

COMPANY ANALYSIS

BUY

Stock Price

| | |
|------|---------|
| 목표주가 | \$107 |
| 현재주가 | \$79.16 |
| 상승여력 | 34.7% |

Stock Information

| | |
|---------|-----------------|
| 시가총액 | \$5,859,956,500 |
| 발행주식수 | 74,026,737주 |
| 유동주식비율 | 91.8% |
| 52주 최고가 | \$93.65 |
| 52주 최저가 | \$33.44 |
| NASDAQ | 19,700.72 |
| S&P 500 | 6,075.11 |

Valuation Wide

| | | | |
|----------|-------|-------|-------|
| Multiple | 2022 | 2023 | 2024E |
| P/E | 105X | 161X | 134X |
| MKT P/E | 27.6X | 25.0X | 26.0X |

Share Performance

| | | | |
|----------|-------|-------|-------|
| 주가상승률 | 1M | 6M | 12M |
| 절대주가(\$) | 13.2% | 29.5% | 117% |
| 상대주가(\$) | 9.6% | 14.8% | 77.8% |

Price Trend



KUVIC Research

메일 kuvic_korea@naver.com

41기 Senior 김현준

Who We Are



RADNET (RDNT)

촬영하자고? 너 누군데?

Key Point

1. 우리 집 근처에서 더 많이, 더 좋은 촬영 장비로

고령화, 비용 부담, 편의성, 기술의 발전, 만성질환 유병률의 증가는 미국 의료를 변화시키고 있다. 더 많은 사람들이 의료 서비스를 이용하고, 더 저렴하며 더 편리한 서비스를 선택하고 있다. 그리고 기술의 발전은 대형 병원 밖에서도 수준 높은 의료 서비스를 받을 수 있게 하였다. 이러한 요인들로 인해 미국의 이미징 센터 수요는 계속해서 증가하고 있다. 이미징 센터 내에서도 변화는 일어났다. MRI, CT와 같은 고급 의료 영상 촬영 수와 비중이 증가하고 있다.

2. 괄목상대한 의료 AI

인공지능의 발전은 의료 산업도 변화시키고 있다. 기술의 발전은 AI 의료 서비스의 신뢰성을 높여 실제 의료 현장에서 활용할 수 있게 되었다. 그리고 과거 보조적인 부분에서만 국한되던 AI는 의료 서비스에서 주도적인 역할도 담당할 수 있게 되었다.

3. 변화의 수혜를 받을 준비가 된 기업

동사는 이러한 의료 산업 변화의 수혜를 받을 준비가 된 기업이다. 미국 최대의 이미징 센터 운영 기업인 동사는 계속해서 그 수를 늘려 나가며 시장에서의 위치를 공고히 하고 있다. 여러 의료 AI 기업을 인수하며 의료 AI 산업을 준비하던 동사의 노력은 이제 빛을 볼 시기가 얼마 남지 않았다. 동사는 변화의 수혜를 받으며 지금보다 더 빠르게 성장할 것이다.

2025F 매출액 \$1,921M, 영업이익 \$159M 전망

25년 동사의 이미징 센터와 디지털 헬스 부문 매출액은 각각 \$1,726M(YoY +7.6%), \$60.2M(YoY +21.6%)로 전망한다. 영업이익과 EBITDA는 각 \$147.2M(YoY +7.6%), \$306M(YoY +16.2%)로 예측한다. 고급 영상 촬영 증가와 의료 AI 부문의 성장은 동사의 수익성 향상으로 이어진다.

투자의견 'Buy', 목표주가 '107달러'

1) 동사의 수익을 책임지는 이미징 센터의 매출은 의료 영상 수요 증가와 함께 견조하게 성장할 것이다. 기존 사업 성장과 함께 2) 의료 AI라는 새로운 모멘텀이 도래했다. 동사의 AI는 시장에서 성장할 준비가 되어 있다. Peer EV/EBITDA Valuation에 따른 멀티플 25.8배를 적용하여 목표주가 107달러로 매수 의견을 제시한다.

Earnings and valuation metrics

| 계산기 (12월) | 2022 | 2023 | 2024F | 2025F | 2026F |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 (US\$m) | 1430 | 1617 | 1786 | 1921 | 2042 |
| YoY (%) | | 13.1 | 10.5 | 7.6 | 6.3 |
| 영업이익 (US\$m) | 46 | 99 | 126 | 160 | 178 |
| YoY (%) | | 115 | 28 | 27 | 11 |
| 영업이익률 (%) | 3.6 | 6.0 | 7.1 | 8.3 | 8.7 |
| 당기순이익 (US\$m) | 33 | 30 | 31.2 | 61.8 | 78.3 |
| EPS (US\$) | 0.17 | 0.05 | 0.42 | 0.83 | 1.05 |
| EBITDA(US\$m) | 162.2 | 227.1 | 263.7 | 306.5 | 335.5 |

주: US-GAAP 연결 기준, 순이익은 당기순이익
자료: KUVIC

CONTENTS

| | |
|--------------------------------|-----------|
| 0. Highlight | 3 |
| I. 산업분석 | 4 |
| 미국 의료 산업 내 변화 모아보기 | 4 |
| 이미 불기 시작한 바람, 의료 AI | 12 |
| II. 기업분석 | 16 |
| 기업 개요 및 사업 부문 | 16 |
| 매출 및 재무 분석 | 18 |
| 주가추이 분석 | 19 |
| III. 투자 Point | 20 |
| 이미징 센터와 고급 영상 촬영 수요 증가 | 20 |
| 의료 AI 수요 증가와 변화에 대응할 준비가 된 동사 | 21 |
| 의료 AI를 위한 데이터와 돈? 우리 이미 갖추고 있어 | 23 |
| IV. 투자 Risk | 24 |
| V. Valuation | 25 |
| 매출 추정 논리 | 25 |
| 비용 추정 논리 | 27 |
| Valuation Method | 28 |

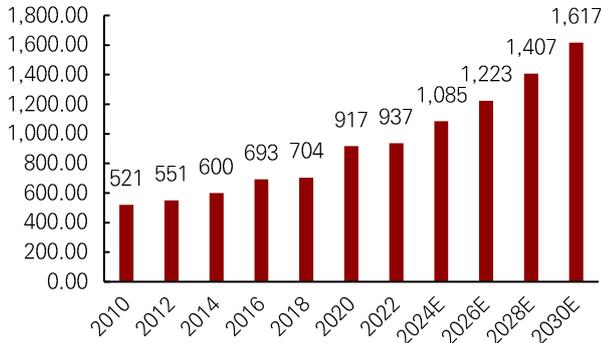
0. Highlight

요약 손익 계산서

| (단위:백만달러) | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E |
|--------------|----------|----------|----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액 | 1,315 | 1,430 | 1,617 | 1,786 | 1,921 | 2,042 | 2,177 | 2,317 | 2,470 | 2,637 |
| YoY(%) | | 9% | 13% | 10% | 8% | 6% | 7% | 6% | 7% | 7% |
| 이미징 센터 | 1,315.1 | 1,425.67 | 1,604.16 | 1,725.8 | 1,852.9 | 1,965.7 | 2,088.3 | 2,221.4 | 2,366.4 | 2,524.5 |
| YoY(%) | | 8% | 13% | 8% | 7% | 6% | 6% | 6% | 7% | 7% |
| 디지털 헬스 | - | 4.40 | 12.47 | 60.2 | 68.1 | 76.5 | 88.5 | 95.5 | 103.4 | 112.6 |
| YoY(%) | | #DIV/0! | 183% | 383% | 13% | 12% | 16% | 8% | 8% | 9% |
| 영업비용 | 1,241.63 | 1,383.70 | 1,517.93 | 1,660 | 1,761 | 1,864 | 1,980 | 2,095 | 2,221 | 2,355 |
| % of Sales | 94% | 97% | 94% | 93% | 92% | 91% | 91% | 90% | 90% | 89% |
| 영업이익 | 82.6 | 46.4 | 98.7 | 126.3 | 159.5 | 178.2 | 197.0 | 222.1 | 249.3 | 281.6 |
| OPM(%) | 6.3% | 3.2% | 6.1% | 7.1% | 8.3% | 8.7% | 9.1% | 9.6% | 10.1% | 10.7% |
| 법인세비용차감 전순이익 | 58.9 | 43.0 | 38.8 | 68.7 | 102.2 | 121.2 | 140.2 | 165.6 | 190.7 | 223.2 |
| 법인세비용 | (14.6) | (9.4) | (8.5) | (37.5) | (40.3) | (42.9) | (45.7) | (48.7) | (51.9) | (55.4) |
| 당기순이익 | 44.3 | 33.6 | 30.3 | 31.2 | 61.8 | 78.3 | 94.5 | 116.9 | 138.8 | 167.8 |
| NPM(%) | 3.4% | 2.3% | 1.9% | 1.7% | 3.2% | 3.8% | 4.3% | 5.0% | 5.6% | 6.4% |

