협력을 체결했다. 지분을 보유하고 있다는 점에서 사업 시너지 효과가 높을 것으로 기대된다.

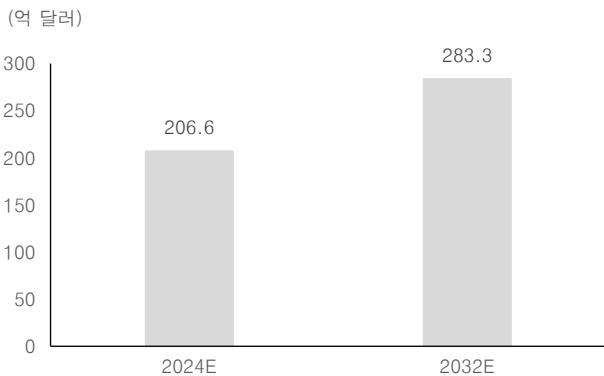
코난테크놀로지 주요 MOU 현황

(단위: 억원)

날짜	회사	업무협약	내용
2021.11.23	KAI	지분 투자 계약	디지털 기술과 미래전장 결합으로 시너지 창출과 파급효과
2022.02.22	KAI	항공우주분야 기술력 강화를 위한 협약	AI, 빅데이터 기반 우주항공분야 기술력 강화
2022.10.28	SK 텔레콤	지분인수 계약, 기술협력 MOU	AI 서비스 에이닷 고도화-AI B2B 사업 확대-AI 대전환 가속화 등 시너지
2023.03.29	TecACE	파트너십 협약	미국 진출을 위한 파트너십, 美 신규사업 기회 발굴 '교두보' 인공지능 원천 기술 소개 및 판매
2023.11.07	TG 삼보	AI 분야 상호협력 업무협약	인공지능 S/W와 강력한 H/W로 시너지 창출
2024.01.22	SK 텔레콤	AI 사업 및 기술 협력 업무협약	생성 AI, AI Vision, AICC, AI Data 분야
2024.02.06	사이냅소프트	LLM 사업 협력 업무협약	LLM 기술과 사이냅소프트 디지털 문서 기술 결합 '시너지'
2024.02.20	몬트리올 대학	AI 강화학습 공동연구	韓-캐나다 간 분산 강화학습 라이브러리 개발, 슈퍼컴퓨터 클러스터 성능 훈련
2024.03.15	에스넷시스템	AI 관련 사업 협력을 위한 업무협약	AI 시스템 구축 및 AI 솔루션 공동개발을 통해 상호 시너지를 창출하고 사업 성장 동력을 확보
2024.08.07	에스넷시스템 델테크놀로지스"	AI 올인원 서비스 사업 협력 MOU	AI 및 생성형 AI 도입을 검토 중인 고객사 대상 구축, 운영부터 컨설팅에 이르는 AI 올인원 서비스 제공. 고객이 인공지능(AI)을 도입할 수 있도록 돕는다.
2024.08.29	리벨리온	인공지능 사업 협약	"국산 AI 간 기술 접목. 코난테크놀로지의 생성형 AI 기술과 리벨리온의 국산 생성형 AI 반도체 인프라를 결합해 보다 강력한 AI 처리능력을 구현, 국산 기술 기반 언어모델(LLM) 시대를 선도.

자료: 코난테크놀로지, 유안타증권 리서치센터

군수 빅데이터 시장 2032년 283.3억 달러 전망



자료: Market Research Future, 유안타증권 리서치센터

코난 PHM 도입 기대 효과

도입전

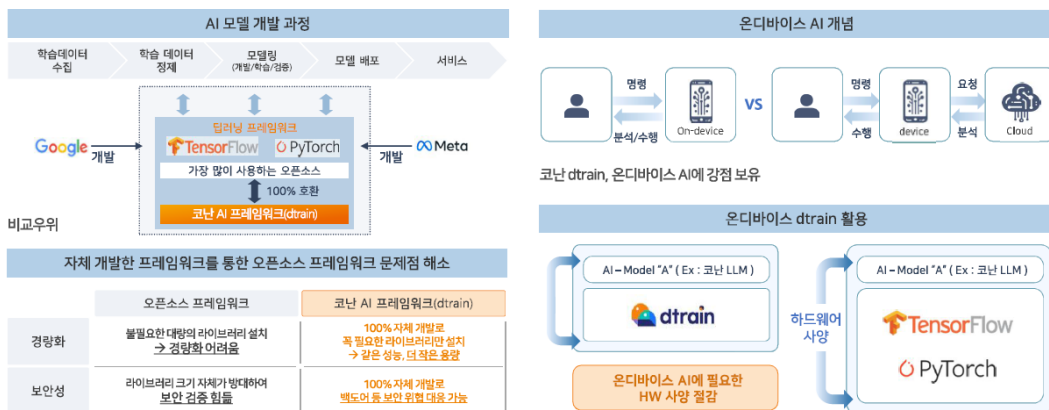
- 현장담당자가 직접 시설상태 확인
- 유지보수 비용 높고, 사후정비로 대처

도입후

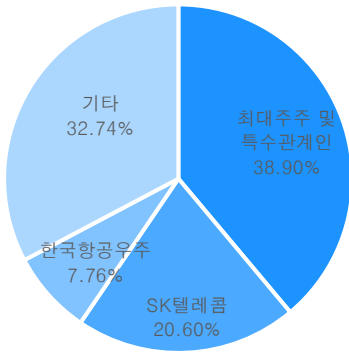
- 사무실 모니터로 현장시설 원격 모니터링
- 유지보수 비용 대폭 절감, 사전 예측/대응

자료: 코난테크놀로지, 유안타증권 리서치센터

코난 dtrain 개요



코난테크놀로지 주주현황



자료: 코난테크놀로지, 유안타증권 리서치센터

SK 텔레콤과 공동 판매 중인 코난테크놀로지의 트랜스토키



자료: 코난테크놀로지, 유안타증권 리서치센터

3. 실적 전망

2025년 적자 폭 개선 전망

2024년 매출액 268.5억원(YoY +9.9%) 영업적자 -145.1억원(YoY 적자지속)을 전망한다. 외형은 Text AI부문의 선전으로 성장세가 이어질 것으로 보인다. 챗봇을 필두로 2023년부터 이어진 전국민 AI 일상화 사업을 진행하며, 작년대비 약 65억원 추가 매출이 발생할 전망이다. 한편 적자폭 확대는 불가피할 것으로 전망된다. LLM 개발 등 신사업을 위한 선제적인 투자로 고정비 부담이 증가했기 때문이다. 2022년 초 기준 161명이었던 전체 인력이 올해 3분기 기준 245명으로 약 50% 급증했다. 또한 작년 코난 LLM 관련 H100 등 서버 투자에서 발생하는 감가상각비 역시 부담으로 작용할 것으로 보인다.

2025년 매출액 433.1억원(YoY +61.3%) 영업적자 -74.3억원(YoY 적자지속)을 전망한다. 외형은 정부의 AI 예산 확대 기조에 따른 신규 수주 증가로 성장세가 예상된다. 또한 공공부문 대형 수주계약(국방부 시스템 및 LLM 구축)이 완료 예정임에 따라 하방은 제한적일 것으로 전망한다. 한편, 적자는 지속되겠지만, 적자폭이 크게 감소하는 점은 긍정적이다. 선제적인 투자가 외형 성장으로 이어지며 고정비 부담이 완화되는 추세가 예상된다.

코난테크놀로지 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	21.4	24.2	31.1	167.5	25.7	62.7	36.3	143.8	244.3	268.5	433.1
Text AI	16.1	20.9	27.1	90.3	22.6	59.0	31.9	106.4	154.5	219.9	241.6
Vision AI	5.3	3.3	4.0	77.3	3.2	3.6	4.4	37.4	89.8	48.5	129.0
LLM 등											62.5
매출액 YoY	-18.2%	-9.0%	18.4%	123.9%	20.1%	158.7%	16.8%	-14.2%	58.7%	9.9%	61.3%
영업이익	-31.8	-42.7	-55.0	19.5	-62.2	-44.3	-57.6	19.0	-109.9	-145.1	-74.3

자료: 유안타증권 리서치센터

코난테크놀로지 (402030) 추정재무제표 (K-IFRS)

결산(12월)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
매출액	0	14	18	15	24
매출원가	0	9	9	10	19
매출총이익	0	5	9	5	5
판매비	0	4	6	9	16
영업이익	0	1	2	-4	-11
EBITDA	0	2	3	-4	-11
영업외손익	0	1	0	1	1
외환관련손익	0	0	0	0	0
이자손익	0	0	0	1	1
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	0	1	0	0	0
법인세비용차감전순손익	0	1	2	-3	-10
법인세비용	0	0	0	0	0
계속사업순손익	0	1	2	-3	-10
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	0	1	2	-3	-10
지배지분순이익	0	1	2	-3	-10
포괄순이익	0	1	2	-3	-10
지배지분포괄이익	0	1	2	-3	-10

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

결산(12월)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
영업활동 현금흐름	0	3	4	-5	-7
당기순이익	0	1	2	-3	-10
감가상각비	0	1	1	0	0
외환손익	0	0	0	0	0
종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	0	1	2	-2	-1
기타현금흐름	0	0	0	1	4
투자활동 현금흐름	0	-1	-2	-17	-4
투자자산	0	0	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	0	0	0	-1	-7
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	0	-1	-2	-16	3
재무활동 현금흐름	0	0	7	28	-4
단기차입금	0	1	0	0	-1
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	-2
자본	0	0	8	29	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	0	0	0	0	-1
연결범위변동 등 기타	0	0	0	0	0
현금의 증감	0	2	9	7	-15
기초 현금	0	3	5	14	21
기말 현금	0	5	14	21	6
NOPLAT	0	1	2	-4	-11
FCF	0	2	4	-7	-20

자료: 유안타증권

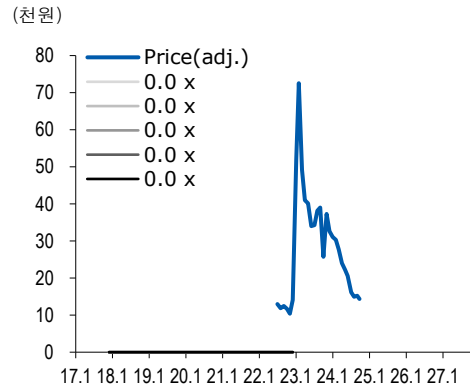
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

결산(12월)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
유동자산	0	12	23	45	33
현금및현금성자산	0	5	14	21	6
매출채권 및 기타채권	0	2	2	2	5
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	0	2	2	4	15
유형자산	0	1	1	2	12
관계기업 등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	0	0	0	1	1
자산총계	0	14	25	50	48
유동부채	0	5	7	7	14
매입채무 및 기타채무	0	2	3	2	6
단기차입금	0	1	1	1	0
유동성장기부채	0	0	0	2	0
비유동부채	0	5	4	2	3
장기차입금	0	3	2	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	0	10	11	9	17
지배지분	0	4	14	41	31
자본금	0	2	2	3	6
자본잉여금	0	7	15	44	42
이익잉여금	0	-5	-3	-6	-17
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	0	4	14	41	31
순차입금	0	-5	-17	-39	-21
총차입금	0	4	3	3	2

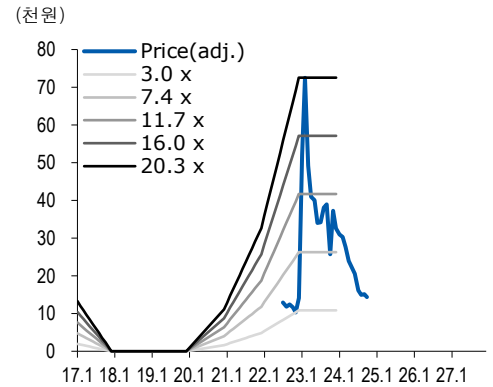
결산(12월)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
EPS	0	186	234	-323	-864
BPS	0	550	1,610	3,574	2,751
EBITDAPS	0	196	353	-398	-966
SPS	0	1,750	2,206	1,516	2,147
DPS	0	0	0	0	0
PER	NA	0.0	0.0	-36.4	-45.8
PBR	NA	0.0	0.0	3.3	14.4
EV/EBITDA	NA	-3.1	-6.0	-23.5	-38.1
PSR	NA	0.0	0.0	7.7	18.4

결산(12월)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
매출액 증가율 (%)	0.0	0.0	27.5	-13.8	58.7
영업이익 증가율 (%)	0.0	0.0	134.2	적전	적지
지배순이익 증가율 (%)	0.0	0.0	27.3	적전	적지
매출총이익률 (%)	0.0	38.9	48.5	33.0	20.6
영업이익률 (%)	0.0	6.8	12.6	-26.3	-45.0
지배순이익률 (%)	0.0	10.6	10.6	-21.3	-40.3
EBITDA 마진 (%)	0.0	11.2	16.0	-26.3	-45.0
ROIC	NA	-1,499.3	-187.4	553.8	-371.5
ROA	NA	21.0	9.7	-8.8	-20.1
ROE	NA	67.6	20.2	-11.9	-27.3
부채비율 (%)	NA	222.3	74.7	22.8	53.1
순차입금/자기자본 (%)	NA	-111.8	-119.5	-95.0	-68.0
영업이익/금융비용 (배)	0.0	6.9	19.9	-32.1	-49.3

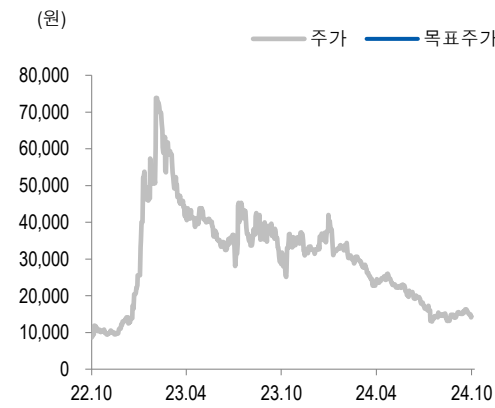
P/E band chart



P/B band chart



코난테크놀로지 (402030) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2024-10-24	Not Rated	-	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가 - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	87.9
Hold(중립)	12.1
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2024-10-24

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 백종민)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

솔트룩스 (304100)

B2B 생성형 AI 시장의 개화, 러시아 부각 전망

B2B, B2C를 아우르는 AI 솔루션 라인업을 보유한 기업

솔트룩스는 2000년 설립, 2020년 상장된 인공지능 빅데이터 기반의 솔루션 전문 업체이다. 다양한 인공지능 응용 솔루션(검색엔진, 챗봇, AICC 등)을 개발 및 서비스하고 있으며, 축적된 레퍼런스를 바탕으로 안정적인 매출 성장세를 시현하고 있다. 2020년 상장 이후 적극적인 매출 다각화를 추진하고 있다. 크게 B2C 자회사(플루닛, 구버) 설립, 유관기업 인수(다이퀘스트), 생성형 AI 기반 LLM 개발(루시아) 등이 있다.

기업의 생성형 AI 도입 추세, 러시아 강력한 대안으로 부상 전망

자체 개발 LLM 루시아 제품군이 부각될 것으로 전망한다. 기업 차원의 생성형 AI 솔루션 도입은 글로벌 트렌드로 부상하고 있다. 오픈AI의 기업용 ChatGPT는 출시 1년 만에 사용자 수 100만 명을 돌파했다. 국내 기업도 도입 확대 추세가 이어지고 있는 가운데, 최근 루시아에 대한 선주문이 많고 일부 PoC 사업을 진행 중인 것으로 파악된다. 빠르면 올해 하반기부터 매출이 예상되며, 성공적인 도입 레퍼런스가 중요할 것으로 판단된다.

B2C 서비스 수요 증가 전망, 구버, 플루닛 주목 필요

B2C AI 서비스에 대한 수요 증가가 전망된다. 자회사 구버, 플루닛을 주목할 필요가 있다. 정부의 AI 일상화 사업 추진은 개인의 AI 서비스에 대한 경험이 확대되어 가고 있다. B2C 수요 확대가 예상된다. 특히 구버를 주목한다. 구버와 유사한 서비스인 미국의 퍼플렉시티는 차세대 검색서비스로 빠른 성장세를 보이며, 올해 4월 30억 달러의 기업가치를 인정받기도 했다. 구버의 성공적인 시장안착은 동사에게 밸류에이션 리레이팅의 기회로 작용할 수 있을 것으로 판단된다.



백종민 스몰캡
jongmin.baik@yuantakorea.com

NOT RATED (I)

목표주가 원 (I)

현재주가 (10/23) 19,410원

상승여력 -

시가총액 2,355억원

총발행주식수 12,130,568주

60일 평균 거래대금 16억원

60일 평균 거래량 96,208주

52주 고/저 33,750원 / 12,870원

외인지분율 1.43%

배당수익률 0.00%

주요주주 이경일 외 6인

주가수익률 (%) 1개월 3개월 12개월

절대 31.0 12.7 (11.0)

상대 32.7 22.8 (8.8)

절대 (달러환산) 26.6 13.0 (12.8)

Forecasts and valuations (K-IFRS)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022A	2023A
매출액	19	23	23	20
영업이익	0	-3	-1	-4
지배순이익	1	-4	-9	-5
PER	261.1	-35.5	-12.1	-61.7
PBR	2.9	2.9	2.5	4.4
EV/EBITDA	159.4	-58.1	-1,434.9	-107.3
ROE	1.2	-7.9	-18.7	-8.5

자료: 유안타증권

1. 기업개요

솔트룩스는 2000년 설립, 2020년 상장된 인공지능 빅데이터 기반의 솔루션 전문 업체이다. 핵심 원천기술인 앙상블 대화형 인공지능 기술과 인지모델 기반 증강분석 기술을 보유하고 있다. 이를 기반으로 약 200억 건 이상의 데이터를 자산화하고 다양한 인공지능 응용 솔루션(검색엔진, 챗봇, AICC 등)을 개발 및 제공하고 있다. 주요 주주는 이경일 대표이사 등 최대주주 및 특수관계인 12.6%, 정문선 현대비엔지스틸 부사장 7.4%, 현대비엔지스틸 1.1%, 엔에치엔 5.6% 등으로 구성된다.

동사는 4개 제품군(Suite)과 9가지 세부 제품(Studio)을 보유하고 있다. 제품군은 AI Suite, Big Data Suite, Graph DB Suite, Cloud Service으로 구성되며, 1H24 연결 기준 매출 비중은 AI Suite 18.4%, Big Data Suite 10.7%, Graph DB Suite 0.3%, Cloud Service 0.3%, 기타(다이렉스트 등 주요 자회사) 70.4%로 구성된다.

동사는 지난 20년간 축적한 2,000개 이상의 공공, 금융, 대기업 레퍼런스를 통해 안정적인 매출 성장세를 시현하고 있으며, 대부분이 B2B 온프레미스 형태이다. 2020년 상장 이후 매출 다각화를 추진하고 있다. 자회사 설립(플루닛, 구버 등)을 통한 B2C 시장 진입, 유관 기업 인수(다이렉스트 등) 및 신제품 개발을 통해 기존 B2B 사업을 강화하고 있다.

2021년에 설립된 자회사 플루닛은 워크센터(AI 비서 서비스), 스튜디오(가상인간 영상 제작 플랫폼) 두 개의 사업부로 구성된다. 기업 뿐만 아니라 개인 사용자도 쉽게 사용이 가능한 영상 제작 솔루션 등을 제공한다. 연내 본격적인 유료 서비스 확대를 계획하고 있다.

2023년 9월에는 생성형 AI 기반의 대규모 언어모델 루시아 LLM을 출시했다. 루시아를 활용하여 기존 제품을 고도화하고 온프레미스 구축 서비스를 제공하면서 B2B 사업 모델을 강화했다. 올해 3월에는 하드웨어에 LLM을 탑재한 어플라이언스 형태의 루시아온을 출시했다. 최소 50명 규모의 기업부터 대규모 시스템 구축까지 가능하여 LLM에 대한 접근가능성을 높였다.

2023년 11월에는 다이렉스트를 256억원에 인수했다. 해당 합병을 계기로 동사는 기업 및 공공 AI 검색 구축 시장에서 1위의 지위에 올라섰다. 다이렉스트의 주요 고객층은 쇼핑몰 등 전자 상거래 부문으로 동사와 고객층이 다르기 때문에 B2B 사업의 저변을 확대하는 계기가 되고 있다. 1H24 기준 기타 매출 비중의 80% 이상을 차지하고 있다.

올해 7월에는 미국 자회사 Goover를 통해 B2C 초거대 AI 검색 서비스 Goover(사명과 동일)를 한국과 미국에서 베타서비스를 시작했다. 서비스 시작 3개월 만에 약 3만명의 사용자를 확보한 것으로 파악된다. 9월에는 엔터프라이즈 전용 상품을 공개하면서 B2B 영역까지 확대해 나가고 있다. 연내에 정식 서비스 출시 예정이며, 세부 기능 추가와 광고 BM 도입, 유료 전환 등으로 내년부터 수익화가 예상된다.

솔트룩스 주요 사업 레퍼런스

사업분야	기업	내용
엔터프라이즈 AI	삼성전자	미국/캐나다 IoT 기반 AS 상담 지원 시스템 구축
	삼성전자	트렌드 시그널을 광범위하게 감지한 지식관리시스템
	현대모터스그룹	현대기아자동차 문서중앙화 시스템 구축
	현대모터스그룹	차량 고장 진단을 통한 건전성 판별 예측모델 개발
	KT	KT 기가지니에 심층 QA 를 연계하여 일반상식 정보 제공
	LG	데이터 수집과 인지분석을 통해 신기술 센싱 기술 동향 분석
	BMW 코리아	BMW 파이낸셜 금융상품용 챗봇 및 라이브챗 구축
	삼성중공업	사업정보 공유, 활용을 위한 정보 검색 시스템 구축
디지털플랫폼 정부	행정안전부	법정부 통합 비원 챗봇 국민비서 구배 구축
	헌법재판소	지능형 헌법재판소 챗봇 구축
	특허청	맞춤형 IP-Biz 정보공유 플랫폼 개발
	특허청	초거대 AI 기반 특허심사 업무지원 서비스 개발
	KOTRA	대외경제 수출입 정보 제공 통합플랫폼 구축
	전남정보문화산업진흥원	AI 기반 어장 관리정보 빅데이터 플랫폼 구축
금융서비스 지능화	NH 농협은행	인공지능 기반 상담 모니터링을 통한 상담사 지원 및 딥러닝 질의응답 서비스
	KB 국민은행	지식베이스 기반 상품 실시간 모니터링 분석 상품지식 플랫폼
	신한은행	3세대 인공지능 기술을 적용한 사범사업
	KDB 산업은행	지능형 디지털 문서관리를 위한 인프라 도입
	한국투자증권	인공지능 기반 상품 콜봇 및 직원용 업무 챗봇 시스템 구축
	키움증권	지능형 디지털 문서관리를 위한 인프라 도입
AI 컨택센터	키움증권	콜센터 아웃바운드 AI 음성봇 활용 업무 자동화
	NH 농협카드	녹취 내용에 대한 불안전판매 모니터링
	신용회복위원회	AI 상담사 채무조정 민원상담 시스템 구축
	요기요	1세대 고객응대 챗봇 고도화 딥러닝 기술 접목한 AI 챗봇
공공안전과 국방	경찰청	범죄 피해 대응을 위한 기초정보 제공 및 관련 정보 안내 챗봇 구축
	국방부	국방/안보 관련 데이터를 통합 및 종합 분석하는 체계
	국방과학연구소	다출처 상황정보의 추출과 지식그래프 기반 융합 및 추론, 이상징후 인지
	방위사업청	전장 상황인지 및 지휘정보 플랫폼 체계와 시뮬레이션 기술 개발
AI 학습데이터 구축 및 모델링	삼성전자	집단지성플랫폼 MOSAIC
	현대모터스 그룹	현대기아자동차 문서중앙화 시스템 구축
	KT	KT 통신상품에 대한 고객의 VOC 분석 및 리포트, 인사이트 제공
	국립중앙도서관	LOD 기반의 귀중본 고신문 플랫폼 구축
	국토지리정보원	인문지리정보 온톨로지 기술 모델링 및 복합 검색 서비스 제공

자료: 솔트룩스, 유안타증권 리서치센터

9 가지 세부 제품



AI X BIGDATA 기술
9개 제품 STUDIO
소개해드릴게요.

솔트룩스는 인공지능과 빅데이터 원천기술을 바탕으로
우리의 기술을 총 집중한 9개의 STUDIO 제품으로
누구나 쉽게 지식소통 할 수 있는 세상을 선도합니다.



<p>TALKBOT STUDIO 가입자 수 1500만개 대한민국 대표 챗봇 구축 제작 플랫폼</p> <ul style="list-style-type: none"> 고품질 자연어 이해 처리 초저비용 고객응대 실시간 플랫폼 OA 기술이 용이한 맞춤형 챗봇 자세한 업무 프로세스에 최적화 설계 	<p>LANGUAGE STUDIO 다양한 언어를 지원하는 서비스에 필요한 맞춤형 대가로 언어모델 구축 플랫폼</p> <ul style="list-style-type: none"> 다양한 자연어 처리 다양한 언어의 학습 용이성 특수 분야에 대한 학습 용이성 GPU 기반 언어모델 학습 관리 	<p>VOICE STUDIO 일일 대화량 10억 건 이상 처리 가능한 음성인식, 음성합성 플랫폼</p> <ul style="list-style-type: none"> 99% 음성인식률 실시간 스트리밍 중도합성 서비스 1000시간 이상 학습용량 지원 전국 어디서든 고품질 음성합성 	<p>VISION STUDIO 인공지능의 눈 수 많은 업무 속 당신을 알아보는 AI 비전 인식</p> <ul style="list-style-type: none"> 모양별, 자세별, 크기별 실시간에 가까운 인식 속도 99% 정확도 전국 어디서든 고품질 영상 분석 	<p>META HUMAN STUDIO 인공지능으로 만드는 내외의 메타휴먼 제작 서비스</p> <ul style="list-style-type: none"> 사용자 학습 및 제작 관련 제작 시간 단축 실시간 제작 및 배포 3D 제작 관련 영상 및 도구
---	---	--	---	---

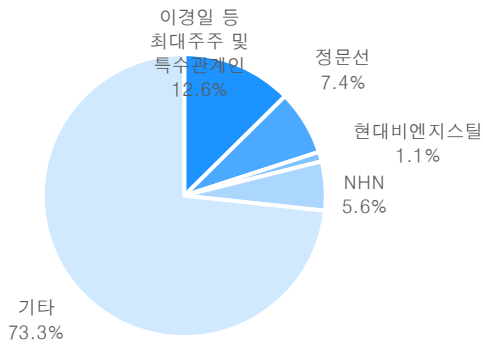


Saltlux STUDIO

<p>SEARCH STUDIO 당신이 원하는 정보를 빠르게 찾아주는 인공지능</p> <ul style="list-style-type: none"> 최첨단 인공지능 (Cognitive Search) 초거대 언어모델 광역 (AI Search) 클라우드 기반 고성능 확장성, 운영성 강화 설계 	<p>SCRAPING STUDIO 원천 원본 물론 다양한 데이터 원천에서 데이터를 실시간 수집 플랫폼</p> <ul style="list-style-type: none"> 최대 10만 개 사이트 동시 수집 일일 100만 개 데이터 수집 가능 수집 데이터 품질 검증 	<p>INSIGHT STUDIO 비정형 데이터 속 숨은 의미를 찾아주는 똑똑한 AI 분석 솔루션</p> <ul style="list-style-type: none"> 고품질 자연어 처리 강력한 텍스트 마이닝 대용량 비정형 데이터 실시간 분석 서비스 다양한 정보 분석 및 시각화 설계 	<p>KNOWLEDGE STUDIO 효율적인 지식 (데이터) 관리 및 지식 공유를 위한 AI 기반 지식 관리 플랫폼</p> <ul style="list-style-type: none"> AI 기반 지식 그래프 (Knowledge Graph) 서비스 다양한 데이터 연결, 처리, 추론 분석 지식 공유, 추천 및 검색 협업 및 지식 공유
--	---	---	---

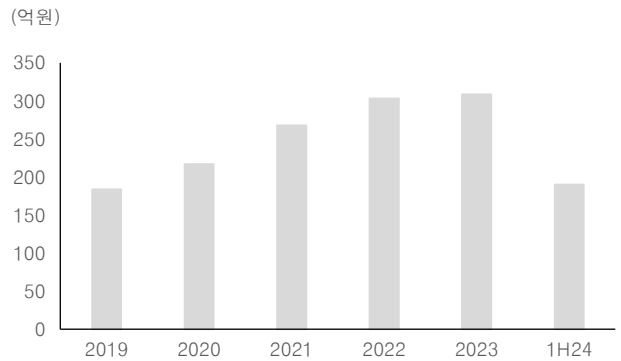
자료: 솔트룩스, 유안타증권 리서치센터

주주현황



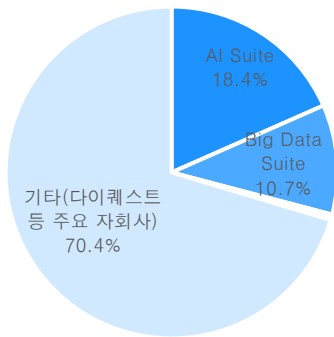
자료: 솔트룩스, 유안타증권 리서치센터

솔트룩스 매출 추이, 안정적인 외형 성장세 기록



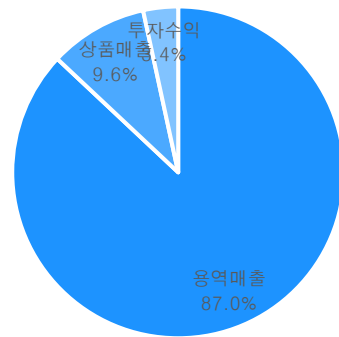
자료: 솔트룩스, 유안타증권 리서치센터

1H24 기준 제품군 별 매출 비중



자료: 솔트룩스, 유안타증권 리서치센터

1H24 기준 유형 별 매출 비중



자료: 솔트룩스, 유안타증권 리서치센터

2. 투자포인트

1) 기업의 생성형 AI 도입 추세, 러시아 강력한 대안으로 부상 전망

기업 차원의 생성형 AI 솔루션 도입 확대 추세는 글로벌 트렌드이다. 국내 기업도 예외는 아니다. 기업 내 직원들의 개별 사용 사례도 높은 비중을 차지하고 있음을 고려하면 도입 수요는 더욱 증가할 것으로 판단된다. 한편, 현재 대다수의 생성형 AI 유저가 사용하는 OpenAI의 유료 서비스 가격은 상승하고 있다. OpenAI의 적자 확대 기조를 고려했을 때 해당 추세는 이어질 것으로 보인다. 따라서 기업 차원의 서비스 도입을 고려할 경우 비용이 가장 큰 허들로 작용할 가능성이 높다. 대안으로 동사의 러시아가 우선적인 고려 대상이 될 것으로 기대된다.

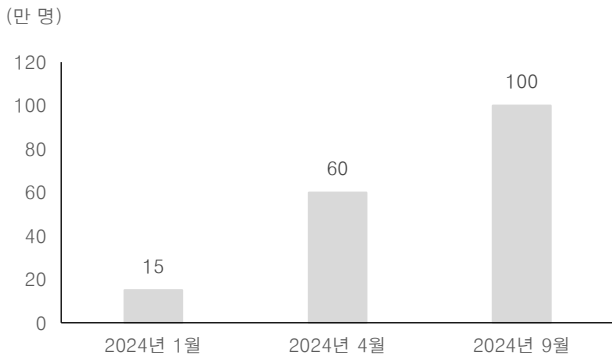
기업 차원에서 적극적인 생성형 AI 솔루션 도입이 이어지고 있다. OpenAI의 기업용 ChatGPT 사용자에서 확인할 수 있다. 2023년 8월 출시 이후 약 1년 만에 유료 사용자 수가 100만 명을 돌파했다. 국내 기업도 예외는 아니다. 한국경영자총협회에 따르면 지난 3월 국내 기준 생성형 AI 솔루션을 전사적으로 도입한 기업이 16%, 일부 부서에 도입한 기업은 22%, 직원들이 개별적으로 활용하는 기업은 50%로 나타났다. 직원의 개별 사용이 많은 기업은 적절한 성능의 생성형 AI를 합리적인 비용으로 도입할 수 있다면 실제 수요로 연결될 것으로 판단된다.

한편, 지난 9월 뉴욕타임스에 따르면 OpenAI는 ChatGPT 유료 버전 가격을 5년 동안 약 2배 올릴 계획이다. 2028년까지 적자 확대 기조가 예상되기 때문이다. 현재 OpenAI의 기업용 ChatGPT 사용 요금은 사용자 1인당 60달러, 최소 사용자 수 150명 기준 최소 월 9,000달러, 연 108,000달러로 추정된다. 이는 매년 반복되는 비용이기 때문에 모두에게 부담이 될 수 있다. 특히 최소 사용자 수를 충족하지 못하는 150인 이하의 중소기업에는 더 큰 부담으로 작용할 수 있으며, 비용 허들은 점점 높아지고 있다. 참고로 50인 이상의 사업체 43,000개 중 150인 이하의 비중은 72%를 차지한다.

이러한 추세에서 러시아는 강력한 대안으로 부상할 가능성이 높다고 판단된다. 러시아의 최소 도입 비용은 5천만원으로 OpenAI의 기업용 ChatGPT 대비 40% 수준이다. 일회성 성격이기 때문에 일부 유지보수 외에 반복적인 비용은 제한적이다. 소규모 기업을 위한 하드웨어 일체형 어플라이언스 제품(루시아온)부터 대규모 온프레미스 구축까지 가능하다. 또한 기업 맞춤형 제작, 높은 보안성, 할루시네이션 최소화가 주요 장점으로 성능 역시 지난 3월 글로벌 생성형 AI 평가 플랫폼에서 1위를 기록하며 입증했다.

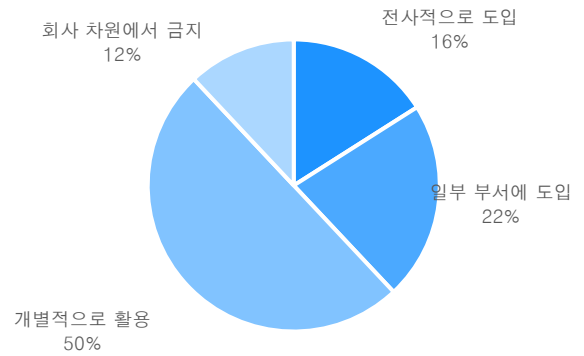
러시아는 빠르면 올해 하반기부터 매출이 발생할 것으로 예상된다. 루시아온에 대한 선주문이 많은 것으로 파악되며, 러시아 구축 관련 대기업 및 공공기관과 PoC(기술 실행 가능성 입증), 품질성능 평가시험 등 시범 사업을 시작했다. 루시아온은 올해 3월 출시했고 5월에는 차세대 버전 루시아2를 공개했다. 성공적인 도입 레퍼런스가 중요할 것으로 판단된다.