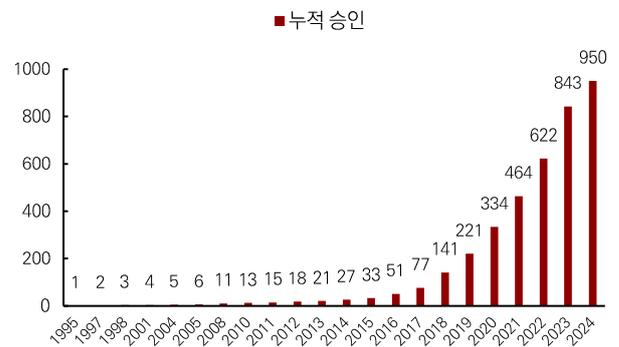
자료: KUVIC

그림 1. 미국 메디케어 지출 추이와 전망(단위:십억달러)



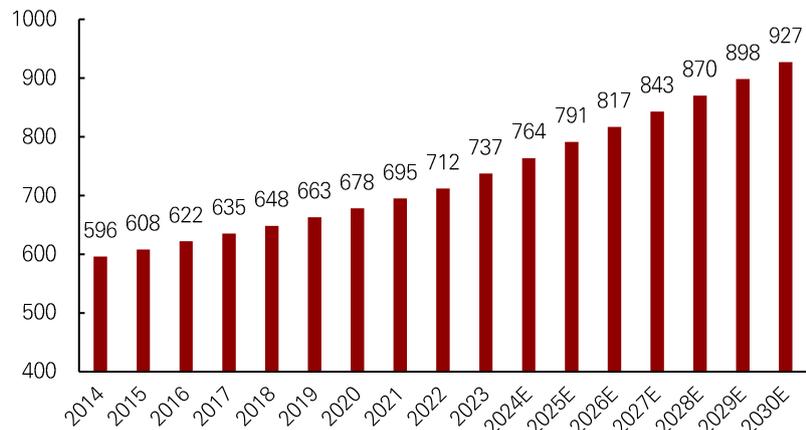
자료: 미국 의회예산처, KUVIC

그림 2. AI 의료 기기 FDA 승인 건수 추이(단위:건)



자료: FDA, KUVIC

그림 3. 미국 의료 영상 촬영 수 추이 및 전망



자료: Frost and Sullivan, KUVIC

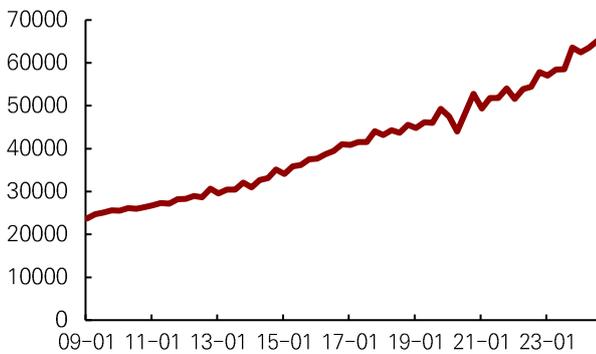
I. 산업분석

1.1 미국 의료 산업 내 변화 모아보기

1.1.1 변화하는 미국 의료 수요

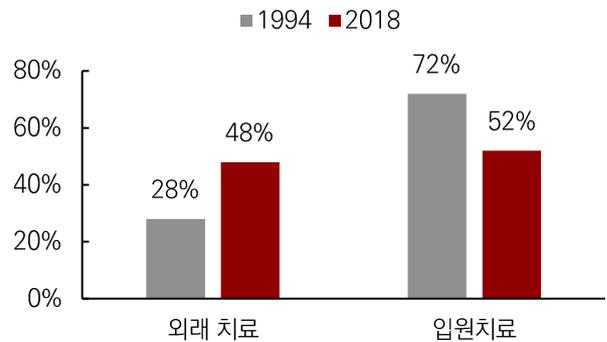
미국의 의료 서비스 형태가 변해가고 있다. 기존의 입원, 대형 병원 위주의 치료에서 외래 치료로 전환되고 있다. 외래 수술 센터(Ambulatory Surgery Center, ASC), 지역 보건 센터(Community Health Center, CHC), 긴급 진료 센터(Urgent Care Center, UCC), 1차 치료 클리닉, 원격 의료 등의 이용이 크게 증가하고 있다. 변화 원인을 미국 의료 산업 수요의 주요 변화를 중심으로 정리하였다.

그림 4. 미국 외래 치료 매출 추이(단위:백만 달러)



자료: Federal Reserve Bank of St. Louis, KUVIC

그림 5. 입원치료, 내원치료 비중 추이

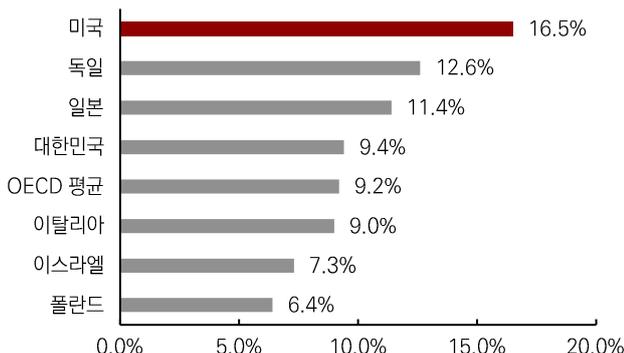


자료: Statista insight, KUVIC

세계 최고 수준의 의료비 부담

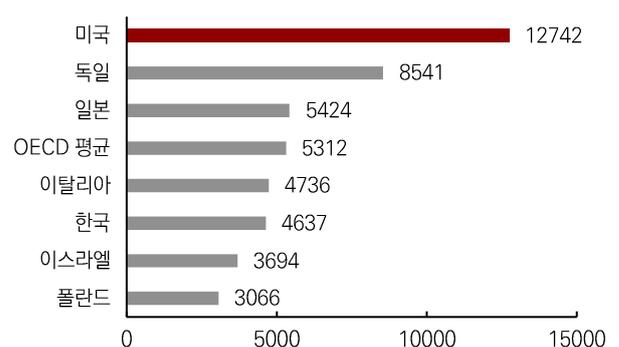
첫 번째, **미국인들의 의료비 부담은 매우 높다.** 미국 의료 비용은 매우 높고 특히 입원 치료는 더욱 높다. 입원치료는 치료비, 병실 이용료, 간호 서비스 이용료, 기타 부대 비용 등 더 많은 비용을 필요로 하기 때문이다. OECD Health Statistics 2024에 따르면 국내총생산(GDP) 대비 경상의료비 비율은 미국이 16.5%로 OECD 국가 중 가장 높았고, OECD 평균 9.2%를 크게 넘었다. 국민 1인당 경상의료비도 12,742달러를 기록하며 OECD 평균 5,312 달러의 2.39배를 기록하였다.

그림 6. 국내총생산(GDP) 대비 경상의료비



자료: OECD Health Statistics 2024, KUVIC

그림 7. 국민 1인당 경상의료비(단위:달러)



자료: OECD Health Statistics 2024, KUVIC

2020년 미국의 Healthcare Cost and Utilization Project(HCUP)에 따르면, 입원 치료의 평균 비용은 약 13,300달러라고 한다. 의료 비용 부담이 높아진 미국인들은 비용 부담을 낮추기 위해 외래 치료를 선호하게 되었다. **외래 치료는 동일한 치료 서비스를 제공하면서도 대개 비용이 절반 이하로 저렴하기 때문이다.** 또한 의료비를 함께 부담하는 보험사들 또한 비용을 낮추기 위해 비용이 저렴한 외래 서비스를 선호하고 있다. 보험과 관련해서 추후 상세히 다룰 것이다.

표 1. 병원 수술 센터, 외래 수술 센터 비용 비교

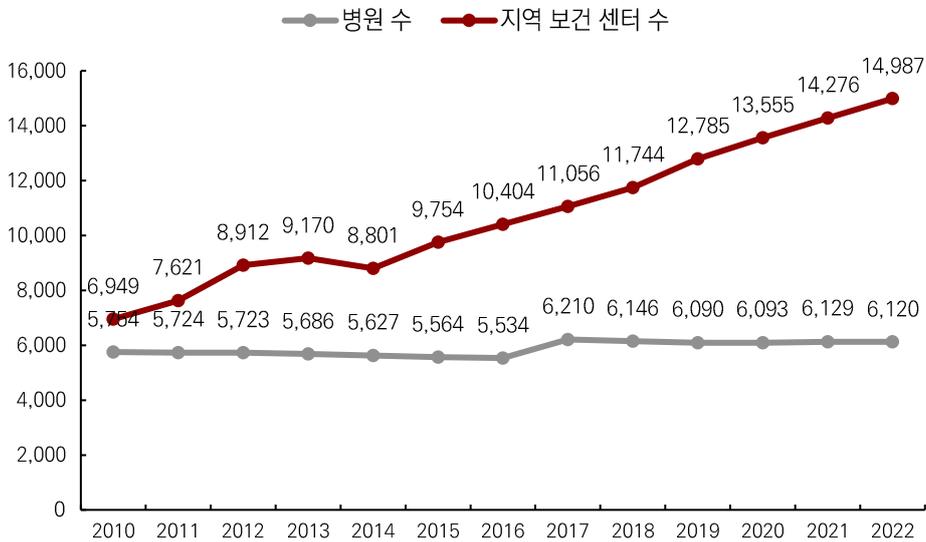
| 비용(단위:달러) | 병원 수술 | 외래 수술 센터 | 비교 |
|--------------|-------|----------|------|
| 인공 고관절 치환 수술 | 9,844 | 5,781 | -41% |
| 대장 내시경 검사 | 1,608 | 1,136 | -29% |
| 탈장 교정 수술 | 7,787 | 5,424 | -30% |