기업용 ChatGPT 사용자 추이



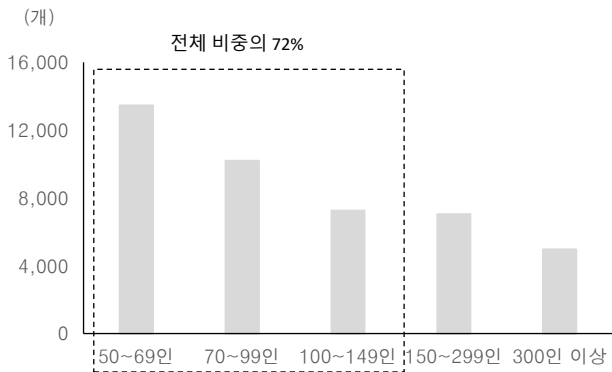
자료: OpenAI, 유안타증권 리서치센터

국내 생성형 AI 도입 비중



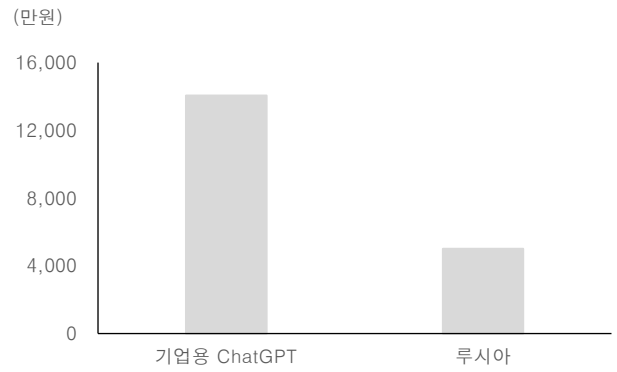
자료: 한국경영자총협회, 유안타증권 리서치센터

50~150 인 이하의 기업이 비중이 72%



자료: 고용노동부, 유안타증권 리서치센터

루시아 최소 도입 비용, 기업용 ChatGPT 대비 40% 수준



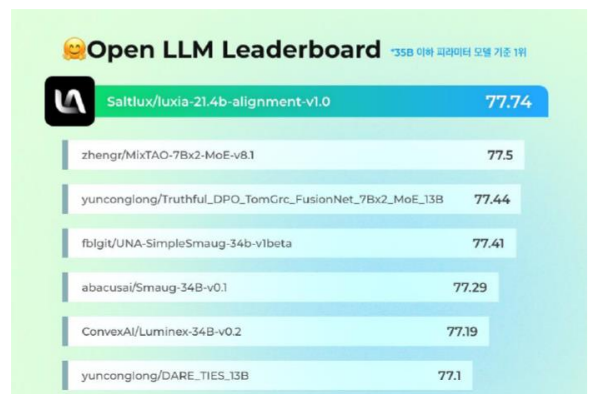
자료: 각사, 유안타증권 리서치센터

하드웨어 일체형 얼라이언스 제품, 루시아온



자료: 솔트룩스, 유안타증권 리서치센터

루시아, 우수한 성능을 입증



자료: 솔트룩스, 허깅페이스, 유안타증권 리서치센터

루시아 주요 시범 사업

기업 및 기관	내용
서울보증보험	GPT 구축 POC 사업
한국지능정보사회진흥원	초거대 인공지능을 활용한 서울교통공사 안전 GPT 시범 서비스
S 사	생성형 AI POC 프로젝트
P 사	P-DX 전용 GPT 서비스 구축 POC 수행 용역
한국수력원자력	원전 형상관리 분야 AI 적용 POC 사업 용역
KB 증권	생성형 AI 기술 도입 검토 품질성능 평가시험
DB 손해보험	약관 기반 질의응답 LLM 챗봇 서비스 품질성능 평가시험

자료: 솔트룩스, 유안타증권 리서치센터

2) B2C 서비스 수요 증가 전망, 구버, 플루닛 주목 필요

정부 주도의 AI 사업은 개인들의 AI 서비스 경험 확대로 이어지고 있다. 작년 9월 발표한 전국민 AI 일상화 실행 계획은 올해 7,102억원의 예산이 투입되며 AI 공공서비스가 확대되고 있다. 그 일환으로 동사는 어민 대상 수산양식 플랫폼 구축 사업을 수주했고 취약 계층 대상 스마트 복지 시스템 구축 사업을 완료했다. 2025년 정부의 AI 예산은 AI G3 도약을 위한 청사진에 따라 추가적인 확대가 예상되며, 이러한 추세가 지속될 것으로 보인다.

개인의 AI 서비스 경험 확대는 B2C 서비스 수요 증가로 이어질 수 있다. 동사는 주요 자회사(구버, 플루닛)를 통해 B2C 매출 확대를 추진하고 있다. 1H24 기준 매출 비중은 구버 0.8%, 플루닛 2.4%에 불과하다. 하반기 본격적인 서비스 출시와 내년 유료 BM 도입과 함께 빠른 성장세가 예상된다.

Goover(이하 구버)는 2020년 설립된 미국에 소재한 자회사이다. B2C 초거대 AI 검색서비스, 구버를 개발 및 서비스한다. 웹에서 유저 맞춤형 정보를 찾고 자동으로 심층 리포트를 생성하는 초개인화된 서비스이다. 올해 7월부터 한국과 미국에서 베타서비스를 시작했다. 서비스 시작 3개월 만에 약 3만명의 가입자를 확보하면서 빠르게 성장하고 있다. 연내 정식 출시하여 맞춤형 광고 BM, 구독형 모델, 생성 리포트 유료화를 통한 앱마켓형 모델 도입 등으로 다양한 수익화 전략을 추진할 계획이다.

구버의 성공적인 시장 안착은 동사의 밸류에이션 리레이팅 기회로 작용할 수 있다. 유사한 서비스를 제공하는 퍼플렉시티가 높은 기업 가치를 인정받고 있기 때문이다. 퍼플렉시티는 1월 5.4억달러, 3월 10억 달러, 4월 30억 달러의 기업가치로 자금 조달에 성공했다. 2022년 12월 출시 이후 구글의 대항마로 불리며 빠르게 검색 시장을 침투한 것에 기인한다. 올해 10월 기준 MAU 1,000만 명을 확보한 것으로 파악된다. 구버는 퍼플렉시티 대비 개인화된 서비스와 기업 맞춤형 제품을 제공한다는 측면에서 차별성을 확보하고 있다. 정식 출시 이후 사용자 추이가 중요한 시장 안착 지표가 될 것으로 보인다.

플루닛은 2021년 설립된 자회사이다. 다양한 생활밀착형 AI 서비스를 개발하여 B2B뿐 아니라 B2C 서비스로의 확장을 추진할 계획이다. 플루닛은 워크센터, 스튜디오 두 개의 사업부로 구성된다. 워크센터는 AICC를 운영하기 힘든 중소기업자를 타겟으로 AICC SaaS 사업을 추진하고 있다. 월 2만원부터 필요한 처리량에 따라 확대가 가능하다. 스튜디오는 가상인간 제작을 통해 광고마케팅 기획, 크리에이터 영상 제작 등 확장성이 높다. 월 9천원부터 사용 시간에 따라 확대가 가능하다. 이외 미미콘(이모티콘 생성 서비스), 손비서(개인비서 모바일 앱)을 출시하여 무료 서비스를 하고 있다. 사용자 피드백을 반영하여 연내 부분 유료 전환할 계획이다.

플루닛 스튜디오는 서비스 출시 이후 월 평균 약 950명의 신규 가입자가 유입되고 있다. 현재 약 2.1만명의 누적 가입자를 보유하고 있는 것으로 파악되며, 올해 플루닛 전체 예상 매출은 20억원으로 전년 6.7억원 대비 약 3배 성장할 것으로 보인다.

주요 자회사 현황

자회사명	지분율(%)	주요 사업	1H24 매출 비중(%)
구버	98.22	B2C 초거대 AI 검색 서비스	0.8
플루닛	66.25	B2C 생활밀착형 AI 서비스	2.4
다이퀘스트	94.95	기업 및 공공 검색 구축	51.7
솔트룩스이노베이션	85.33	번역 및 데이터큐레이션	4.1
솔트룩스벤처스	84.85	벤처투자	3.4
Saltlux Technology Joint	96.43	다국어서비스	1.7

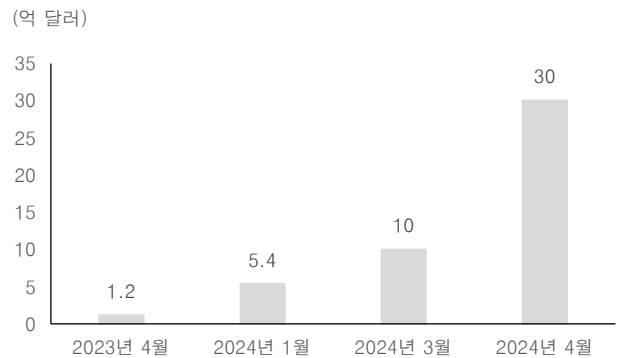
자료: 솔트룩스, 유안타증권 리서치센터

구버 서비스, 맞춤형 정보 제공과 심층 리포트 생성



자료: Goover, 유안타증권 리서치센터

Perplexity 기업가치 추이



자료: TechCrunch, 유안타증권 리서치센터

3. 실적 추이

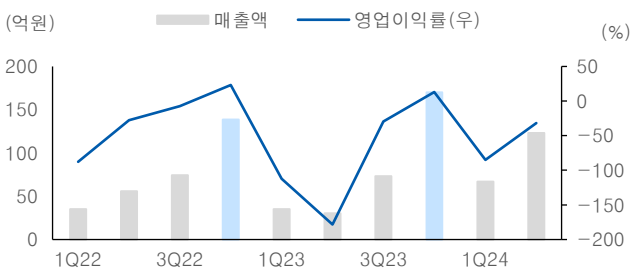
2024년 적자 폭 개선 전망, 2025년 성장 분기점 예상

1H24 연결 기준 누적 매출액과 영업이익은 각각 189.9억원(YoY +191.8%), -96.0억원(YoY 적자지속)을 기록했다. 외형 성장은 2023년 11월 합병이 완료된 다이렉스트 인수 효과에 기인한다. 적자폭은 1H23 대비 3억원 증가했으나, 다이렉스트 인수로 인한 인건비 증가 및 대규모 H100 투자에 따른 감가상각비 확대 등 고정비 증가 요인이 있었다는 점을 고려하면 양호한 실적이라고 판단된다.

하반기에도 고정비 부담은 일부 지속될 전망이다. 그러나 상반기에 루시아온(3월 출시), 루시아 2(5월 공개), 구버(7월 베타서비스 시작)의 연구 개발이 완료 단계임에 따라 상반기 대비 비용 증가폭은 제한적일 것으로 예상된다. 또한 통상 4분기 매출 비중(2021~2023년 평균 44.9%)이 가장 높은 상저하고의 모습이 나타나며, 다이렉스트의 실적이 온기 반영됨에 따라 연간 적자폭은 축소될 것으로 보인다. 일부 루시아 구축 사업이 연내 마무리되면서 신규 매출이 발생하는 부분도 실적에 긍정적으로 작용할 전망이다.

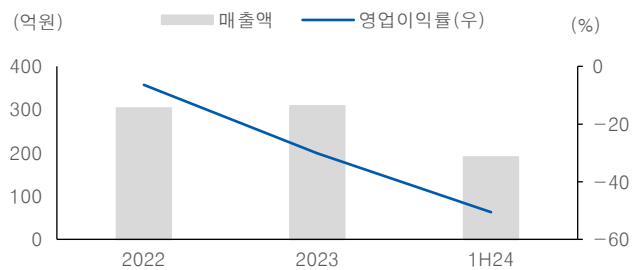
2025년은 동사에게 성장의 분기점이 될 것으로 보인다. 루시아 제품군의 본격적인 상용화와 자회사 구버와 플루닛 유료 서비스 출시에 따른 실적이 반영되는 원년이기 때문이다. B2B 생성형 AI 솔루션 시장이 확대되는 가운데, 루시아 제품군의 성공적인 시장 안착은 외형 성장을 가속화할 것으로 예상된다. 또한 B2C 서비스 구버의 흥행은 밸류에이션 리레이팅의 기회로 작용할 수 있다. 루시아 제품군의 판매 추이, 구버 서비스의 사용자 추이를 주목할 필요가 있다고 판단된다.

솔트룩스 분기별 매출 추이, 4분기 매출 비중이 가장 높음



자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

솔트룩스 연간 실적 추이



자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

솔트룩스 (304100) 추정재무제표 (K-IFRS)

결산(12월)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
매출액	17	19	23	23	20
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	17	19	23	23	20
판매비	17	19	26	25	25
영업이익	1	0	-3	-1	-4
EBITDA	1	1	-2	0	-3
영업외손익	1	0	-1	-8	0
외환관련손익	0	0	0	0	0
이자손익	0	0	0	-1	1
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	1	0	-1	-7	-1
법인세비용차감전순이익	1	0	-4	-9	-5
법인세비용	0	0	0	0	0
계속사업순이익	1	1	-4	-9	-5
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	1	1	-4	-9	-5
지배지분순이익	1	1	-4	-9	-5
포괄순이익	2	1	-5	-9	-6
지배지분포괄이익	2	1	-5	-9	-6

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

결산(12월)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
영업활동 현금흐름	1	3	-1	-3	-2
당기순이익	1	1	-4	-9	-5
감가상각비	0	1	1	1	1
외환손익	0	0	0	0	0
종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	0	2	0	-5	0
기타현금흐름	0	1	3	10	2
투자활동 현금흐름	-7	-15	-22	0	15
투자자산	3	-20	-2	7	-11
유형자산 증가 (CAPEX)	0	-1	0	0	-1
유형자산 감소	0	0	0	1	0
기타현금흐름	-10	5	-20	-8	27
재무활동 현금흐름	-1	18	20	-1	-9
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	0	0	20	0	0
자본	0	18	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	0	0	0	-1	-9
연결범위변동 등 기타	0	0	0	0	0
현금의 증감	-6	6	-4	-4	4
기초 현금	12	5	11	7	3
기말 현금	5	11	7	3	8
NOPLAT	1	0	-3	-1	-5
FCF	1	2	-3	-5	-4

자료: 유안타증권

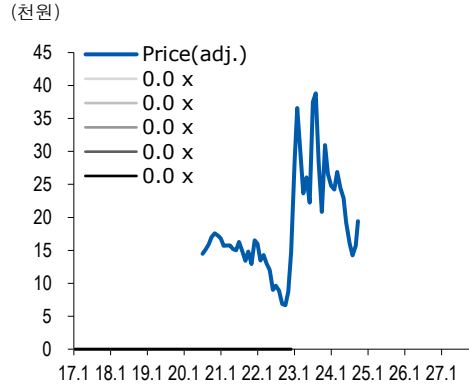
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

결산(12월)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
유동자산	30	42	48	42	18
현금및현금성자산	5	11	7	3	8
매출채권 및 기타채권	5	4	3	4	3
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	13	22	31	35	62
유형자산	1	1	1	1	2
관계기업 등 지분관련자산	2	2	9	15	45
기타투자자산	10	17	18	15	13
자산총계	42	64	79	77	80
유동부채	3	5	25	32	4
매입채무 및 기타채무	2	2	1	1	2
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	0	0	1	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	3	5	25	32	4
지배지분	39	59	54	45	76
자본금	2	3	5	5	6
자본잉여금	37	56	53	53	90
이익잉여금	-1	0	-4	-14	-20
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	39	59	54	45	76
순차입금	-24	-36	-33	-23	-13
총차입금	0	0	12	14	0

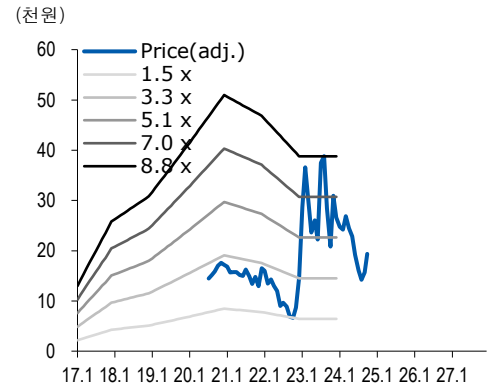
결산(12월)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
EPS	198	64	-437	-907	-459
BPS	4,620	5,786	5,323	4,405	6,403
EBITDAPS	146	90	-204	-6	-251
SPS	2,219	2,085	2,255	2,287	1,810
DPS	0	0	0	0	0
PER	0.0	261.1	-35.5	-12.1	-61.7
PBR	0.0	2.9	2.9	2.5	4.4
EV/EBITDA	-21.6	159.4	-58.1	-1,434.9	-107.3
PSR	0.0	8.0	6.9	4.8	15.6

결산(12월)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
매출액 증가율 (%)	11.8	12.8	18.7	1.7	-12.7
영업이익 증가율 (%)	98.0	-88.3	-4,951.3	적지	적지
지배순이익 증가율 (%)	846.1	-56.8	적전	적지	적지
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	3.3	0.3	-14.1	-6.1	-21.4
지배순이익률 (%)	8.0	3.1	-19.4	-39.7	-25.4
EBITDA 마진 (%)	6.6	4.3	-9.0	-0.3	-13.9
ROIC	17.4	3.3	-108.8	-28.6	-101.2
ROA	3.2	1.1	-6.2	-11.8	-6.6
ROE	4.1	1.2	-7.9	-18.7	-8.5
부채비율 (%)	7.9	9.3	46.3	71.5	4.9
순차입금/자기자본 (%)	-62.0	-61.6	-60.3	-51.2	-17.6
영업이익/금융비용 (배)	1.5	1.0	-5.2	-1.0	-6.3

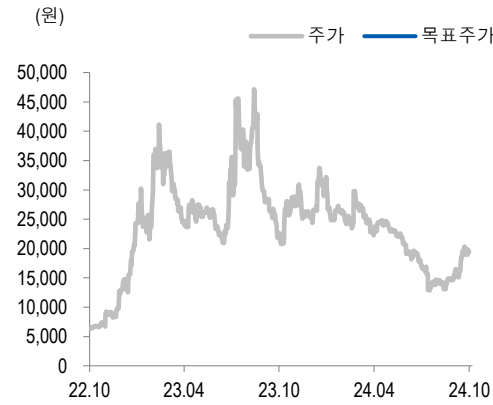
P/E band chart



P/B band chart



솔트룩스 (304100) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2024-10-24	Not Rated	-	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가 - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	87.9
Hold(중립)	12.1
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2024-10-23

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 백종민)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

뷰노 (338220)

쓸 만큼 썼다. 이제 쓸어 담을 차례

국내에서도 해외에서도 국내 최초 타이틀 보유한 기업

2014년 설립, 2021년 2월 코스닥 시장에 상장된 의료AI 솔루션 전문기업이다. 2018년 국내 최초로 AI 의료기기를 선보이면서 시장을 개척했다. 딥러닝 기술력을 바탕으로 생체신호, 의료 영상 등의 광범위한 의료 데이터를 학습 및 분석하여 관련 솔루션을 개발, 서비스하고 있다. 1H24 누적 기준 품목별 매출 비중은 예측/예측 솔루션(DeepCARS) 83.4%, 진단 솔루션(영상 데이터 기반 솔루션) 7.5%, 상품 및 서버(Hativ 등) 7.7%, 기타 1.4% 이다.