자료: Sidecar Health, KUVIC

더 편리하고 빠른 외래치료

두 번째, **편의성 높은 외래 치료에 대한 수요가 증가하였다.** 외래 치료는 입원 치료보다 빠르게 치료받고 빠르게 일상으로의 복귀가 가능하다. 또한 외래 치료 센터는 접근성이 뛰어나다. Commonwealth Fund에 따르면 미국인의 약 87%만이 일반적인 병원에 접근할 수 있다고 한다. 미국 지역사회 보건 센터 협회(National Association of Community Health Centers, NACHC)에 따르면 1억명 이상의 사람들이 1차 진료 접근에 어려움을 겪는다고 한다. 지역 보건 센터, 긴급 진료 센터 등은 지역 곳곳에 있어 **의료 서비스 접근성을 높여 주고, 더 빠르게 진료를 받을 수 있어 수요가 높아지고 있다.**

그림 8. 미국 병원 수, 미국 지역 보건 센터 수 추이(단위:개)



자료: American Hospital Association, NACHC, HRSA, KUVIC

병원에 더 자주가게 된 미국인들

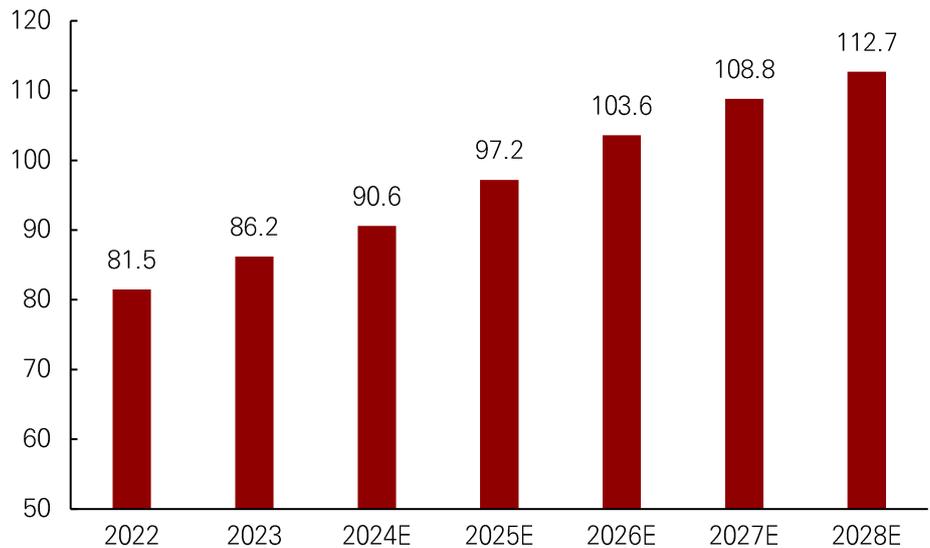
세 번째, **미국인들의 정기적 의료 수요는 나날이 높아지고 있다.** 고령화 등으로 인해 미국인의 만성 질환 발병률은 높아져 더 많은 사람들이 의료 서비스를 희망한다. 미국의 질병 통제예방센터에 따르면 2023년 미국 인구 중 1억 2,900만 명이 심장병, 암, 당뇨병 등 주요 만성질환을 앓고 있다고 밝혔다. 지난 20년동안 유병률이 꾸준히 증가해왔으며, 여러 만성질환을 동시에 앓고 있는 비율도 계속 해서 증가하고 있다고 한다. 만성질환을 치료하고 관리하기 위해 의료센터에 꾸준히 방문하는 미국인들이 증가하고 있다. 그 결과 연간 4.1조 달러의 의료비 지출 중 약 90%가 만성질환과 정신 건강 상태의 관리와 치료에 사

용되고 있다고 한다. **만성질환은 정기적인 관리를 필요로** 하는 만큼 접근성이 뛰어나고 편리하며, 비용이 저렴한 외래 치료를 선택하는 경우가 늘어나고 있다.

기술의 발전 → 대형 병원 밖에서도 더 많이 치료할 수 있게 됨

네 번째, **의료 기술의 발전은 외래 치료에서 더욱 많은 치료를 가능케 하고 있다.** 의료 기술의 발전은 복잡한 치료도 외래 치료 환경에서 가능하게 만들어 주었다. 수술 시 복강경, 흉강경, 내시경 등의 기구를 이용해 몸에 내는 상처를 최소로 줄이는 최소 침습 수술의 발달은 외래 수술 센터에서도 짧은 시간 안에 안전하게 시술을 마칠 수 있게 만들어 주었다. 이로 인해 미국 외래 수술 센터의 수는 꾸준히 증가해 2023년 메디케어 인증 외래 수술 센터는 6,384개에 달하며 추후 빠른 성장이 예상된다.

그림 9. 미국 외래 수술 센터(ASC) 시장 전망(단위: 백만 달러)



자료: Market Research Biz, KUVIC

비용 절약적, 높은 편의성, 정기적 의료 수요 증가, 의료 기술 발전은 미국 의료 산업을 변화시키고 있다. **변화로 인한 수혜를 이미징 센터가 가장 크게 받을 것이다.** 이미징 센터가 무엇이며 왜 가장 크게 수혜를 받을지에 대해 알아보겠다.

1.1.2 이미징 센터란 무엇이며, 왜 이미징 센터인가?

환자를 치료하기 위해선 환자의 상태를 정확하게 검진해야 한다. 규모가 큰 병원에선 진단을 위한 MRI, CT, X-ray 등 여러 장비들과 시스템이 마련되어 있지만 규모가 상대적으로 작은 외래 치료의 경우 이러한 장비를 모두 보유하고 운영하기 어렵다. 외래에서도 빠르게 영상 촬영과 검진을 진행하기 위해 이미징 센터는 더욱 각광받고 있다.

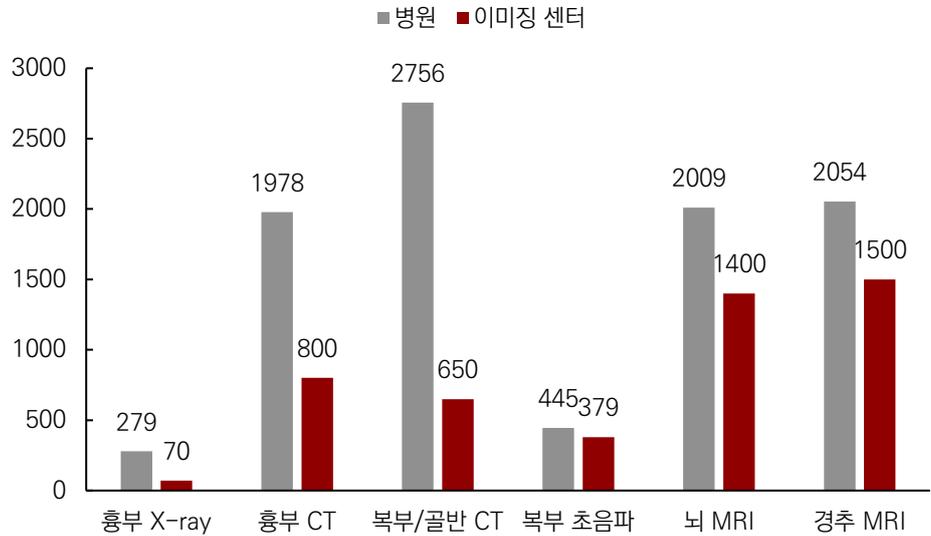
이미징 센터는 당일 혹은 익일 내 방문하여 검진 진행이 가능한 영상 촬영 전문 시설이다. MRI(자기공명 영상) 검사, X-Ray, CT(컴퓨터 단층 촬영), PET(양전자 단층 촬영) CT/MRI, 투시검사 등을 제공한다. 외래 치료가 활발해질수록 이미징 센터의 증가는 필수적이다. 구체적으로 이미징 센터의 수요가 증가하는 이유와, 외래 치료로의 전환에서 가장 크게 수혜를 받는 이유에 대해 알아보겠다.

비용 부담을 낮춰 줄 이미징 센터

이미징 센터는 매우 비용 효율적이다. 전문의 수가와 병원 이용료 등을 합산해 비용을 청구하는 병원과 달리 검사 비용만을 청구하기에 비용적으로 매우 유리하다. 그리고 비용 대비 품질이 매우 뛰어나다. 여러 부문에 투자를 해야 하는 병원과 달리 이미징 센터의 경우 오직 영상 촬영 진단에만 전적으로 투자한다. 상대적으로 더 최신의 기기, 더 정밀한 방법

에 많은 투자를 해 낮은 가격임에도 뛰어난 품질을 보여준다.

그림 10. 미국 내 영상별 병원과 이미징 센터 가격 비교(단위:달러)



병원은 판독비 제외, 이미징 센터는 포함
 자료: IMI, KUVIC

미국의 이미징 센터의 영상별 가격이 최소 15%에서 76%까지 저렴하다는 사실을 알 수 있다. 병원 비용은 판독비 제외이고, 이미징 센터는 판독비까지 포함이기에 판독비를 포함한다면 가격 격차는 더욱 커지게 된다.

늘어난 의료 수요 + 부족한
 의료 인력 → 더 길어진 대기
 병원 대기 시간

이미징 센터는 **이용까지 시간이 절약되고, 접근성이 뛰어나다.** 당일, 혹은 익일에 예약과 검진이 가능해 예약부터 실제 검진까지 오랜 시간이 걸리는 병원보다 훨씬 빠르게 검사를 진행할 수 있다. 영상 진단 촬영 수요는 계속해서 증가하고 있는 반면 방사선과 의사, 레지던트 등 영상 전문가들은 인력 부족을 겪고 있다. 활동 중인 전문의는 증가하였지만 해당 분야 인력들이 부족해졌다. 늘어나는 수요와 줄어드는 공급으로 인해 병원에서 환자들은 더 오랜 시간 기다리게 되었다. 미시간 병원 협회 CEO Brain Peters는 영상 검사 지연이 최소 며칠에서 2주까지 미루어지고 있다고 한다. 반면 이미징 센터는 빠른 예약이 가능하고, 영상 촬영 진단만 진행하기에 더욱 빠르게 결과를 볼 수 있다. 실제로 이미징 센터에서 X-ray 촬영 시 당일/익일 예약 후 1-2일 후 결과를 확인할 수 있다.

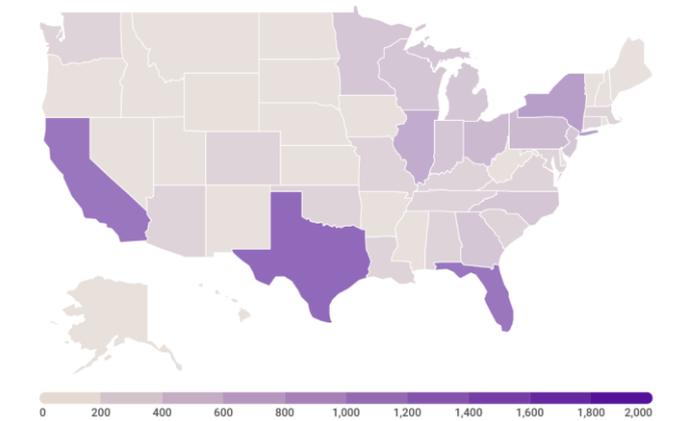
이미징 센터의 수는 미국 전역 곳곳에 있으며 빠르게 성장하고 있다. 미국의 헬스케어 데이터 분석 기업 Definitive Healthcare에 따르면 2023년 미국 전역에 18,861개의 이미징 센터가 있어 6000여개의 병원보다 약 3배정도 많다. 즉 접근성의 측면에서도 병원 대비 장점을 가진다. 센터는 주거지 근처나 커뮤니티 내에 위치하고 있어 대개 도시 중심부에만 있는 병원보다 접근이 용이하다. 특히 교외나 농촌 지역에 거주하는 사람들에게 병원보다 이미징 센터는 더욱 접근하기 쉬운 선택지이다.

그림 11. 미국 지역별 이미징 센터 수

| 지역 | 이미징 센터 수 |
|-----|----------|
| 남동부 | 4,975 |
| 중서부 | 4,170 |
| 북동부 | 3,638 |
| 서부 | 3,116 |
| 남서부 | 2,687 |
| 미국령 | 275 |
| 전체 | 18,861 |

자료: Definitive Healthcare, KUVIC

그림 12. 미국 주별 이미징 센터 수 비교



자료: Definitive Healthcare

미리 병을 예방한다면 병과 관련된 비용을 줄일 수 있다

세 번째, **질병의 조기 및 정기 진단 수요가 늘고, 질병에 대한 치료 옵션을 늘리기 위해 영상 촬영 서비스 도입이 증가하고 있다.** 만성질환 유병률이 높아져 정기적인 검진 수요가 늘어나 더욱 편리하게 의료 서비스를 제공받을 수 있는 이미징 센터 방문 수가 증가하고 있다. 고령화의 진행은 암, 뇌졸중, 심장질환 등 정밀한 진단이 필요한 질병의 발생률을 높이고 있다. **암, 심장 질환 등 치명적인 질환의 조기 발견은 치료 성공률을 높이고 비용을 줄일 수 있다.** 조기 진단에 대한 수요 증가는 의료 영상 촬영 수 증가로 이어졌다.

외래 치료와 의료 기술의 발전은 비침습적이고 비용 효율적인 시술 채택 비중의 증가로 이어졌다. 비침습적 시술은 최소한의 외과적 절개로 치료해야 하기에 병변의 위치, 조직 관계를 명확히 파악해야 하는만큼 MRI, CT, PET 등의 고해상도 이미징이 필요하다.

미국은 치료를 받는 병원에서 꼭 모든 의료 서비스를 받을 필요가 없다. 병원에서 수술이나 치료를 받더라도 영상 촬영과 진단은 이미징 센터에서 받을 수 있다는 것이다. 그렇기에 이미징 센터는 수요 변화의 원인을 모두 충족시키며, 기존 병원의 수요도 빠르게 차지할 수 있게 되고, 이미징 센터는 더욱 빠르게 성장할 것이다.

1.1.3 미국 의료 보험 제도

높은 의료비의 개인 부담이 적어진다 = 보험의 부담이 증가한다

앞에서 살펴보았듯 미국의 의료비는 세계 최고 수준이다. 의료비가 높은만큼 개인 부담 금액도 매우 높다. Health Statistics에 따르면 미국의 의료비 중 개인 부담 비중은 OECD 평균 18%보다 낮은 11%이다. 미국의 인구 당 헬스케어 지출액 12,555 달러 중 1,912 달러를 개인이 부담했다고 한다. 한국의 경우 4,570 달러를 지출했고, 그 중 개인이 1,705 달러를 지불했다는 것을 고려하면 **절대적인 금액과 별개로 미국의 개인 부담 비중이 상대적으로 낮다는 것을 알 수 있다.** **개인의 부담 비중이 낮다는 것은 반대로 보험의 부담 비중이 매우 높다는 것이다.**

그림 13. 국가별 의료비 자기 부담금액(단위:달러)

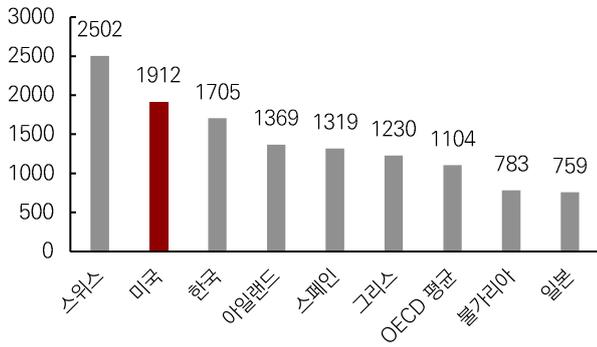
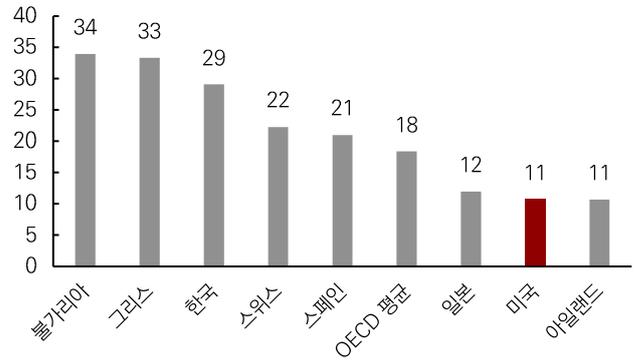


그림 14. 국가별 의료비 자기 부담금 비중(단위:%)