DeepCARS 국내외 성장 전망

DeepCARS의 국내 매출 확대가 예상된다. 올해 6월 BIG 5 병원 중에서는 최초로 삼성서울병원 향 납품이 시작되었다. 대형 레퍼런스가 추가되었다는 점에서 타 병원들에게 도입 근거가 되고 DeepCARS의 빠른 침투가 예상된다.

내년부터는 미국 향 성장 모멘텀이 추가될 전망이다. 현재 FDA 승인을 준비하는 한편, 효과적인 시장 침투를 위한 컨설팅을 진행 중인 것으로 파악된다. 미국의 심정지 예측 시장은 국내(3,000억원) 대비 10배 이상으로 추산되는 바, 1% 침투에만 성공해도 연간 300억원 수준의 매출을 기대할 수 있다.

매출 품목 다변화 기대감 유효

DeepBrain은 23년 10월 FDA 인증을 획득했고 2025년 상반기 미국 진출 예정이다. 현재 보험 코드 취득을 위한 논의 중인 것으로 파악된다. Hativ는 23년 9.4억원의 첫 매출을 기록했으며, 올해 20억원, 2025년 40억원 매출이 예상되고 있다. Fundus AI는 올해 10월부터 비급여 시장 진입이 확정되었다. 환자 청구 금액은 약 3만원으로 내과, 가정의학과 등 일반 병원을 공략할 예정이다.



백종민 스몰캡
jongmin.baik@yuantakorea.com

NOT RATED (I)

목표주가 원 (I)

현재주가 (10/23) **30,750원**

상승여력 -

시가총액 4,271억원

총발행주식수 13,888,217주

60일 평균 거래대금 123억원

60일 평균 거래량 366,953주

52주 고/저 46,550원 / 24,850원

외인자본율 1.01%

배당수익률 0.00%

주요주주 이예하 외 3인

주가수익률 (%) 1개월 3개월 12개월

절대 (13.5) (5.8) 19.0

상대 (12.3) 2.6 21.9

절대 (달러환산) (16.4) (5.5) 16.5

Forecasts and valuations (K-IFRS)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022A	2023A
매출액	1	2	8	13
영업이익	-10	-18	-15	-14
지배순이익	-11	-19	-15	-14
PER	0.0	-12.3	-6.8	-23.8
PBR	0.0	10.8	5.9	49.0
EV/EBITDA	0.2	-13.6	-6.9	-26.5
ROE	-1,250.5	-202.5	-70.3	-99.4

자료: 유안타증권

1. 기업개요

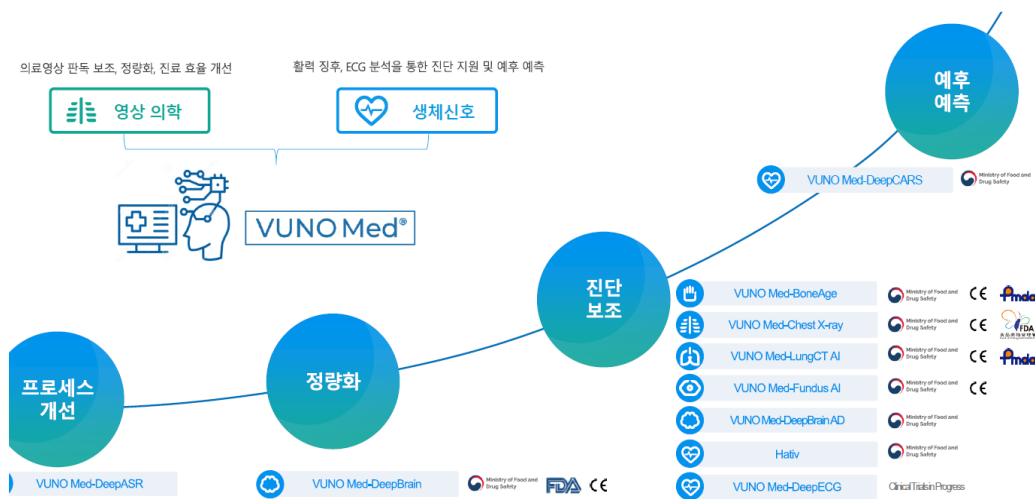
2014년 설립, 2021년 2월 코스닥 시장에 상장된 의료AI 솔루션 전문기업이다. 2018년 국내 최초로 AI 의료기기를 선보이면서 시장을 개척했다. 이 후 딥러닝 기술을 바탕으로 생체신호, 의료 영상(엑스레이, CT, MRI, 안저영상 등) 등의 광범위한 의료 데이터를 학습 및 분석하여 예측/예후, 진단/판독 보조 등의 솔루션을 제공하고 있다.

생체신호 기반의 제품군으로는 DeepCARS(심정지 예측솔루션), Hativ(휴대용 심전도계)가 있으며, 영상 데이터 기반의 제품으로는 DeepBrain(뇌 MRI 정량화 솔루션), Fundus AI(안저 영상 진단 보조 솔루션), Chest-X-ray(흉부 엑스레이 판독 보조 솔루션), LungCT AI(흉부 CT 판독 보조 솔루션) 등의 라인업을 보유하고 있다. 1H24 누적 기준 품목별 매출 비중은 예후/예측 솔루션(DeepCARS) 83.4%, 진단 솔루션(영상 데이터 기반 솔루션) 7.5%, 상품 및 서버(Hativ 등) 7.7%, 기타 1.4%로 구성된다.

Hativ를 제외한 동사의 솔루션은 SaaS 형태로 제공된다. 별도의 구축 비용이 없어 도입 장벽이 낮기 때문에 쉽게 시장 침투가 가능한 구조이다. DeepCAS의 빠른 성장세가 대표적인 예시이다. 2022년 8월 비급여 처방이 가능해지면서 시장 진입 2년 만에 국내 97개 병원에 도입되는 성과를 보였다. 3분기 DeepCARS는 월 20억원 이상의 수익을 창출하는 것으로 파악되며, 도입병원이 지속 증가하는 추세임에 따라 더 확대될 전망이다.

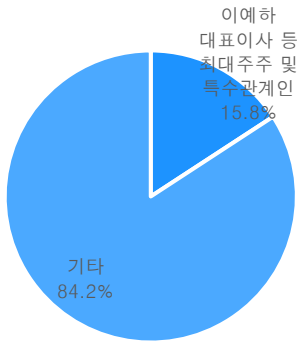
현재 대부분의 매출이 DeepCARS 그리고 국내에서 발생하고 있다. DeepCARS를 포함한 다수의 제품이 연내 혹은 2025년에 미국 FDA, 유럽 CE 인증이 마무리될 예정이다. 따라서 매출 품목과 지역이 다변화가 동반되는 외형 성장세를 이어 나갈 것으로 예상된다.

뷰노 주요 솔루션 라인업



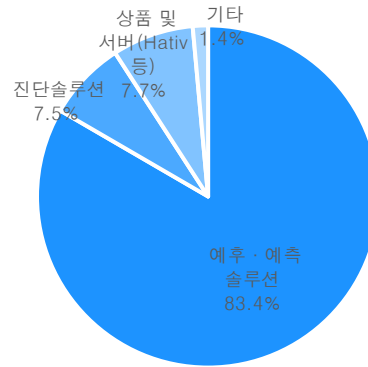
자료: 뷰노, 유안타증권 리서치센터

주주 현황



자료: 뷰노, 유안타증권 리서치센터

1H24 누적 기준, 대부분의 매출이 DeepCARS에서 발생



자료: 뷰노, 유안타증권 리서치센터

주요 제품 연혁

날짜	솔루션	내용
2024.04	Fundus AI	AI 혁신의료기기 통합심사 승인
2024.01	LungCT AI	AI 일본 보험급여 대상 인정
2023.10	DeepBrain	미국 FDA 510k 인허가 획득
2023.06	DeepCARS	미국 FDA 혁신의료기기 지정(BDD)
2023.01	Hativ	제품 론칭
2022.12	LungCT AI	AI 혁신의료기기 22호 지정
2022.08	DeepCARS	비급여 처방 시장
2022.05	DeepCARS	국내 최초 선진입 의료기술 확정

자료: 뷰노, 유안타증권 리서치센터

주요 솔루션 인허가 예상 타임라인

솔루션	2H23	1H24	2H24	1H25	2H25
DeepCARS			미국 FDA 510k 획득	미국 보험 코드 발급	미국 본격적인 매출 발생
DeepBrain	미국 FDA 510k 획득		미국 보험 코드 발급	미국 일부 시험 매출 발생	미국 본격적인 매출 발생
Fundus AI		국내 혁신의료기기 통합심사 승인	비급여 매출 발생		
Hativ		급성심근경색 식약처 허가	유럽 CE 인증 획득, 심부전 식약처 허가		미국 FDA 승인 획득

자료: 뷰노, 유안타증권 리서치센터

2. 투자포인트

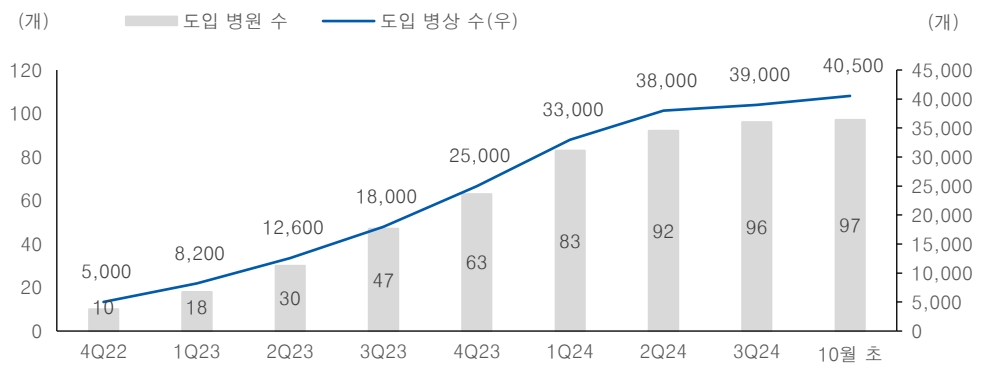
1) DeepCARS 국내외 성장 전망

1-1) 제품 개요 및 도입 추이

DeepCARS는 병동에서 전자의무기록(EMR)에 입력하는 5가지 기본 활력 징후(수축, 이완 혈압, 맥박수, 호흡수, 체온)와 나이, 측정시간을 실시간으로 분석해 24시간 이내 심정지 발생 위험도를 0~100점 사이로 점수를 표시한다. 일반 병동에서 주로 활용하는 필수적인 지표만 사용하기 때문에 EMR 시스템과 연동하고 간단한 입력만 하면 감지가 가능하다. 심정지 예측 성능은 이미 국내외로 인증을 받았다. 국내에선 2022년 5월 국내 최초 선진입 의료기술로 확정, 해외에서는 2023년 6월 국내 의료 AI 업계 최초로 FDA 혁신의료기기 지정(BDD) 받은 바 있다.

병원이 도입을 안 할 이유는 없다. 별도의 추가 구축 비용이 발생하지 않고 부족한 의료 인력을 효율적으로 운영할 수 있기 때문이다. 무엇보다 추가 수익을 창출할 수 있다는 장점이 있다. 환자가 지불하는 비용은 1일에 1.2~1.5만원 수준으로 동사가 7,000원, 병원이 5,000~8,000원을 수취한다. 이에 올해 10월 1일 기준 상급 종합병원 18개를 포함한 97개 병원이 DeepCARS를 도입했다. 병상 수로는 약 40,500개 수준으로, 타겟 시장(364개, 상급종합병원+종합병원) 대비 27%, 병상 수(139,964개) 대비 29%이다.

시장 진입 2년 만에 상급 종합병원 18개를 포함한 97개 소에 DeepCARS를 도입



자료: 뷰노, 유안타증권 리서치센터

기존 EMR 시스템에 연동만 하면 사용 가능

Data/Time	PID	Name	Age	Sex	Date of admission	Diagnosis	Department	Ward	SBP	DBP	HR	RR	BT	DeepCARS	DNR	Co.	Status
2022-07-11 11:06	W-000LL4	유재이	71	F	2022-07-08	Gastro-oesophage...	이비인후과	구관_7층_2병동	161	31	115	15	36.6	88	DNR		Screening
2022-07-11 11:05	W-000AQD	노승윤	85	M	2022-06-10	Attention deficit hy...	호흡기내과	구관_11층_2병동	116	78	96	43	37.0	95	DNR		Screening
2022-07-11 11:03	W-000JLZ	김이현	79	M	2022-07-03	Clostridium difficile	유방외과	별관_20층_2병동	153	75	96	35	36.3	92	DNR		Screening
2022-07-11 11:03	W-000KGF	곽우호	73	M	2022-07-06	Ovarian cyst	대장항문외과	별관_2층_2병동	176	70	119	24	36.2	93	DNR		Screening
2022-07-11 11:02	W-0007E	양재은	40	F	2022-06-29	Varicose eczema	방사선종양학과	구관_5층_2병동	100	69	111	29	35.5	93	DNR		Screening
2022-07-11 11:01	W-000KLQ	김은서	51	F	2022-07-05	Fibromyalgia	건강의학과	신관_8층_2병동	92	54	120	26	36.4	95	DNR		Screening
2022-07-11 10:59	W-0002TV	심지민	27	F	2022-05-24	Whooping cough	안과	구관_20층_1병동	94	46	64	24	36.6	69	DNR		Screening
2022-07-11 10:59	W-000KRJ	강민호	99	M	2022-07-06	Loss of libido	폐식도외과	구관_12층_2병동	100	77	140	12	36.0	95	DNR		Screening
2022-07-11 10:59	V-0003Y3	신다원	82	F	2022-06-29	Slapped cheek syn...	이비인후과	구관_1층_2병동	146	67	102	36	36.2	95	DNR		Screening
2022-07-11 10:59	W-000JNS	곽해나	97	F	2022-07-03	Constipation	내분비내과	별관_11층_2병동	214	59	146	29	36.5	97	DNR		Observing
2022-07-11 10:58	W-000JMS	정윤원	101	M	2022-07-03	Lung cancer	가정의학과	구관_14층_2병동	110	55	91	38	36.1	95	DNR		Screening
2022-07-11 10:57	W-000LZO	황서아	100	F	2022-07-09	Kidney stones	혈관외과	신관_12층_2병동	113	71	108	27	37.2	93	DNR		Screening

자료: 뷰노, 유안타증권 리서치센터
 주: 빨간 박스는 DeepCARS 가 실시간 분석하여 스코어링 해주는 모습

DeepCARS 국내에서 입증

- ✓ 식약처 지정 혁신의료기기 (2020. 09)
- ✓ 식약처 의료기기 제조 허가 획득 (2021. 08)
- ✓ 심평원 신의료기술평가대상 확정 (2021. 12)
- ✓ 국내 AI의료기기 최초, 선진입 의료기술 확정
- ✓ 비급여시장 진입 (2022.08)

자료: 뷰노, 유안타증권 리서치센터

해외에서는 국내 의료 AI 업계 최초 FDA 혁신의료기기 지정

June 6, 2023

VUNO Med Inc.

"VUNO Med® - DeepCARS™ utilizes commonly and routinely recorded vital signs (blood pressure, heart rate, respiratory rate, and body temperature), along with the corresponding time of measurement and patient age, extracted from the electronic medical records of general ward patients to compute the DeepCARS™ Score. The DeepCARS™ Score is intended to diagnose an elevated risk of impending cardiac arrest within a 24-hour period.

We are pleased to inform you that your device and proposed indication for use meet the criteria and have been granted designation as a Breakthrough Device. Please refer to the FDA guidance document entitled "Breakthrough Devices Program", for more information regarding the program, available at <https://www.fda.gov/media/108135/download>.