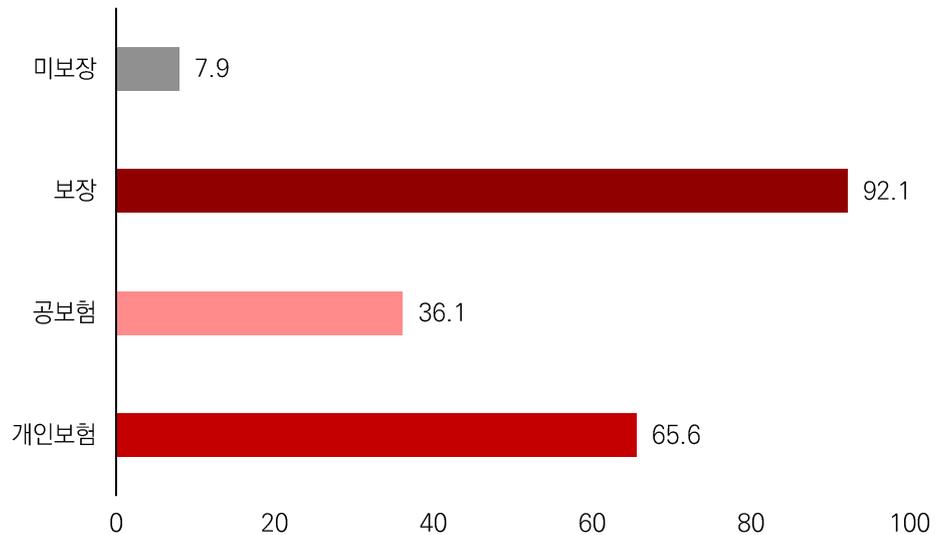


자료: OECD Health Statistics 2023, KUVIC

자료: OECD Health Statistics 2023, KUVIC

미국의 의료 보장 체계는 공보험과 사보험(민간보험)으로 이루어져 있다. 대부분의 국민이 국가 건강 보험을 통해 의료 혜택을 받는 한국과 달리 미국의 의료 보험은 사보험 위주로 발달해왔다. 미국의 공보험 가입자 중 공보험 가입자는 약 40%, 사보험 가입자는 약 60% 수준이고, 약 8%의 미국인들은 보험으로부터 혜택을 받지 못한다고 한다.

그림 15. 미국 건강 보험 별 가입 비중(단위:%)



자료: United States Census Bureau, KUVIC

오바마 케어로 불리는 건강보험개혁법(Affordable Care Act, ACC)은 미국 보험에 엄청난 변화를 불러일으켰다. 법은 개인 의료보험을 의무화하였고, 보험사들로 하여금 기존 질병 보유자를 거부하거나 추가 요금을 부과하지 못하게 하였다. 그 결과 **메디케어 및 건강 보험 가입자들의 수가 증가했다**. 가입자 수의 증가는 **메디케어와 민간 보험사들의 비용 증가**로 이어졌고, 미국의 고령화와 함께 이러한 문제는 더욱 커져갔다.

미국의 고령화는 계속해서 진행되고 있다. 세계은행에 따르면 2012년 미국 65세 이상 인구의 비율은 13.6%에서 2022년 17.1%로 10년 사이 25% 증가했다. 고령 인구의 증가는 메디케어 수혜자 대상자의 증가와 수혜 횟수의 증가로 이어진다. 고령 인구는 심장병 등 만성 질환에 더욱 많이 노출되고, 치료를 위한 비용을 증가시킨다. 미국 의회 예산처에 따르면 2022년 메디케어 가입자 수는 6200만명에서 2030년 8000만명으로 증가할 것으로

로 전망하고 있다. 메디케어 지출은 2021년 약 9000억 달러에서 2030년까지 약 1.6조 달러에 이를 것으로 예상하였다. 사보험들도 고령화로 인한 비용 부담이 증가하였다. **고령 인구 비율 증가는 빈번한 의료 서비스 이용으로 이어졌고, 그에 따른 보험사들의 지급 부담이 커져갔다.**

그림 16. 미국 고령화 추이(단위:%)

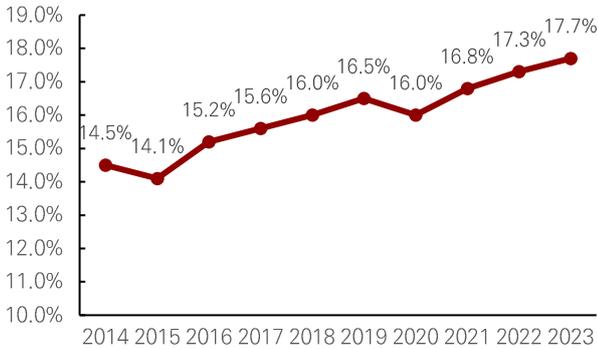
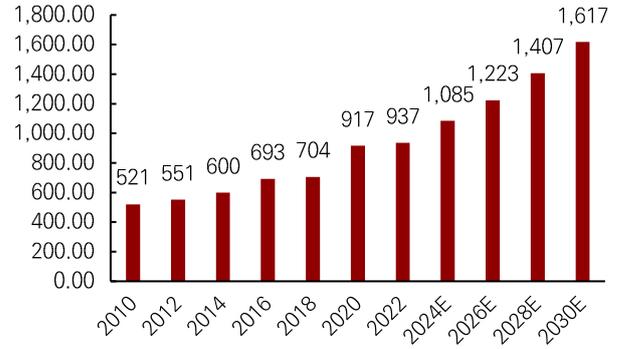


그림 17. 미국 메디케어 지출 추이와 전망(단위:십억달러)



자료: US CENSUS Bureau, KUVIC

자료: 미국 의회예산처, KUVIC

건강보험개혁법은 고령화를 포함한 보험의 비용 문제를 더욱 심화시켰다. 보험 가입자는 증가하였으나 비용 지출이 많은 고령과 기존에 질병을 가지고 있던 가입자들의 비중이 높았기 때문이다. 특히 보험사들의 예측보다 더 의료 서비스 이용이 많았다. 반면 비용의 지출이 적은 건강하고 젊은 인구 가입률은 크게 증가하지 않아 보험사들의 수익성은 약화되었다. **공보험과 사보험 모두 비용 부담을 낮추는 것이 매우 시급해졌다.**

중립 지불 정책은 병원 이용의 매력도를 낮춤

미국 보험청은 보험 비용 부담 완화를 위해 중립 지불 정책을 시행하였다. 정책의 내용은 동일 의료 서비스에 대해 보험이 동일한 금액을 지불하는 것이다. 영상 촬영 진단이라는 동일한 서비스를 받는다면 병원과 독립 이미징 센터 모두 동일한 금액을 지불 받도록 규정한 것이다. 기존 병원은 영상 촬영 수행 시 영상 촬영비 외에도 병원 시설 이용료를 받아 더 많은 비용을 청구하였다. 병원에서 청구하는 비용은 동일 동일하나 중립 지불 정책은 보험이 보장해주는 금액을 적게 만들었다. 즉 **의료 서비스 이용자와 보험사 모두에게 병원의 의료 비용 부담은 더 높아졌다**는 것이다. 이미징 센터는 병원에 비해 고정비가 적고 영상 촬영에 특화되어 있어 병원 보다 비용 면에서 더 큰 경쟁력을 갖추고 있다. 자연스럽게 영상 촬영에 있어 병원보다 이미징 센터의 선호도는 모두에게 높아지고 있다.

늘어난 보험 가입자들의 보험료 부담을 줄이기 위해 정부와 보험사들은 **고액 공제 건강 보험(High Deductible Health Plan, HDHP)**을 출시했다. 고액 공제 건강 보험은 의료 서비스 이용 시 더 많은 금액을 공제하는 대신 낮은 월 보험료를 지불하는 것을 말한다. **낮은 월 보험료를 받는 대신 의료 서비스 이용 시 개인 부담금을 높이는 것이다.** 고액 공제 건강 보험 가입자수는 꾸준히 증가하는 추세를 보이고 있다. 헬스케어 정책 연구소 SHADAC(State Health Access Data Assistance Center)에 따르면 사보험 시장에서 고액 공제 건강 보험의 비중은 2012년 34.3%에서 2024년 53.6%까지 증가하였다. 보험의 변화는 개인으로 하여금 불필요한 의료 서비스를 줄이고 더 비용 효율적인 의료 서비스를 고르게 한다. 영상 촬영은 이미징 센터와 병원에서의 품질 차이가 크지 않다. 그렇기에 영상 촬영 분야는 소비자들의 가격 탄력성이 높다. 고액 공제 건강 보험으로의 전환은 개인 부담금액의 증가로 이어져 영상 촬영 시 비용이 낮은 이미징 센터로의 선택을 더욱 가속화하고 있다.

그림 18. 병원과 개별 의료의 가격 중위값 차이

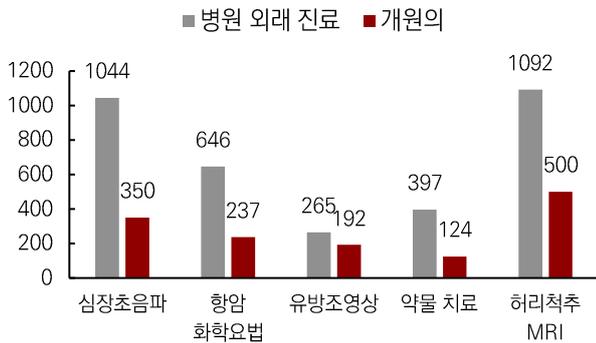
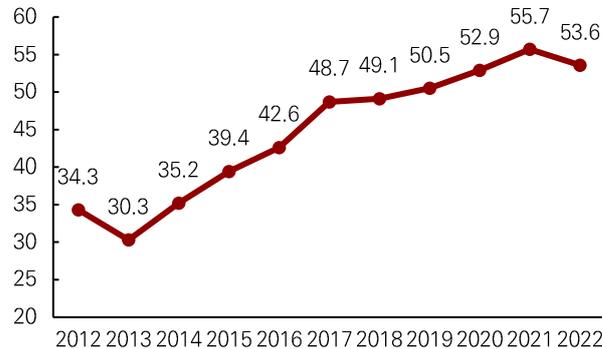


그림 19. 미국 고액 공제 건강 보험 가입률 추이(단위:%)



자료: Committee for a Responsible Federal Budget, KUVIC

자료: SHADAC, KUVIC

보험사 정책 변화는 병원에서 이용하는 서비스들의 비용 부담을 높임

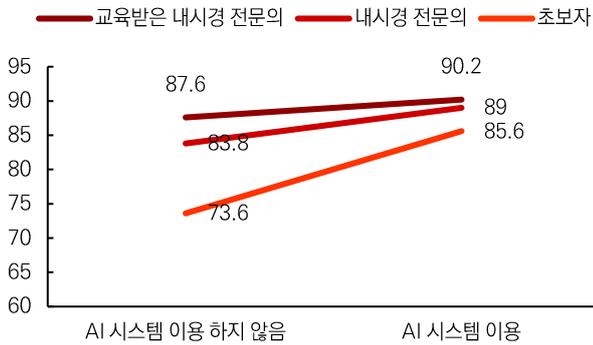
보험의 환급 정책도 이미징 센터로의 전환을 가속화하고 있다. 메디케어의 환급 정책에는 외래환자 예상 지급 시스템(Outpatient Prospective Payment System, OPSS)과 메디케어 의사 수가표(Medicare Physician Fee Schedule, MPFS)이 있다. 외래환자에 대해 메디케어가 병원에 지급하는 외래환자 예상 지급 시스템(Outpatient Prospective Payment System, OPSS)의 환급율은 이미징 센터와 같이 독립적인 의료 제공자의 서비스에 대해 메디케어가 지불하는 메디케어 의사 수가표(MPFS) 환급율보다 높다. **그러나 보험료 부담 완화를 위해 환급율을 낮추고 있어 환자 입장에서 병원은 덜 매력적인 선택지로 변해가고 있다.** 또 병원에서의 서비스는 기본 비용이 이미징 센터 이용 대비 훨씬 높아 서비스 이용자들은 더 높은 공동 부담금을 지불해야 한다. 개인 부담 금액이 커진 고액 공제 건강보험(HDHP) 가입자나 Medicare 공동 부담금을 지불해야 하는 환자들은 모두 메디케어 의사 수가표 기준으로 운영되는 이미징 센터에서 검사를 받는 것이 비용에 있어 유리하다. 이미징 센터로의 전환은 변화하는 보험 정책과 함께 성장하고 있다.

1.2 이미 불기 시작한 바람, 의료 AI

1.2.1 의료 AI의 성장

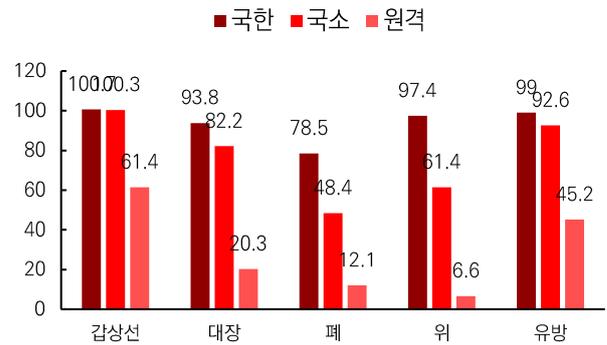
AI의 바람은 의료 산업에도 큰 변화를 불러일으키고 있다. **의료 AI**는 진단, 치료, 결과 등을 포함해 환자를 지원하고 개선할 목적으로 머신러닝, 딥러닝, 인공지능을 활용하는 것을 말한다. 과거 부족한 기술력으로 인해 획기적인 의료 기술에 대한 신뢰도는 낮았고, 이들은 의료에 있어 주된 역할을 담당하지 못하게 하였다. 그러나 생성형 AI의 등장은 의료AI의 새로운 가능성을 열어주었다. **생성형 AI를 기반으로 한 의료 AI는 많은 의료 데이터들을 학습해 더욱 정확하고 정밀한 능력을 보여주며 신뢰성을 높이고 있다.** 특히 의료 AI는 더 정밀한 진단 및 예측을 가능케 하고 있다. 의료 AI는 의료 서비스의 효율성을 높일 것이다. 의료 AI 사용을 통해 반복적인 작업을 줄이고, 진단과 판독에 사용되는 시간을 낮춰주었다. 진단과 예측 분야 의료 AI 도입은 어떤 긍정적 영향을 불러일으킬까?

그림 20. AI 사용 여부에 따른 판독 정확도 차이(단위:%)



자료: 서울대 병원, KUVIC

그림 21. 주요 암종 요약병기별 상대생존율 추이(단위:%)



자료: 국가암정보센터, KUVIC

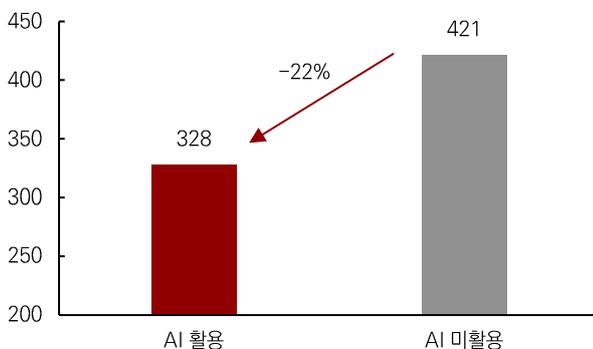
더 정밀한 예측이 가능해진 의료 AI

의료 AI는 **환자들의 질병 예방과 치료에 매우 효과적이다**. 의료 AI는 조기에 정밀한 진단과 예측을 가능케 한다. 이러한 진단과 예측은 잠재적인 건강 문제를 선제적으로 예측하고 해결하는 동시에 치료 경로를 최적화해 사람들의 건강 향상에 크게 기여한다. 세계보건기구(WHO)는 암의 1/3은 예방 가능하고, 1/3은 조기 검진과 조기 치료를 통해 완치가 가능하다고 발표했다. 1기 위암의 5년 생존율은 약 98%에 달하지만 원격 전이 단계의 위암 생존율은 12.1%로 급격히 줄어든다. 이러한 자료는 조기 진단의 중요성은 매우 높다는 사실을 알려준다. **더 정밀한 진단과 예측을 가능케 하는 의료 AI는 조기 진단 성공률을 크게 높여줄 것이다**. 또한 판독에 사용되는 시간을 줄여 더 효율적으로 치료받을 수 있게 한다.

의료 비용 부담을 낮춰 줄 의료 AI

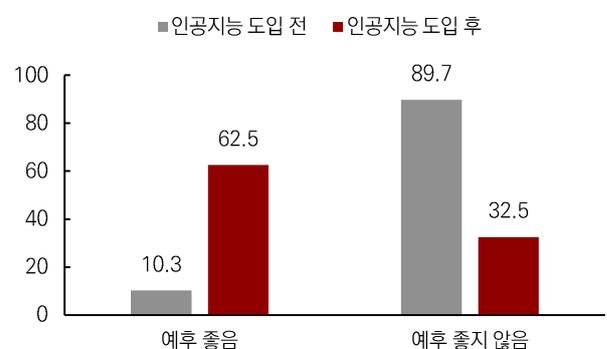
진단과 예측 기술의 발달은 의료 비용을 크게 줄여준다. 텍사스대 연구진의 연구 결과에 따르면 미국에서 당뇨병 등 예방 가능한 질환을 방치해 투입된 비용만 약 7,304억원에 달한다고 한다. 또한 전미경제연구소에 따르면 AI의 활용을 통해 향후 5년 이내 미국 의료 및 행정 비용 전반에 관한 지출의 5~10%(연간 약 2000억~3600억 달러)를 절감할 수 있을 것이라 한다. 의료 AI가 더욱 정확하게 진단하고, 병을 예측한다면 미리 질환에 대비할 수 있어 **의료 비용을 획기적으로 낮출 것이다**.