- ✓ FDA 혁신의료기기 지정 (2023. 06)
(BDD, Breakthrough Device Designation)

자료: 뷰노, 유안타증권 리서치센터

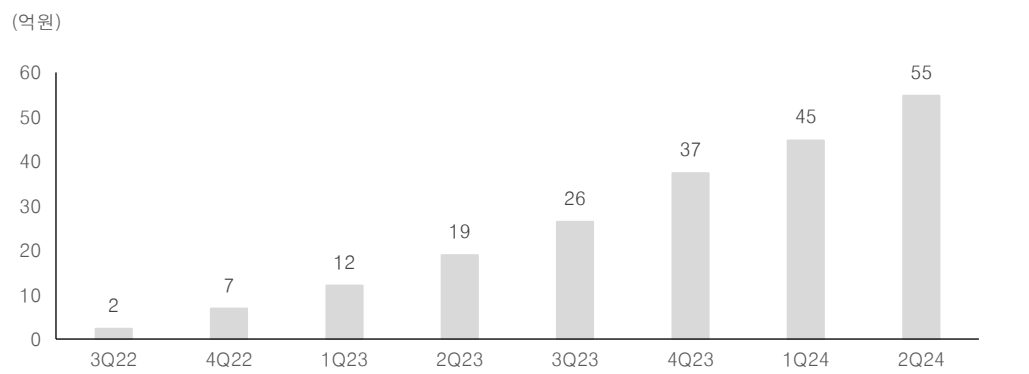
1-2) DeepCARS 성장 모멘텀 추가 전망

DeepCARS의 국내 매출이 확대되는 한편, 내년부터는 미국 향 성장 모멘텀이 추가될 전망이다. 국내는 올해 6월 BIG 5 병원 중에서는 최초로 삼성서울병원 향 납품에 성공하면서 대형 레퍼런스를 추가했다. 이를 바탕으로 타 병원들의 도입 수요가 증가할 것으로 예상된다. 해외는 연내 미국 FDA 510k 획득을 마무리할 예정이다. 내년 미국 보험 코드 발급 등 일련의 과정을 거쳐 하반기 시장 진입이 예상된다. 미국은 심정지 예측 시장 규모는 3조원 수준이다. 국내 3,000억 원 대비 약 10배 규모로 진입에 성공하면 실적 레벨이 한층 더 상승할 수 있는 요인이다.

최근 DeepCARS의 매출은 3Q22 2억원부터 2Q24 55억원으로 7분기 연속 성장세가 나타났다. 올해 6월을 기점으로 다시 한번 성장세를 가속화할 것으로 전망한다. 올해 6월, BIG 5 병원 중에서는 최초로 삼성서울병원향 납품에 성공한 것에 근거한다. 삼성서울병원은 단순 병상 규모로 봐도 1,700개로 그 자체도 의미가 있다. 그러나 더 큰 의의는 BIG 5가 인정한 기술력이라는 레퍼런스 측면에서 타 병원들에게 도입 근거가 되고 빠른 침투를 유도할 가능성이 높다. 참고로 삼성서울병원은 DeepCARS의 연구 목적으로 성능 입증에 참여했었다. 이 외에 BIG5 중에는 서울아산병원, 서울대학교병원 등이 연구에 참여했었다. 최근 DeepCARS에 대한 긍정적인 평가가 이어지고 있는 것으로 파악되어, 실제 도입까지 이어질 가능성이 높다. 도입이 된다면 서울아산병원 2,400병상, 서울대병원 1,600병상으로 커버 병상이 10% 증가하게 된다.

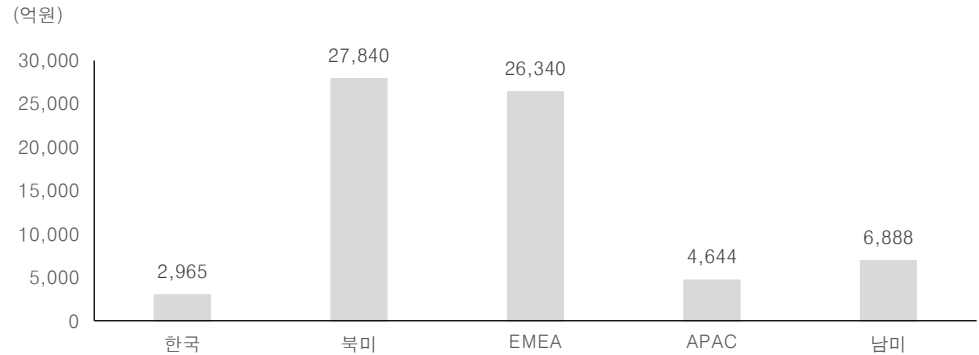
연내 FDA 인증을 획득하고 내년 하반기부터는 미국 향 매출이 발생할 전망이다. DeepCARS가 준비하고 있는 510k 인증은 기허가 제품과 실질적 동등성을 입증하는 것으로 임상 데이터가 간소화된다. 또한 이미 FDA로부터 혁신의료기기 지정받았기 때문에 절차가 더 빠르게 진행된다. 따라서 FDA 승인 일정은 예정대로 진행될 가능성이 높을 것으로 보인다. 현재 최적의 보험 코드, 영업 전략 등 효율적인 시장 침투를 위한 컨설팅을 진행 중인 것으로 파악된다. 당사는 내년 상반기 중 컨설팅을 마무리하고 하반기부터 도입이 시작될 예정이다. 미국의 심정지 예측 시장은 국내 대비 10배 이상으로 추산되는 바, 1% 침투에만 성공해도 연간 300억원 수준의 매출을 기대할 수 있다.

DeepCARS 매출 7분기 연속 성장세 기록



자료: 유안타증권 리서치센터

지역별 심정지 예측 시장 규모



자료: 뷰노, 유안타증권 리서치센터
 주: 환율은 1,200 원 가정

DeepCARS 해외 경쟁 제품 비교

구분	VUNO Med-DeepCARS	미국 내 기존 환자 악화 위험감시 방법	
		PeraServer and PeraTrend System	기존 조기경보시스템 (MEWS, NEWS)
소개	입원환자의 심정지 발생 위험도를 점수(0~100점)로 제공 (AI 소프트웨어)	환자 상태를 Rothman Index 지표에 근거해 수치로 제공	주요 활력 징후를 구간별로 나눈 후 가중치 합산
입력 변수	5가지 활력 징후 및 나이/성	26개의 입력변수(체온, 혈압, 호흡수, ...)	5~7개의 활력징후 및 의식 수준 평가
비교	2등급의료기기(FDA 진행중)	2등급 의료기기(FDA 510k)	비의료기기

자료: 뷰노, 유안타증권 리서치센터

2) 매출 품목 다변화 기대감 유효

DeepBrain을 필두로 Hativ, Fundus AI 등의 파이프라인 성장 기대감도 유효하다. DeepBrain은 2023년 10월 이미 FDA 510k 승인을 획득하고 내년 상반기 미국 진출이 예정되어 있다. Hativ는 식약처 의료기기 인증 후 2023년 9.4억원의 첫 매출을 기록했으며, 올해는 20억원, 내년 40억원이 예상된다. 또한 연말 유럽 CE 인증 마무리 후 내년에는 미국 FDA 승인을 추진할 예정이다. Fundus AI는 지난 8월 혁신의료기기 통합심사·평가를 통해 혁신의료기술로 고시됨에 따라 10월부터 비급여 시장 진입이 확정됐다. 환자 청구 금액은 약 3만원으로 수익 분배를 논의 중인 것으로 파악된다. 이 후 내과, 가정의학과 등 일반 병원을 공략할 계획이다.

2-1) DeepBrain, 내년 상반기 미국 매출 예상

내년 상반기 시범 도입부터 매출이 발생될 예정이다. 현재 미국 FDA 510k 승인 후 보험 코드 취득을 위한 논의 중인 것으로 파악된다. DeepBrain은 알츠하이머 원인을 감별, 진단을 보조하는 솔루션이다. 3차원 뇌 MRI 영상 분석 및 뇌 영역을 104개로 분할해 1)위축도, 2)대뇌피질 두께 변화, 3)대뇌 백질고강도신호 등 정량적 정보를 1분 내 제공한다.

미국은 알츠하이머가 큰 사회적 문제로 대두되고 있다. 알츠하이머 협회에 따르면 2024년 기준 알츠하이머 환자가 690만 명에서 2060년 1,380만 명으로 계속해서 증가하는 추세다. 반면 2025년부터 신경과 전문의는 치매 환자 10,000 명당 10명 미만에 불과해 빠른 솔루션이 요구되는 상황이다. 경쟁 제품은 유사한 기능을 제공하지만 소요시간은 15~20분으로 파악된다. DeepBrain의 경우 1분 내 처리가 가능하기 때문에 경쟁력이 높다고 판단된다.

2023년 7월 알츠하이머 분야 세계 최대 학회인 AAIC 2023에서 DeepBrain의 알츠하이머 조기 진단 가능성을 제시했다. 뇌 MRI로 알츠하이머 진단 기준 중 하나인 아밀로이드 베타 단백질을 아주 극소량부터 확인할 수 있다는 임상 연구 결과를 보여준 것이다. 당시 병원 뿐만 아니라 알츠하이머 치료제를 개발하는 제약사의 관심도 이어진 것으로 파악된다.

현재는 아밀로이드 베타 단백질을 확인하기 위해 PET CT 촬영이 필요한데, 회당 100~150만원으로 높은 비용이 발생하고 방사선 피폭으로 연 4회 이상 추적 관찰이 힘들다는 단점이 있다. DeepBrain의 유효성이 확인되면 PET CT를 뇌 MRI로 대체할 수 있게 된다. PET CT의 비용을 고려했을 때, 높은 보험 수가가 예상되고 제약사로의 확장성을 고려했을 때 성장 잠재력이 매우 크다고 판단된다.

DeepBrain, 내년 상반기 시범 도입 후 매출 발생 전망

VUNO Med-DeepBrain 뇌 MRI 기반 뇌 정량화 솔루션



- 3차원 뇌 MRI 영상 분석 및 뇌 영역을 104개로 분할해
 - ① 위축도 ② 대뇌피질 두께 변화 ③ 대뇌 백질고강도신호 정량적 정보 1분 내 제공
- 경도인지장애, 알츠하이머성 치매, 혈관성 치매 등 주요 퇴행성 뇌 질환 진단에 활용

FDA 510(k) 승인 의료기기

- AAIC, 미국시장 공식 런칭 완료 및 핵심 기술 2건 미국 특허 등록 (24.07)
- 알츠하이머 치료제 사용 시 부작용 변화 관찰 및 예측·예측 활용 가능
- ARIA(아밀로이드 관련 영상 이상) 부작용 진단 기술 연구 진행 중
- '레캄비' 주사 식약처 승인 (24.05) → 조기 진단용 사용 확대 기대

As-is	To-be
일반 뇌 MRI 촬영 및 관독 단가 약 200,010원 주*	3차원 뇌 MRI 촬영 및 관독 단가 약 281,230원 주*

허가사항



식품의약품안전처



CE



FDA

VUNO Med-DeepBrain AD 뇌 MRI 기반 알츠하이머병 진단 보조 솔루션



- 뇌 MRI 기반 알츠하이머병 가능성 수치화 제공
- 3등급 의료기기, 높은 정확도(AUC 0.937) 보유
- 알츠하이머병 조기 진단 보조

※ 알츠하이머병: 이상 단백질이 뇌 속에 쌓이면서 뇌 세포가 죽는 퇴행성 신경 질환. 경도인지장애 및 치매의 주요 원인 (국내 사망원인 7위, 매년 750명 사망)

출처: 통계청, 2023년

알츠하이머병 조기 진단 보조

- PET 검사 (고비용, 낮은 접근성) → DeepBrain AD 활용 기대 (저비용, 높은 접근성)
- (연구용) - (연구용) 치매 치료 소프트웨어 개발 MOU 체결 (23.11)

허가사항



식품의약품안전처



공동개발/임상시험 기관

자료: 뷰노, 유안타증권 리서치센터

휴대용 심전도계 Hativ, 내년 40 억 매출 예상



자료: 뷰노, 유안타증권 리서치센터

Fundus AI, 10 월부터 국내 비급여 시장 진입

VUNO Med-Fundus AI 안저 영상 진단 보조 인공지능 솔루션



- 망막 질환 12가지 주요 소견 주* 유무 및 위치 제시
- 국내 1호 혁신의료기기 및 3등급 시 의료기기 주*
- 8가지 안저 영역 자동 표시 가능
- 안저 검사 결과 분석 리포트 제공

혁신통합의료기기 통합심사 승인

- 혁신통합의료기기 통합심사 승인 (24.04) → 비급여 시장 진입 예정
- 안과 → 내과, 가정의학과, 만성질환 관리센터 등 대상 의료기관 확대
- 안과 장비 제조사 및 유통사 협업 → 시장 침투율 제고

허가사항



식품의약품안전처



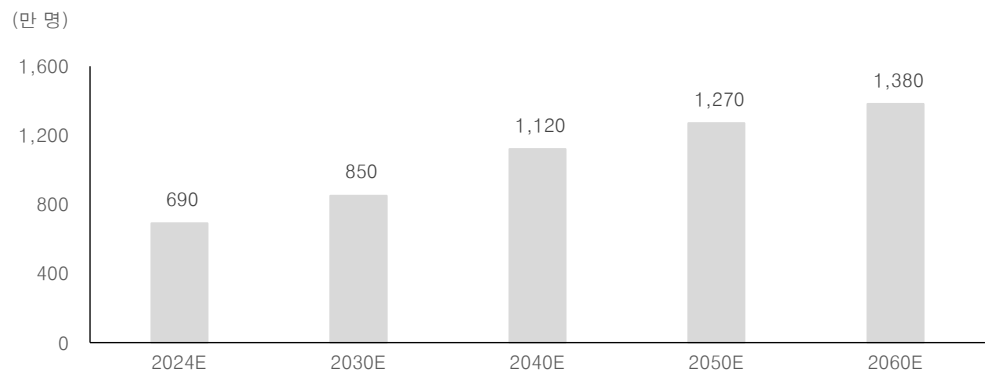
CE



공동개발/임상시험 기관

자료: 뷰노, 유안타증권 리서치센터

2060년까지 알츠하이머 환자 2배 증가 예상, 신경과 전문의는 내년부터 만 명 당 10명 꼴



자료: 미국 알츠하이머 협회, 유안타증권 리서치센터

3. 실적 전망

4Q24 흑자전환, 2025년 온기 흑자전환 전망

2024년 매출액 286.8억원(YoY + 116.1%), 영업적자 76.2억원(YoY 적자지속)을 전망한다. 연초부터 이어진 의료진 파업에도 불구하고 DeepCARS 커버 병상 수가 꾸준히 증가하고 있다. 또한 올해 6월을 기점으로 BIG 5 향 납품이 이어질 것으로 예상된다. 또한 병상가동률 회복세에 따라 병상 당 매출도 증가할 것으로 보인다. DeepCARS FDA 승인, DeepBrain 보험 코드 컨설팅이 마무리 단계로 파악된다. 관련 일회성 비용은 3분기를 기점으로 Peak-Out이 예상되는 바, 4분기에는 흑자전환에 성공할 것으로 판단된다.

2025년 매출액 519.2억원(YoY + 81.0%), 영업이익 89.4억원(YoY 흑자전환)을 전망한다. DeepCARS의 국내 매출이 견조한 성장세를 보임과 동시에 하방을 지지해줄 것으로 예상된다. 회복된 병상 가동률과 BIG 5 레퍼런스에 따른 추가 병상 확보에 기인한다. 또한 일부 에이전트 계약이 3년 차에 돌입함에 따라 수수료율이 낮아진다. 이에 비용 증가폭은 제한적일 것으로 예상됨에 따라 첫 연간 흑자를 전망한다. 2025년은 미국에서 매출이 발생하기 시작한다. 하지만 초기에는 테스트 사업 위주로 실적으로의 연동은 제한적일 것으로 예상된다. 가능성을 확인하는 시기이며, 본격적인 매출 발생은 2026년을 예상한다.