그림 22. AI 활용 여부에 따른 흉부 CT 판독 시간 차이(단위:초)



자료: NHI, KUVIC

그림 23. 의료 AI 도입 여부에 따른 뇌경색 환자 호전 정도(단위:%)

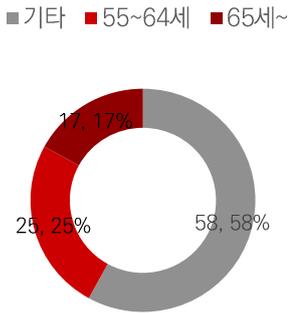


자료: 대한의학회, KUVIC

의료 AI는 **부족한 의료 인력 문제 해결의 열쇠**가 될 것이다. 현재 미국은 의료 인력 부족 문제를 겪고 있다. 고령화는 의료 수요를 늘리는 동시에 공급을 줄인다. 미국 고령화는 의료 인력들의 고령화도 함께 이끌었다. 미국 의과 대학 협회의 조사 결과에 따르면 2021년

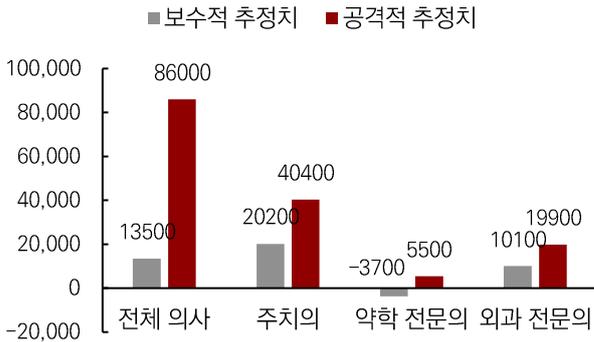
65세 이상 의사는 전체 활동 중인 의료 인력의 17%, 55세에서 64세 사이의 의사는 25%를 차지했다고 한다. 활동 중인 의사의 3분의 1 이상이 향후 10년 내에 은퇴할 가능성이 매우 높다는 것이다. 팬데믹 기간 의료 인력들은 심각한 번아웃을 겪었는데 고령화로 인한 의료 인력 부족과 늘어나는 의료 수요는 번아웃을 더욱 심화시킨다. 맥킨지의 조사 결과에 따르면 설문 응답한 의사의 약 35%는 향후 5년 이내에 현재 직무를 떠날 가능성이 있다고 답했으며, 그 중 약 60%는 임상 진료를 완전히 떠날 가능성이 있다고 밝혔다. 이러한 결과를 모두 고려할 때 의료 인력은 2036년 최대 86000명 부족할 것으로 예상된다.

그림 24. 55세 이상 의사 인구 비율



자료: AAMC, KUVIC

그림 25. 의료 인력 부족 전망(단위:명)



자료: AAMC, KUVIC

진단을 담당하는 방사선과 의사가 부족해지면 병원에선 영상 촬영을 위해 더 긴 시간 대기해야 한다. 앞서 보았듯 이미 X-ray 촬영을 위해 며칠에서 최대 2주 지연이 일어나고 있는데 의료 부족은 이러한 문제를 더욱 악화할 것이다.

의료 AI는 반복적인 행위를 줄이고, 더욱 효율적으로, 더욱 많은 의료 행위를 할 수 있게 한다. 부족한 인력의 역할을 하며, 기존 인력들의 피로도를 낮춰 번아웃을 줄여줄 것이다. 다국적 의료 기업 필립스의 2024 미래건강지수 보고서에 의하면, 14개국 2800명의 의료 기업의 리더들은 인력부족문제 해결에 반복적인 업무의 자동화와 가상진료가 도움이 될 것이라고 하였다.

1.2.2. 비싼 의료 AI 사용 가능할까? 늘어나는 승인 수와 확대되는 보험 커버리지

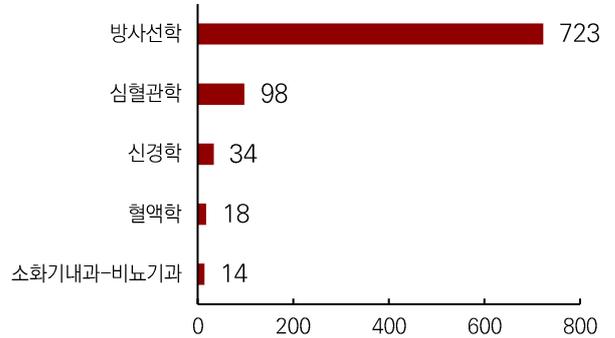
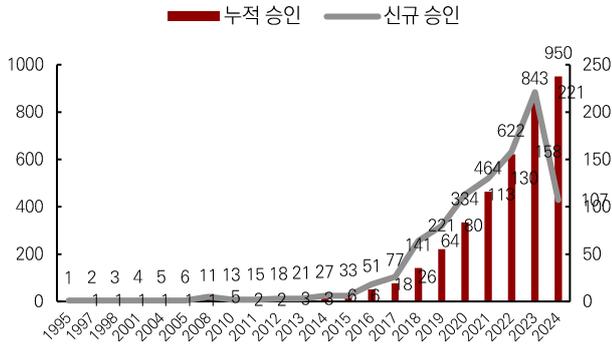
과거 의료 AI 실패는 단순히 기술 문제만이 아니었다. 규제 문제도 지대했다. 의료 AI의 부족한 기술이 초래할 문제를 의식해 의료 AI는 그동안 많은 규제를 받아왔다. 그 결과 건강 보험에 등재되지 못해 비용 문제를 해결하지 못해 시장 확장에 실패했다. 그러나 **기술의 발전과 함께 규제는 완화되어 의료 AI의 보험 보장 가능 범위가 넓어지고 있다.**

미국에서 의료 AI가 사용되기 위해선 우선 **FDA 승인**을 받아야 한다. 과거에는 FDA 승인이 많이 이루어지지 않았으나 최근 승인 건수가 빠르게 증가하고 있다. 1995년 AI와 머신러닝 활용 의료 기기가 최초로 FDA 승인을 받은 이래로 2024년 현재 950건이 승인되었다. 2017년까지 77개로 약 8%의 기술만이 승인을 받았고 92%에 달하는 873개의 기술은 2018년부터 현재까지 승인 받았다. **기술의 발전과 앞서 언급한 의료 문제 해결을 위해 앞으로 더욱 많은 의료 AI들이 승인 받을 것으로 예상된다.** 그리고 그 분야는 가장 필요한 진단과 예측에 사용될 영상의학 관련 AI일 것이다. 현재까지 승인 받은 950개의 의료 AI 중 약 76%에 달하는 723개가 방사선학관련 AI이다. 기술력, 영상의학에서 AI 수요와 효과성을 고려할 때, 진단 예측에 사용될 의료 AI 분야가 가장 먼저 꽃 피울 것이다.

보험 적용을 위한 단계
1. FDA 승인

그림 26. AI 의료 기기 FDA 승인 건수 추이(단위:건)

그림 27. 분야별 의료 AI 승인 건수



자료: FDA, KUVIC

자료: FDA, KUVIC

보험 적용을 위한 단계
2. CPT 코드 부여

FDA의 승인을 받은 후 **CPT 코드가 부여된다**. CPT 코드는 미국 의료 서비스 및 절차를 표준화하기 위해 사용하는 코드 체계로 미국 의사협회가 부여한다. 그리고 CMS는 CPT 코드를 기준으로 보험 적용 여부와 보험료율을 결정한다. 그리고 CMS 결정 기준을 바탕으로 민간 보험사들도 보험 적용 여부와 보험료율을 결정한다.

보험 적용을 위한 단계
3. CMS 결정

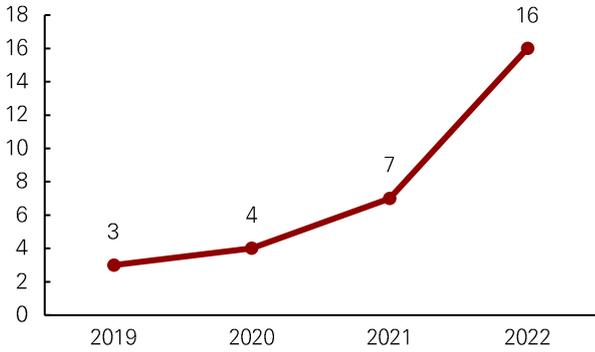
CMS는 메디케어 포괄수가제(Medicare Severity Diagnosis-related Groups, MS-DRG) 시스템에 따라 수집된 자료를 기반으로 수가를 매년 갱신한다. 새로운 기술의 경우 산출 근거를 찾기 어려워 수가 산정 기준을 잡기 어렵다. **수가 산정이 안 되면 의료 AI 도입이 어려워진다. 이를 보완하기 위해 여러 제도들을 도입했다.**

신기술추가지불보상 제도(NTAP)는 기존 기술 대비 명확히 개선된 임상 결과를 제공하며, 기존의 포괄수가제에서 보상되지 않고, 환자 치료에서 중요한 개선을 입증할 시 수가를 제공받을 수 있게 한다. 외래환자 대상 신기술 추가 지불보상제도(New technology APC)는 외래환자 진료 시 포괄수가제에 적용될 수 없는 신기술 사용에 대한 추가 보상을 제공한다. 2~3년 적용되며, 충분히 데이터가 축적되면 기존 APC로 편입시켜 수가를 받을 수 있게 한다. CPT 코드 중 Category III은 안전성과 유효성을 아직 인정받지 못한 신 의료기술에 임시 부여된다. 아 기간 보험 처리를 받을 수 있도록 도우며, 5년의 기간 내 보증되는 경우 정규 코드로 전환될 수 있다.