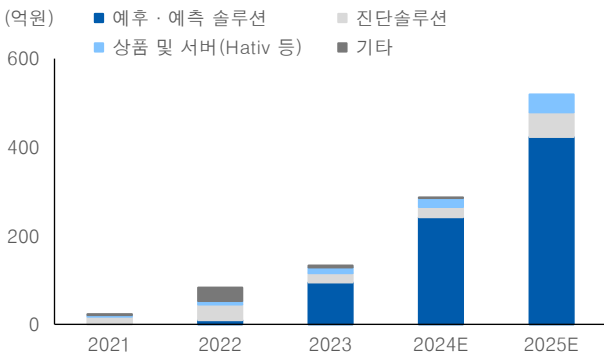
뷰노 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	17.8	30.1	35.7	49.3	55.4	63.9	71.1	96.5	132.8	286.8	519.2
예후·예측 솔루션	12.0	18.9	26.4	37.4	44.7	54.8	60.5	81.6	94.7	241.5	422.9
진단솔루션	3.7	3.6	5.6	7.5	5.4	3.6	6.2	8.2	20.4	23.3	55.7
상품 및 서버(Hativ 등)	2.1	3.7	3.6	4.2	5.2	4.0	4.4	6.7	13.5	20.3	40.7
영업이익	-40.0	-53.3	-18.5	-25.5	-34.3	-22.6	-20.0	0.6	-137.3	-76.2	89.4
OPM	-225.3%	-177.2%	-51.8%	-51.8%	-61.9%	-35.3%	-28.1%	0.6%	-103.4%	-26.6%	17.2%

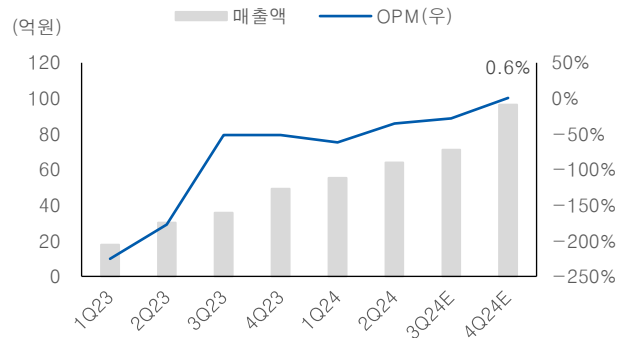
자료: 유안타증권 리서치센터

뷰노 매출액 추이 및 전망



자료: 유안타증권 리서치센터

4Q24 첫 흑자전환 전망



자료: 유안타증권 리서치센터

뷰노 (338220) 추정재무제표 (K-IFRS)

결산(12월)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
매출액	0	1	2	8	13
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	0	1	2	8	13
판매비	6	11	20	23	27
영업이익	-6	-10	-18	-15	-14
EBITDA	-6	-9	-17	-13	-12
영업외손익	0	-1	-2	0	0
외환관련손익	0	0	0	0	0
이자손익	0	0	0	0	0
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	0	-1	-2	0	0
법인세비용차감전순손익	-6	-11	-19	-15	-14
법인세비용	0	0	0	0	0
계속사업순손익	-6	-11	-19	-15	-14
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-6	-11	-19	-15	-14
지배지분순이익	-6	-11	-19	-15	-14
포괄순이익	-6	-11	-19	-15	-14
지배지분포괄이익	-6	-11	-19	-15	-14

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

결산(12월)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
영업활동 현금흐름	-5	-8	-15	-16	-14
당기순이익	-6	-11	-19	-15	-14
감가상각비	0	1	1	1	1
외환손익	0	0	0	0	0
종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	0	0	1	-1	-2
기타현금흐름	0	3	3	-1	1
투자활동 현금흐름	7	-4	-19	6	5
투자자산	-1	0	-8	3	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-1	0	-1	0	0
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	8	-4	-10	3	6
재무활동 현금흐름	0	10	37	14	3
단기차입금	0	4	0	0	0
사채 및 장기차입금	0	0	0	5	3
자본	0	1	39	10	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	0	4	-2	-1	-1
연결범위변동 등 기타	0	0	0	0	0
현금의 증감	2	-2	3	4	-5
기초 현금	2	4	2	4	9
기말 현금	4	2	4	9	3
NOPLAT	-6	-10	-18	-15	-14
FCF	-6	-9	-17	-14	-14

자료: 유안타증권

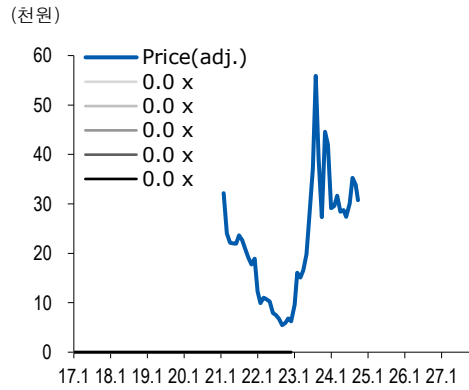
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

결산(12월)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
유동자산	5	7	26	22	13
현금및현금성자산	4	2	4	9	3
매출채권 및 기타채권	0	1	1	1	4
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	2	2	10	14	12
유형자산	1	1	6	5	3
관계기업 등 지분관련자산	0	0	1	2	4
기타투자자산	1	1	2	7	4
자산총계	7	10	36	36	25
유동부채	2	12	8	14	11
매입채무 및 기타채무	1	1	3	2	2
단기차입금	0	4	4	4	4
유동성장기부채	0	0	0	4	1
비유동부채	1	1	5	3	6
장기차입금	0	0	0	0	3
사채	0	0	0	0	0
부채총계	2	13	13	17	18
지배지분	5	-4	23	20	8
자본금	1	1	1	1	1
자본잉여금	22	23	69	80	85
이익잉여금	-18	-29	-49	-63	-78
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	5	-4	23	20	8
순차입금	-5	-2	-17	-9	1
총차입금	0	4	7	11	10

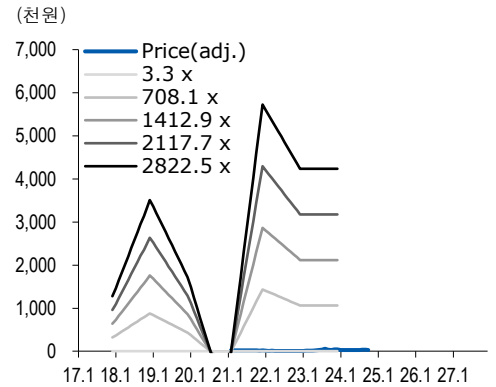
결산(12월)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
EPS	-666	-1,245	-1,783	-1,316	-1,175
BPS	610	-392	2,030	1,500	571
EBITDAPS	-632	-988	-1,530	-1,157	-930
SPS	18	138	206	724	1,003
DPS	0	0	0	0	0
PER	0.0	0.0	-12.3	-6.8	-23.8
PBR	0.0	0.0	10.8	5.9	49.0
EV/EBITDA	0.9	0.2	-13.6	-6.9	-26.5
PSR	0.0	0.0	106.7	12.3	27.9

결산(12월)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
매출액 증가율 (%)	78.7	675.6	78.8	268.1	60.4
영업이익 증가율 (%)	적지	적지	적지	적지	적지
지배순이익 증가율 (%)	적지	적지	적지	적지	적지
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	-3,714.9	-773.3	-783.2	-176.5	-103.4
지배순이익률 (%)	-3,647.5	-883.6	-860.8	-180.1	-103.0
EBITDA 마진 (%)	-3,461.6	-717.6	-743.3	-159.9	-92.7
ROIC	-5,635.1	-3,896.9	-716.7	-371.4	-342.4
ROA	-61.2	-130.4	-85.3	-41.4	-44.3
ROE	-71.8	-1,250.5	-202.5	-70.3	-99.4
부채비율 (%)	37.5	-363.2	57.1	84.9	221.5
순차입금/자기자본 (%)	-90.6	54.7	-73.8	-44.0	17.3
영업이익/금융비용 (배)	-197.2	-180.7	-132.6	-39.6	-15.6

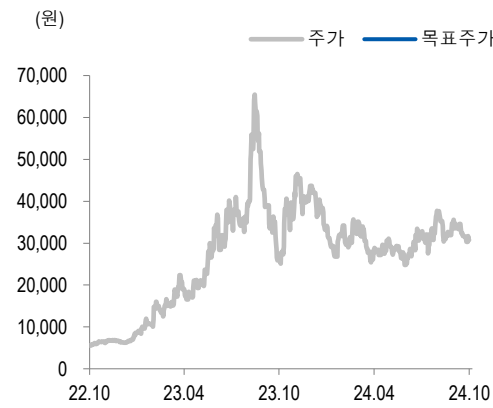
P/E band chart



P/B band chart



뷰노 (338220) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2024-10-24	Not Rated	-	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가 - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	87.9
Hold(중립)	12.1
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2024-10-23

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 백종민)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

루닛 (328130)

해외 좋고~ 국내도 좋아지고~

AI로 암을 정복해 나가는 기업

2013년 설립, 2022년 코스닥 시장에 상장된 1세대 의료 AI 업체이다. AI 딥러닝 기반의 이미지인식 기술을 통해 수 백만 건의 의료 영상 데이터를 학습하며 역량을 구축했다. 후지필름, 가던트헬스 등이 주주로 참여했으며, 적극적인 파트너십 체결을 통해 글로벌 시장에 진출했다. 주요 제품 및 서비스로는 암 진단 관련 영상 판독 보조 솔루션 Lunit INSIGHT(95.2%) 암 치료 관련 이미징 바이오마커 솔루션 Lunit SCOPE(4.1%)을 보유하고 있으며, 수출 비중은 83.9%를 차지한다.

Volpara Health와의 시너지 효과 기대

올해 5월 인수를 완료한 볼파라는 미국 전체 유방촬영술 검진기관 2,000여 곳에 AI 솔루션을 제공 중이며, 이를 통해 미국 진출을 추진하고 있다. 지난 8월 Rezolut와 공급 계약을 체결하는 등 본격적인 미국 매출이 기대된다. 또한 볼파라는 약 1억 장 이상의 유방 촬영 데이터를 이미 확보하고 있고, 매년 2천만 장이 추가된다. 루닛 인사이트 MMG의 학습 데이터가 30만 장이란 점을 고려했을 때, 추가 학습을 통한 기술적 시너지도 기대요인이다.

루닛 인사이트, 국내외 매출 확대 전망

루닛 인사이트 CXR(3월)과 MMG(7월)의 국내 비급여 시장 진출이 시작됐다. CXR이 3월 비급여 처방을 시작하면서 루닛 인사이트의 국내 매출은 반기 만에 작년 온기에 근접했다. 3분기부터 MMG의 비급여 처방이 시작된 만큼, 하반기 국내 매출 증가가 기대된다.

유럽 등 글로벌 B2G 매출 역시 기대요인이다. 2022년 11월 호주 국가 암검진 사업을 시작으로 현재 사우디, 카타르 등 10개국 이상과 협의 중으로 파악된다. 특히 유럽은 유방암 이종 판독이 가이드라인으로 설정되어 있고 전문의가 부족한 상황이다. 2025년까지 대상 인구의 90%가 유방암 진단을 받을 수 있도록 정책을 설정한 바 있다. 루닛 인사이트 MMG의 기술력이 AI 이종 진단의 학술적 근거로 뒷받침되고 있어 도입 가능성이 존재한다.



백종민 스몰캡
jongmin.baik@yuantakorea.com

NOT RATED (I)

목표주가 **-원 (I)**

현재주가 (10/23) **39,600원**

상승여력 **-**

시가총액	11,434억원
총발행주식수	28,873,152주
60일 평균 거래대금	219억원
60일 평균 거래량	519,269주
52주 고/저	99,800원 / 32,000원
외인자분율	12.01%
배당수익률	0.00%
주요주주	백승욱 외 8인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(9.0)	(16.0)	(71.1)
상대	(7.8)	(8.5)	(70.4)
절대 (달러환산)	(12.0)	(15.8)	(71.7)

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022A	2023A
매출액	1	7	14	25
영업이익	-21	-46	-51	-42
지배순이익	-84	-74	-39	-37
PER	0.0	0.0	-8.2	-41.8
PBR	0.0	0.0	5.5	7.0
EV/EBITDA	1.1	2.0	-6.3	-31.3
ROE	88.4	114.6	-110.3	-24.2

자료: 유안타증권

1. 기업개요

2013년 설립, 2022년 코스닥 시장에 상장된 1세대 의료 AI 업체이다. AI 딥러닝 기반의 이미지 인식 기술을 통해 수 백만 건의 의료 영상 데이터를 학습하며 역량을 구축했다. 사업 초기부터 유수의 AI 학회, 대회에서 기술력을 입증했다. 이 후 후지필름, 가던트헬스 등 글로벌 의료 영상 기기 및 바이오 업체로부터 지분투자를 받으며, 적극적인 파트너십 체결을 통해 글로벌 시장에 진출했다.

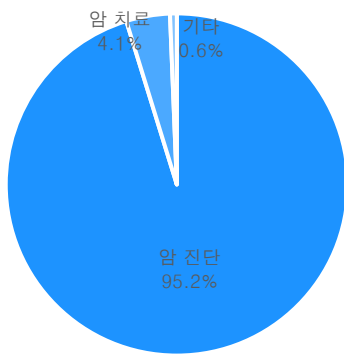
동사의 사업 부문은 크게 암 진단과 암 치료 솔루션으로 구분된다. 주요 제품 및 서비스로는 암 진단 관련 영상 판독 보조 솔루션 Lunit INSIGHT(이하 루닛 인사이트)와 암 치료 관련 이미징 바이오마커 솔루션 Lunit SCOPE(이하 루닛 스킵프)가 있다. 1H24 기준 사업 부문별 매출 비중은 암 진단 95.2%, 암 치료 4.1%, 기타 0.6%로 구성되며, 수출 비중은 83.9%를 차지한다.

루닛 주요 연혁

연도	내용
2013	회사 설립(구 회사명: 클디)
2014	1억 원 투자 유치(시드, 카카오벤처스), 의료영상 사업으로 피봇-루닛으로 사명 변경
2015	이미지넷 이미지 인식 대회 5위, 21억원 투자 유치(시리즈 A, 소프트뱅크벤처스아시아 리딩)
2016	37억원 추가 투자 유치(시리즈 A1), MICCAI 국제 종양 증식 평가대회 1위
2017	루닛 인사이트 CXR 출시 , 국제 림프절 전이 검출 대회 1위, CBInsights 선정 세계 100대 AI 기업 선정
2018	163억원 추가 투자 유치(시리즈 B), 루닛 인사이트 CXR 식약처 인증, 루닛 인사이트 MMG 출시 , 후지필름 파트너십 체결
2019	후지필름 리딩 56억원 추가 투자 유치(시리즈 B1) , GE 헬스케어 파트너십 체결 , 국제 AI 대회 1위, CXR 유럽 CE 인증, MMG 식약처 허가
2020	MMG 유럽 CE 인증, 300억 원 추가 투자 유치(시리즈 C-A)
2021	필립스, 가던트헬스, 아그파 파트너십 체결 , 가던트 헬스 리딩 292억원 추가 투자 유치 , MMG/CXR 미국 FDA 인가
2022	루닛 스킵프 IO/PD-L1 사전공개, PD-L1 CE 인증, 코스닥 상장
2023	루닛 인사이트 DBT 출시, 루닛 의료 AI 도입 기관 2,000곳 돌파
2024	블파라 M&A 완료

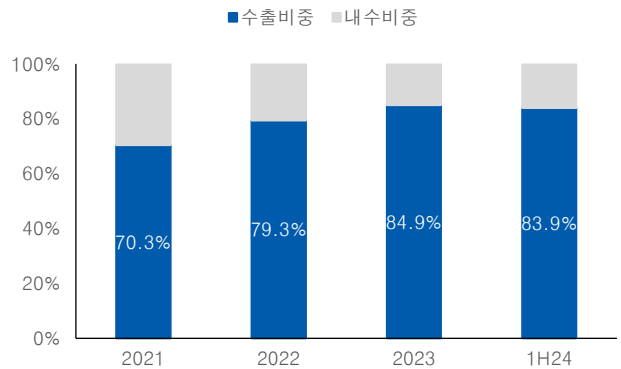
자료: 루닛, 유안타증권 리서치센터

1H24 기준 사업 부문별 매출 비중



자료: 루닛, 유안타증권 리서치센터

수출 비중 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

1-1) 루닛 인사이트 개요

루닛 인사이트는 폐암과 유방암 검출을 타겟한다. 폐암과 유방암은 글로벌 발병률 1위, 2위를 기록하고 있지만 영상 기반의 암진단 정확도가 높지 않다는 문제가 있다. 폐암 검출은 갈비뼈나 심장에 가려 보이지 않는 부분이 있고 초기 암은 조직이 매우 작아 이상 소견을 감지하기 어렵다. 유방암의 경우에는 판독 난이도가 어려워 유럽은 2인의 영상의학 전문의가 이중 판독하도록 권고하고 있다. 그럼에도 추가 검사로 이어지는 케이스가 많다고 알려져 있다. 실제로 두 암 모두 위음성률(검사 후 암을 놓치는 비율)이 약 30%이며, 유방암은 위양성률(불필요한 검사를 하는 비율)이 95%로 매우 높다. 발견이 어려운 만큼 조기진단의 중요성도 강조되고 있다. 폐암의 경우 1,2기 진단 시 5년 생존율은 73%로 3,4기 진단 시 18% 대비 약 4.3배 높고 유방암은 각각 96%, 65%로 약 1.4배의 생존율 차이가 난다.

루닛 인사이트는 세부 제품으로 루닛 인사이트 CXR(폐암, 엑스레이), MMG/DBT(유방암, 유방촬영기기)으로 구분된다. 다수의 논문과 국내외 대표 의료 기관 입장을 통해 여러 경쟁사 대비 판독 정확도, 진단 효율성, 조기 진단 가능성의 우수성을 입증했다. 이에 국내 식약처 허가, 미국 FDA/유럽 CE 등 40여 개국에서 인증을 획득하고 상용화되었으며, 실사용 데이터를 쌓으며 시장에서 선두 자리를 이어 나가고 있다.

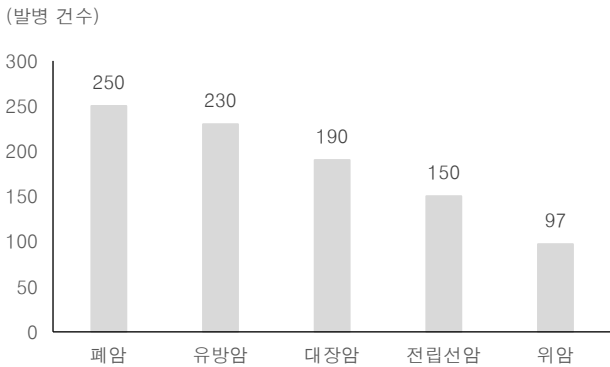
루닛 인사이트의 비즈니스 모델은 크게 두 가지로 구분된다. 파트너사의 장비에 소프트웨어를 탑재해 동반 판매하는 CAPEX 모델과 파트너사의 PACS에 소프트웨어를 설치해 촬영 영상 장당 과금을 하는 OPEX 구독 모델이 있다. 일찍이 Fujifilm, Agfa, Philips, GE Healthcare, Hologic 등 글로벌 영상진단 업체와의 파트너십을 통해 시장에 공급되고 있다. 참고로 파트너사의 시장 점유율은 글로벌 엑스레이 시장 49%, 유방촬영기기 시장 55%, 의료 영상 정보 저장 시스템(PACS) 45%를 차지한다.

루닛 인사이트 세부 제품 개요

구분	제품 개요	출시 여부
CXR	흉부 엑스레이 영상에서 10가지 이상소견 검출	상용 판매중
MMG	유방촬영술 영상에서 유방암 의심부위 검출 및 유방 치밀도 분류	상용 판매중
DBT	디지털 유방 단층촬영술 영상에서 유방암 의심 부위 검출	상용 판매중
Lung Cancer	흉부 CT 영상에서 폐 결절의 악성도 평가	연구 개발중
Breast Cancer	유방촬영술 영상에서 유방암 발병 위험 예측	연구 개발중

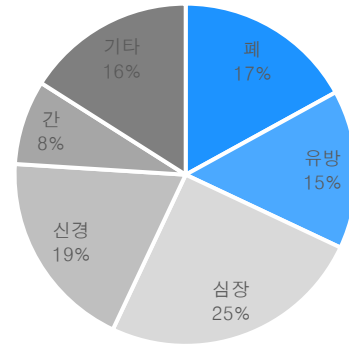
자료: 유안타증권 리서치센터

2022년 글로벌 신규 암 발병 건수



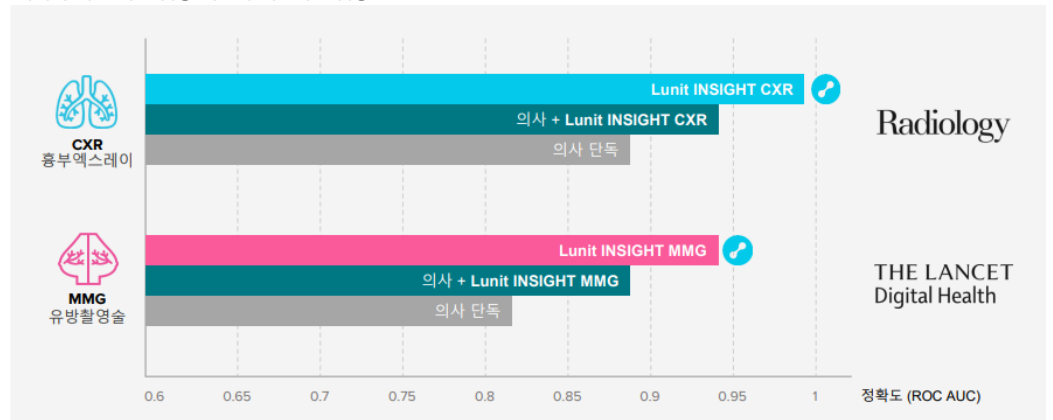
자료: WHO, 유안타증권 리서치센터

인공지능 의료영상 진단 시장 분야별 비중



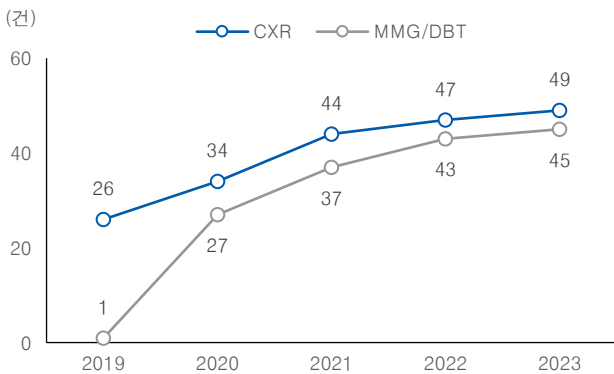
자료: BIS Research, 유안타증권 리서치센터/주: 파란색 음영이 루닛이 타겟하는 부위

국내외 대표 의료 임상 기관에 기술력을 입증



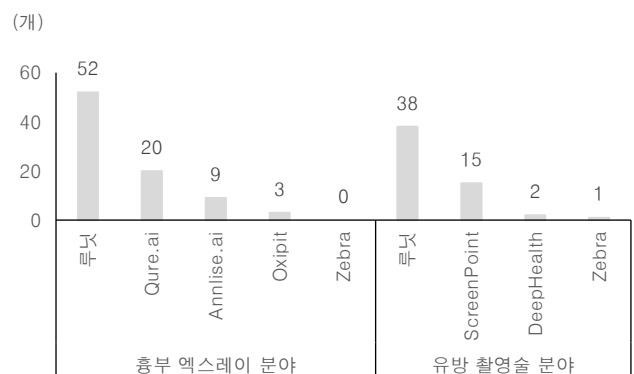
자료: 루닛, 유안타증권 리서치센터

루닛 인사이트 국내외 인허가 건수



자료: 루닛, 유안타증권 리서치센터

AI 영상 진단 주요 경쟁사 논문 수 비교



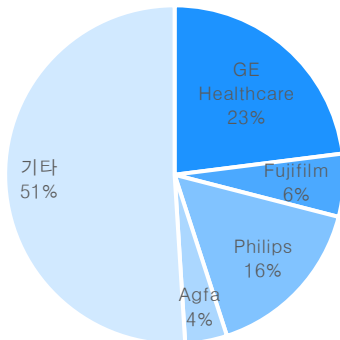
자료: 루닛, 유안타증권 리서치센터

루닛 인사이트 비즈니스 모델, 파트너사의 기기 또는 PACS 프로그램을 통해 시장에 공급



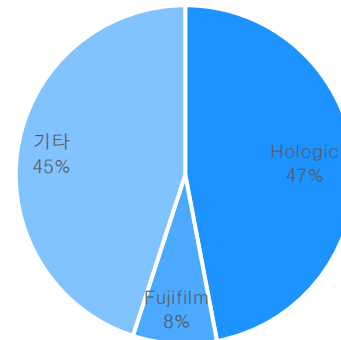
자료: 루닛, 유안타증권 리서치센터

루닛 파트너사 엑스레이 시장 점유율



자료: 루닛, 유안타증권 리서치센터

루닛 파트너사 유방촬영기기 시장 점유율



자료: 루닛, 유안타증권 리서치센터

1-2) 루닛 스코프 개요

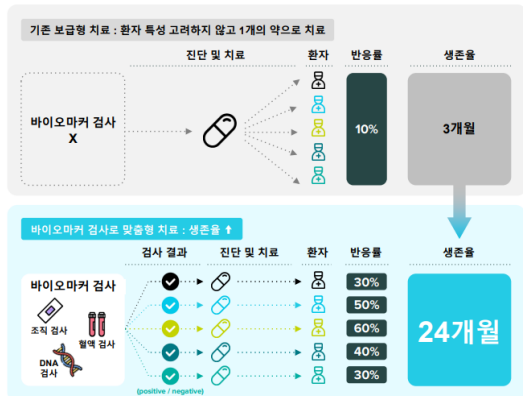
루닛 스코프가 타겟하는 시장은 3세대 항암제인 면역항암제 바이오마커다. 바이오마커는 환자의 약물 순응도 증대를 위해 항암제 투약 전 검사 단계에서 사용된다. 면역항암제 바이오마커는 현재 3개(PD-L1, MSI, TMB)로 2세대 항암제인 표적항암제 20개 이상 대비 현저히 적은 수준이다. 그마저도 PD-L1만 유의미하게 사용되고 있다. 그 이유는 바이오마커 검사를 위해 조직세포 분석을 해야하기 때문이다. 병리학자들이 실제 조직을 채취해서 슬라이스하고 염색 후 디지털 현미경으로 촬영한다. 해당 영상은 약 3~4기가 바이트 분량으로 병리학자의 시각에 의존하기 때문에 판독 정확도가 낮고 주관적인 결과가 나올 수밖에 없다.

루닛 스코프는 실제 암환자 중 면역항암제에 유의미하게 반응할 환자군을 분류해주는 AI 바이오마커 솔루션이다. 동사의 근간인 AI 딥러닝 이미지 분석 기술을 통해 인간의 시각적 한계를 보완하고 패턴 인지 능력을 극복한다. 학습한 조직 세포를 통해 유사한 패턴은 Positive, 상이한 패턴은 Negative로 분류하게 된다. 실제로 폐암 면역항암제 PD-L1 검사에서 루닛 스코프는 76%의 정확도를 기록하며, PD-L1 55% 대비 우수한 성능을 보였다. 또한 PD-L1 검사에서 Negative가 나온 환자를 대상으로 TMB/MSI 추가 검사를 진행했을 때 42%의 결과값을 보였다. 기존 검사는 10% 수준으로 다시 말해 루닛 스코프를 통해 100명 중 32명의 환자가 더 면역항암제 처방을 받을 수 있었다는 의미이다.

이는 환자과 제약사 입장에서 모두 긍정적인 결과로 해석할 수 있다. 환자는 루닛 스코프를 통해 치료의 기회를 얻을 수 있고 제약사는 그 만큼 항암제를 더 판매할 수 있기 때문이다. 글로벌 항암제 매출 순위 1~9위까지 모두 동반 진단된 바이오마커가 있다. 해당 바이오마커 검사를 통해 통과를 해야 해당 항암제를 처방할 수 있는 구조이다. 또한 제약사 입장에서는 바이오마커가 임상 성공 가능성을 높이는 역할을 한다. 아크 인베스트먼트에 따르면 임상 1상부터 허가까지 바이오마커를 동반 시 성공률은 25.9%로 미동반 시 8.4% 대비 3배 높았다. 임상 비용 역시 감소했는데, 동반 진단을 통한 경우 기존 비용의 25% 수준으로 대폭 감소했다.

루닛 스코프는 제약사의 항암제 개발 프로세스에 참여해 동반진단 바이오마커로 승인되는 것을 목표로 한다. 해당 항암제가 상용화됐을 때 처방 전 바이오마커 검사를 루닛 스코프를 통해 진행하여 검사비를 수취할 수 있다. 현재 Indica Labs의 HALO, Roche Dignotics의 NAVIFY와 같은 바이오마커 검사 서비스를 제공하는 병리학 분석 플랫폼과 협업을 진행하고 있다.

바이오마커 검사로 생존율 향상 효과



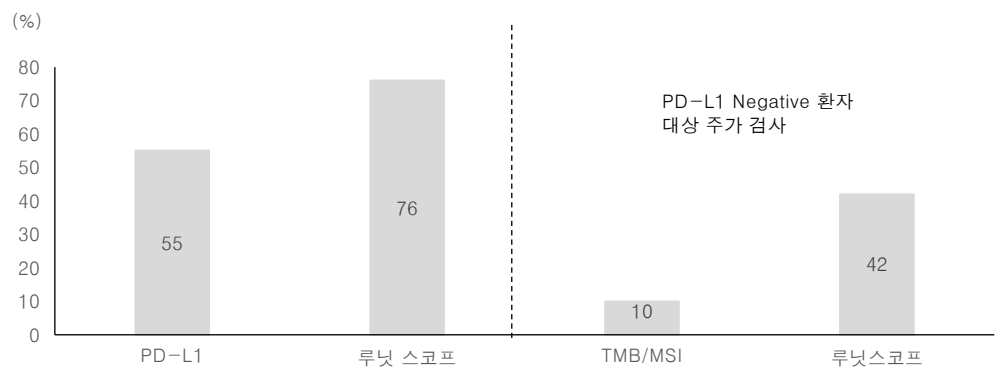
자료: 루닛, 유안타증권 리서치센터

루닛 스코프, 인간의 시각적 한계 보완과 패턴 인지 능력 극복



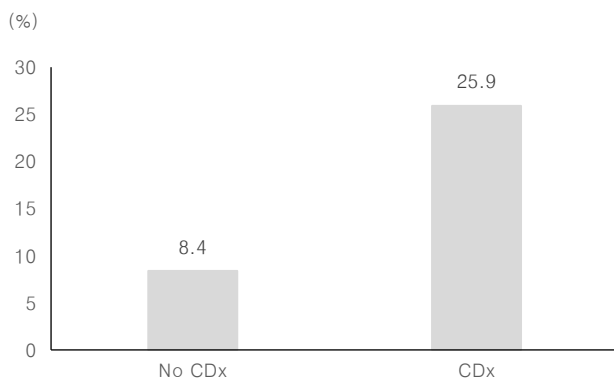
자료: 루닛, 유안타증권 리서치센터

기존 바이오마커 대비 높은 정확도



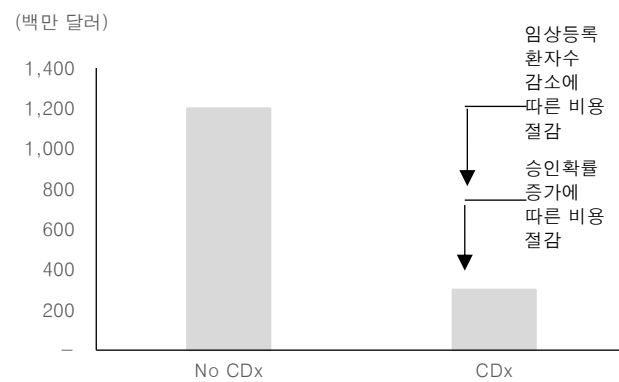
자료: Journal of Clinical Oncology, Asco, 루닛, 유안타증권 리서치센터

바이오마커 활용 시 임상 성공 확률 3 배 증가



자료: ARK Investment, 루닛, 유안타증권 리서치센터

바이오마커 활용 시 임상 비용 25% 수준



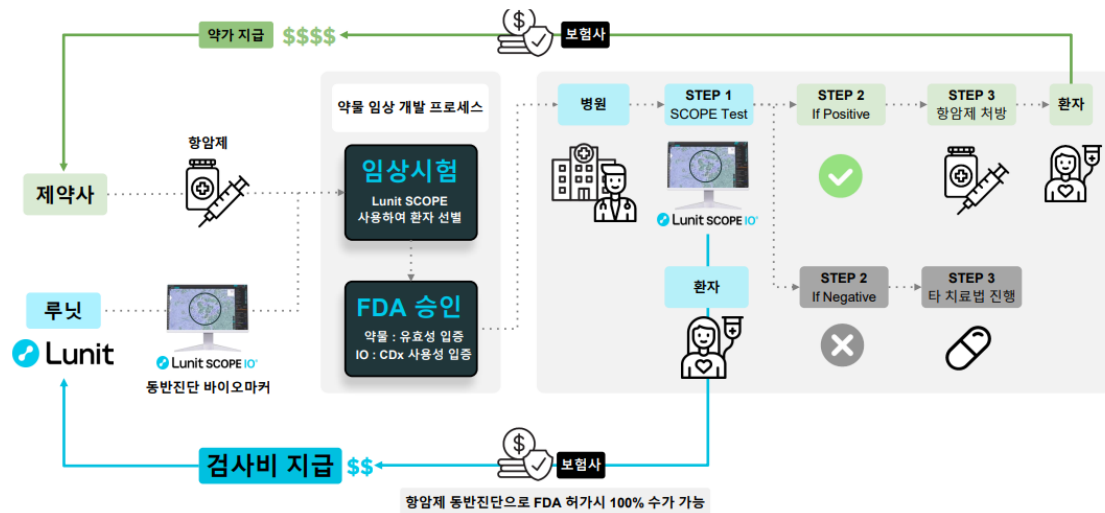
자료: ARK Investment, 루닛, 유안타증권 리서치센터

2022년 매출액 기준 글로벌 1~9 위 항암제는 모두 동반 진단된 바이오마커 보유 (단위: 억원)

순위	항암제	매출액(\$B)	바이오마커
1	Keytruda	20.9	PD-L1, MSI, TMB
2	Opdivo	8.3	PD-L1
3	Tagrisso	5.4	EGFR
4	Ibrance	5.1	ER/PR
5	Perjeta	4.3	HER2
6	Tecentriq	3.9	PD-L1
7	Imfinzi	2.8	PD-L1
8	Lynparza	2.6	BRCA
9	Herceptin	2.3	HER2
10	Avastin	2.2	-

자료: 루닛, 유안타증권 리서치센터

루닛 스코프 비즈니스 모델



자료: 루닛, 유안타증권 리서치센터

2. 투자포인트

1) Volpara Health 와의 시너지 효과 기대

올해 5월 Volpara Health Technology(이하 볼파라) 인수를 마무리했다. 볼파라는 글로벌 유방암 검진 플랫폼 기업으로 미국 전체 유방촬영술 검진기관 2,000여 곳에 AI 솔루션을 제공 중이다. 점유율은 약 42%로 전체 매출의 97% 이상을 미국 시장에서 올리고 있다. 이러한 레퍼런스를 바탕으로 볼파라는 약 1억 장 이상의 유방 촬영 데이터를 확보하고 있고, 매년 2천만 장의 데이터가 추가된다. 올해부터 동사와 볼파라의 영업적, 기술적 시너지와 방대한 양의 데이터를 통한 솔루션 고도화로 유방암 진단 정확도가 한층 더 발전될 예정이다.

먼저 동사는 볼파라와 영업적 시너지 추진으로 본격적인 미국 매출이 기대된다. 지난 8월에 미국 전역에 40개 이상의 이미징센터를 자체 운영 중인 Rezolut와 세컨드리드 AI 공급계약을 체결했다. 세컨드리드 AI는 루닛 인사이트 MMG와 DBT를 기반으로 하는 유방암 검진 통합 AI 솔루션이다. Rezolut는 지역별 센터와 연결된 60개 이상의 클리닉에도 세컨드리드 AI 적용을 적극 추진할 계획이다. 향후에도 동사의 솔루션이 볼파라의 유통채널로 추가 확장되는 한편, 볼파라의 솔루션이 동사의 아시아지역 영업망과 글로벌 파트너십을 활용하는 형태로 시장 확대를 지속해 나갈 것으로 보인다.

한편, 볼파라는 유방 조직밀도 정밀분석 기술, 동사는 정확도가 높은 AI 알고리즘 개발 능력에 강점이 있다. 여기에 매년 2천만 장의 실사용 데이터가 추가된다. 루닛 인사이트 MMG의 누적 학습 데이터가 약 30만 장이라는 점을 고려했을 때, 양사의 기술적 시너지로 솔루션이 한층 더 고도화될 것으로 기대된다. 또한 볼파라는 폐암 등 유방암 외 시장으로의 영역 확장하고자 하는데, 루닛 인사이트 CXR를 바탕으로 협업을 진행할 수 있을 것으로 보인다.

Volpara Health 솔루션 개요

솔루션	내용
Analytics	유방촬영술 품질 검사 지원과 성능 및 생산성 모니터링 위한 객관적이고 자동화된 이미지 품질 지표 제공
Patient Hub	의료진의 워크플로우 자동화 및 환자 보고, 추적 통한 커뮤니케이션 간소화
Risk Pathways	전자건강기록을 사용하여 유방암 고위험군 환자 신속 식별, 추적 및 관리
Scorecard	환자의 유방암 발생 위험에 대한 심층적 인사이트(유방밀도 점수, 위험 점수 등) 생성
Live	최적의 촬영 위해 신속한 유방촬영술 영상 품질 피드백 제공 및 기술자에 교육 제공

자료: 루닛, 유안타증권 리서치센터

2) 루닛 인사이트, 국내외 매출 확대 전망

국내 매출은 루닛 인사이트 CXR과 MMG의 국내 비급여 시장 진출을 계기로 더욱 확대될 것으로 기대된다. 기존 루닛 인사이트 제품군은 비급여 대상이 아니었다. 이에 병원은 자체적으로 솔루션 사용료(P)를 지불해야했기 때문에 국내 병원(Q)으로의 확산은 제한적이었다.

올해 3월부터 루닛 인사이트 CXR이 혁신의료기기통합심사 제도에서 승인됨에 따라 비급여 수가 수취가 가능해졌다. 사용 동의를 받은 환자에게 청구가 가능하게 된 것이다. 비급여 시장 진출은 P와 Q가 확대되는 효과로 연결됐다. 흉부 엑스레이 1장당 수가가 3,150원으로 상승(기존 1,000원)했고 기존 도입 병원의 비급여 전환과 신규 도입이 증가하는 것으로 파악된다. 이에 루닛 인사이트의 상반기 국내 매출은 26억원으로 작년 동기 29억원과 근접한 수준까지 증가했다.

또한 7월부터는 루닛 인사이트 MMG가 신의료기술평가 유예 대상으로 지정되며 비급여 시장에 진출했다. 직후 강북삼성병원과 공급 계약을 체결했고 8월에는 국가 혁신제품 시범구매 사업 선정으로 서울대병원 등 5개의 공공의료기관에서 시범 사용을 시작했다. 이를 계기로 국내 1,200억원(흉부 엑스레이+유방촬영술) 시장을 적극 공략하며, 하반기부터 국내 매출 증가세는 더욱 커질 것으로 전망된다.

미국 매출은 앞서 언급했듯이 불파라의 영업망을 활용한 루닛 인사이트 MMG/DBT 진출이 본격화됨에 따라 확대될 전망이다. 미국은 글로벌 최대 유방암 진단 시장으로 연간 4,000만 명의 여성들이 검진을 받는다. 또한 2023년 미국 질병예방 특별위원회(USPSTF)가 유방암 검진 권고 연령을 기존 50세에서 40세로 앞당기면서 수요는 지속 성장할 것으로 보인다.

유럽 등 글로벌 매출은 B2G 시장을 개척하며 확대하고 있다. 2022년 11월 호주 국가 암검진 사업 수주에 성공했다. 국가 단위 암 검진 사업에서 AI 솔루션을 도입한 세계 최초 사례다. 현재 사우디, 카타르, 싱가포르 등 10개국 이상과 협의 중으로 파악된다.

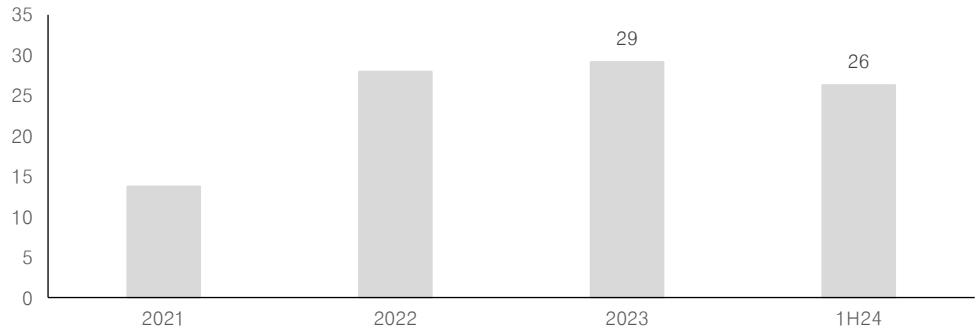
유럽에서는 유방암 검진 시 영상의학과 전문의 2명이 이중 판독(더블 리드)하도록 가이드라인이 설정되어 있다. 노벨 의학상 선정기관인 스웨덴 왕립 카롤린스카 연구소는 전향적 연구를 통해 전문의 1명+루닛 인사이트 MMG가 가장 우수했고 루닛 인사이트 MMG 단독 진단 역시 전문의 2명 대비 암 발견율이 열등하지 않은 것으로 확인했다. 이러한 결과를 토대로 스웨덴 최대 사립병원과 루닛 인사이트 MMG 3년 공급 계약을 체결했다.

올해 4월 게재된 터키에서 진행된 연구 논문에 따르면 루닛 인사이트 MMG는 의료진의 업무량을 약 70% 줄이고 분류 정확도는 약 30% 향상시켰다. 또한 기존 검진에서 놓쳤던 암의 50%를 바로 식별했고 전체 유방암 환자의 23%를 평균 30개월 더 빠르게 진단했다는 결과가 나타났다.

EU는 2025년까지 대상 인구의 90%가 유방암 검진을 받을 수 있도록 정책을 설정한 바 있다. 이중 판독이 가이드라인으로 설정되어 있고 영상의학과 전문의가 부족한 상황이다. 루닛 인사이트 MMG의 기술력이 학술적 근거로 뒷받침되는 만큼 강력한 대안이 될 것으로 기대된다.

루닛 인사이트, 올해 상반기 기준 국내 매출 작년 동기 국내 매출에 근접

(억원)



자료: 루닛, 유안타증권 리서치센터

루닛 인사이트 MMG와 전문의 이중 판독 비교 연구 결과

(단위: 명)

	1,000명 당 암 발견율	1,000명 당 암 추가검사 비율
영상의학과 전문의 1명 + 루닛 인사이트 MMG	4.3	2.8
영상의학과 전문의 2명	4.1	29.3
Lunit Insight MMG 단독	4.1	15.5

자료: 루닛, 유안타증권 리서치센터

3. 실적

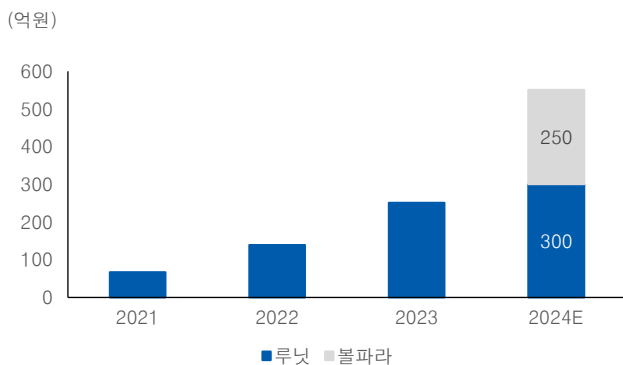
1H24 매출액과 영업적자는 각각 173.7억원(YoY +5.8%), -327.4억원(YoY 적자지속)을 기록했다. 지난 5월 볼파라 합병 완료에 따른 2분기 실적 64.5억원이 매출액에 반영된 숫자이다. 볼파라를 제외한 1H24 매출액은 109.2억원(YoY -33.5%)를 기록했다. 이는 작년 일본의 코로나 19 특별 예산 종료에 따른 일본 매출 감소와 작년 1분기 루닛 스코프의 가던트헬스향 일회성 매출에 따른 기저효과이다.

사측에서 제시한 올해 연간 가이드스 매출액 550억원(루닛 300억원, 볼파라 250억원)은 가시성이 높을 것으로 판단된다. 상반기 루닛 인사이트 CXR의 비급여 처방 시작으로 유의미한 국내 매출 증가(2023년 29억원→1H24 26억원)가 나타났다. 하반기부터 MMG의 비급여 처방이 시작됨에 따라 국내 매출은 상반기보다 더 확대될 가능성이 높다. 또한, 8월 루닛 인사이트 MMG/DBT의 미국 진출 시작, 루닛 인사이트 CXR의 싱가포르 향 B2G 프로젝트 시작 등 해외 매출도 증가할 전망이다.

루닛 스코프의 매출(2021년 23억원, 2022년 40억원, 2023년 67억원)은 매년 성장했다. 1H24 기준 루닛 스코프 매출액은 7억원으로 그동안의 성장 추세에 따라 하반기 매출 확대가 예상된다. 실제로 연구 분석 의뢰가 약 5,000건(작년 1,000건)으로 증가하면서 올해는 큰 규모의 마일스톤 일회성 매출은 기대하기 어렵지만 용역 서비스 증가로 대체할 수 있을 것으로 보인다.

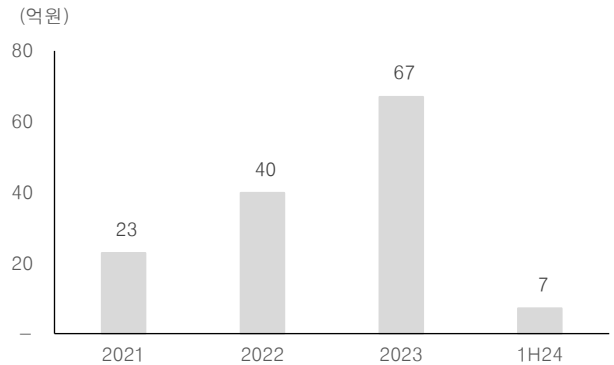
볼파라의 매출 대부분은 5년 단위 장기계약 형태로 발생하고 있기 때문에 안정성이 높다. 2023년 기준 매출액은 322억원이며, 올해도 월 30~40억원 이상의 매출액이 발생하는 것으로 파악되기 때문에 가이드스 매출 달성 가능성이 높을 것으로 전망된다.

가이드스 매출액 550억원(루닛 300억원, 볼파라 250억원)



자료: 루닛, 유안타증권 리서치센터

루닛 스코프 매출 추이, 하반기 확대 기대



자료: 루닛, 유안타증권 리서치센터

루닛 (328130) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

결산(12월)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
매출액	0	1	7	14	25
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	0	1	7	14	25
판매비	12	22	52	65	67
영업이익	-12	-21	-46	-51	-42
EBITDA	-11	-20	-44	-48	-38
영업외손익	-35	-63	-28	12	5
외환관련손익	0	0	0	0	0
이자손익	-2	-3	-2	0	1
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-34	-60	-26	11	5
법인세비용차감전순이익	-47	-84	-74	-39	-37
법인세비용	0	0	0	0	0
계속사업순이익	-47	-84	-74	-39	-37
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-47	-84	-74	-39	-37
지배지분순이익	-47	-84	-74	-39	-37
포괄순이익	-47	-84	-74	-39	-37
지배지분포괄이익	-47	-84	-74	-39	-37

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

결산(12월)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
영업활동 현금흐름	-10	-17	-33	-53	-36
당기순이익	-47	-84	-74	-39	-37
감가상각비	0	1	2	3	3
외환손익	0	0	0	0	0
종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	0	0	5	-12	-3
기타현금흐름	37	65	34	-4	0
투자활동 현금흐름	6	-13	-60	17	-146
투자자산	4	0	0	1	-2
유형자산 증가 (CAPEX)	0	-1	-1	-3	-1
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	1	-12	-60	19	-143
재무활동 현금흐름	37	2	100	35	200
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
자본	1	3	29	36	198
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	36	-1	71	-1	1
연결범위변동 등 기타	0	0	0	0	0
현금의 증감	32	-27	7	-1	17
기초 현금	4	36	9	16	14
기말 현금	36	9	16	14	32
NOPLAT	-12	-21	-46	-51	-42
FCF	-12	-20	-39	-63	-43

자료: 유안타증권

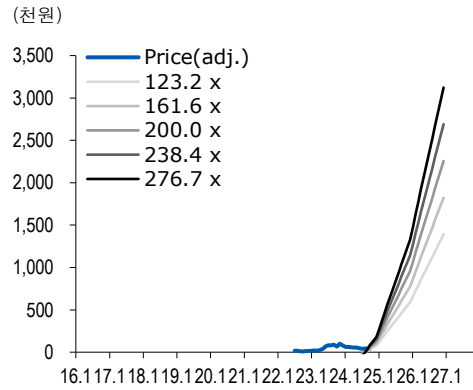
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

결산(12월)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
유동자산	37	22	90	68	230
현금및현금성자산	36	9	16	14	32
매출채권 및 기타채권	0	0	2	4	7
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	1	3	4	29	38
유형자산	1	1	2	4	4
관계기업 등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	0	0	0	1	10
자산총계	38	25	94	97	268
유동부채	96	153	88	9	13
매입채무 및 기타채무	1	2	6	3	10
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	1	3	4	19	20
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	97	156	92	28	33
지배지분	-59	-131	2	69	235
자본금	0	0	5	6	14
자본잉여금	1	12	212	313	508
이익잉여금	-61	-145	-219	-258	-295
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	-59	-131	2	69	235
순차입금	-36	-21	-87	-45	-205
총차입금	0	0	0	18	17

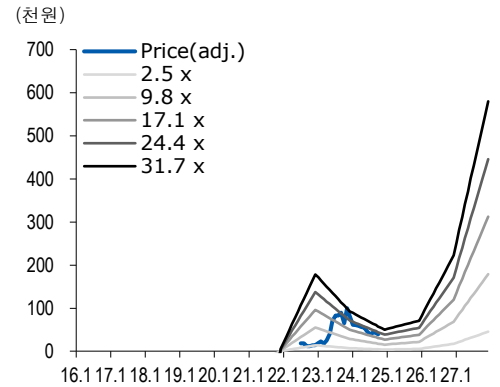
결산(12월)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
EPS	-6,804	-10,978	-5,662	-1,754	-1,380
BPS	-4,993	-10,073	95	2,635	8,191
EBITDAPS	-1,084	-1,606	-2,737	-2,035	-1,442
SPS	19	117	416	593	941
DPS	0	0	0	0	0
PER	0.0	0.0	0.0	-8.2	-41.8
PBR	0.0	0.0	0.0	5.5	7.0
EV/EBITDA	3.2	1.1	2.0	-6.3	-31.3
PSR	0.0	0.0	0.0	24.3	61.3

결산(12월)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
매출액 증가율 (%)	0.0	620.8	364.3	108.9	80.9
영업이익 증가율 (%)	0.0	적지	적지	적지	적지
지배순이익 증가율 (%)	0.0	적지	적지	적지	적지
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	-5,845.8	-1,465.0	-688.4	-365.3	-168.3
지배순이익률 (%)	-23,675.0	-5,855.7	-1,109.7	-282.1	-146.7
EBITDA 마진 (%)	-5,656.9	-1,372.7	-657.2	-343.4	-153.3
ROIC	-2,716.4	-2,486.0	111.8	128.9	-998.9
ROA	-244.6	-263.6	-123.9	-41.0	-20.2
ROE	159.6	88.4	114.6	-110.3	-24.2
부채비율 (%)	-165.2	-119.2	4,505.8	41.0	14.0
순차입금/자기자본 (%)	61.9	15.8	-4,291.0	-64.8	-87.0
영업이익/금융비용 (배)	-6.6	-6.3	-19.6	-42.6	-21.0

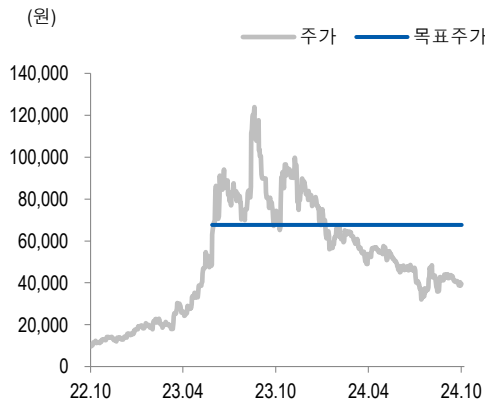
P/E band chart



P/B band chart



루닛 (328130) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2024-10-24	Not Rated 담당자변경	-	1년		
2024-06-20	1년 경과 이후		1년	-37.47	-28.25
2023-06-20	BUY	67,592	1년	9.11	83.21
2023-02-21	Not Rated	-	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	87.9
Hold(중립)	12.1
Sell(비중 축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2024-10-23

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 백종민)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