인공지능 기업 Viz.AI 사의 뇌졸중 의심 환자 분류 및 알림 CT 도구 ContaCT는 FDA 승인을 받은 후 2020년 9월 의료 AI 기기 최초로 NTAP 승인을 받았다. Viz.AI는 1 건당 검사비 1600달러 중 65%인 1040달러의 보험 수가가 적용되었고, 이는 **큰 매출의 증대로 이어졌다**. 2020년 약 600백만 달러의 매출을 기록하였는데, 2023년 4000만달러의 매출을 올린 것으로 예상된다.

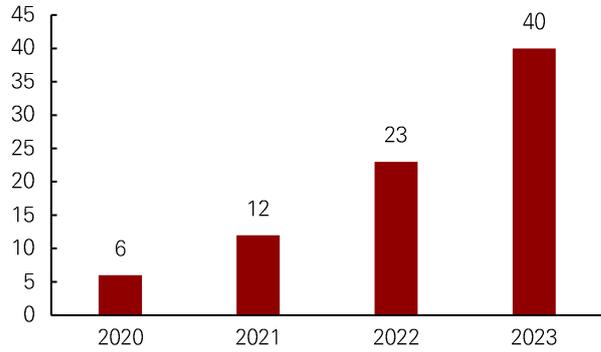
의료 AI의 사용 범위가 넓어지기 위해선 FDA로부터 승인을 받고, 보험 커버리지의 확대가 필수적이다. 기술의 발전을 통해 더욱 많은 의료 AI들이 사용 가능해질 것이며, 보험사들은 비용을 줄이고, 보험 가입자 수를 늘리기 위해 더 많은 의료 AI를 보험 적용 범위에 추가할 것이다.

그림 28. NTAP 자격 충족 의료 기기 수 추이(단위:건)



자료: Avalere, KUVIC

그림 29. Viz.AI 매출 추이(단위:백만 달러)



자료: Viz.AI, KUVIC

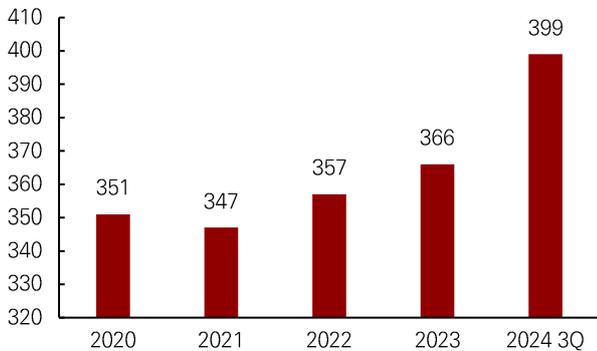
II. 기업분석

2.1 기업 개요 및 사업 부문

미국 1위 이미징 센터 기업

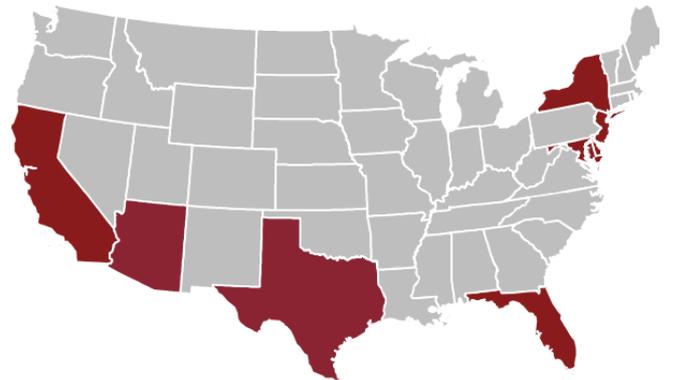
동사는 1985년부터 영상 검진 솔루션을 제공하는 기업이다. 동사는 영상 진단 사업과 의료 AI(Digital Health) 사업을 영위한다. 지속적인 투자, 병원과의 합작투자, 인수합병을 통해 미국 전역에서 398개의 이미징 센터를 운영 중이다. 동사는 이미징 센터 업계 1위 기업으로 약 140개의 이미징 센터를 보유하고 있는 2위 Akumin의 2배가 넘는 이미징 센터를 보유하고 있다.

그림 30. Radnet 보유 영상센터 수 추이(단위:개)



자료: Radnet, KUVIC

그림 31. Radnet 주요 목표 시장



자료: Radnet

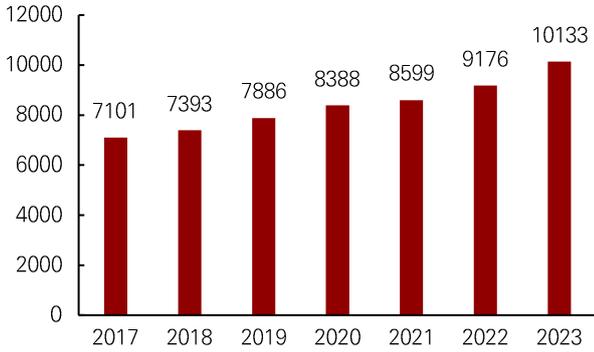
동사가 제공하는 영상 검진 서비스에는 **고급 영상 검진**인 MRI(자기공명영상), CT(컴퓨터단층촬영), PET(양전자 방출 단층 촬영)와 일반 영상 검진인 초음파, 유방조영술, X-ray가 있다. 동사의 촬영 수는 2009년부터 2023년까지 연평균 성장률 7.8%를 보여주고 있고, 모든 진단 방법이 꾸준히 성장하고 있다. 진단 방법 별 수익성은 고급 영상 촬영 방법이 일반 촬영 보다 높다. 영상 촬영 수요, 특히 **고급 영상 촬영 수요가 증가하고 있는만큼 동사 수익성 개선은 꾸준히 이루어질 것이다.**

그림 32. 동사 이미징 센터 서비스 분야



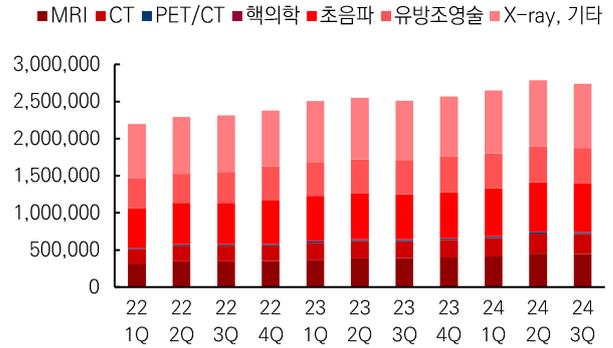
자료: Radnet, KUVIC

그림 33. Radnet 촬영 수 추이(단위:천 건)



자료: Radnet, KUVIC

그림 34. Radnet 진단 방법 별 촬영 수 추이



자료: Radnet, KUVIC

동사는 2024년 의료 AI 사업 부문과 기존의 의료 SW 사업 부문을 통합하여 **digital health** 부문을 신설하였다. 기존의 의료 SW 사업 부문은 의료 영상 관련 데이터 정리 및 관리하는 어플리케이션 eRad와 클라우드 운영 시스템인 Deephealth os를 포함한다. 의료 AI 사업 부문은 유방, 폐, 전립선 영상 촬영과 진단을 향상시키는 AI 제품을 개발한다. AI 사업 부문은 적극적인 인수합병을 통해 역량을 강화해왔다. 유방암 이미지 분석 기업 DeepHealth, CT 이미지 분석 업체 Aidence, 전립선암 MRI 영상 분석 업체 Quantib를 인수하고 제품을 출시하였다. 유방암 검진 AI는 방사선 전문의의 생산성을 최대 20% 높이고, 암 검출률을 40% 가까이 높이며, 불필요한 재검사를 20% 줄여 검진 능력, 비용 절감에서 모두 뛰어난 성능을 보여주고 있다. **AI 기업 인수를 통해 이미징 센터부터 AI 영상 진단 서비스 제공까지 의료 영상 촬영 내 수직 계열화**를 완성해 경쟁력을 더욱 강화하고 있다. 글로벌 의료 기기 산업을 선도하는 GE HealthCare와 유방암 촬영 AI 협업 진행, 생성형 AI 기반 임상 현장 생산성 강화 솔루션 DeepHealth OS 개발 등 사업 부문 내에서 역량을 강화하며 매출 성장이 기대된다.

그림 35. 의료 AI 주요 서비스 및 인증 상황

| 자회사 | 서비스 | 세부 내용 | 승인 여부 |
|---------------------|---------------------|---|--------------------------|
| Deephealth | SaigeQ | 분류, 워크 플로우 서비스 | FDA 승인 |
| | SaigeDX | AI 유방 조영술 진단 소프트웨어 유방 조영술 고객의 35%가 40달러를 부담하고 사용 | FDA 승인 |
| | Saige-Density | 유방 밀도 평가 소프트웨어 | FDA 승인 |
| Aidence Holding B.V | 흉부 및 폐 CT 스캔 해석 솔루션 | 폐암 검진 서비스 영국 폐암 선별검사 서비스 TLHC 프로그램 점유율 80% | 유럽 CE 인증 FDA 승인 신청 준비 |
| Quantib B.V. | 전립선 MRI 해석 솔루션 | 전립선암 MRI 해석 정확도, 속도 향상 | 유럽 CE 인증 FDA 승인 |

자료: Radnet, KUVIC

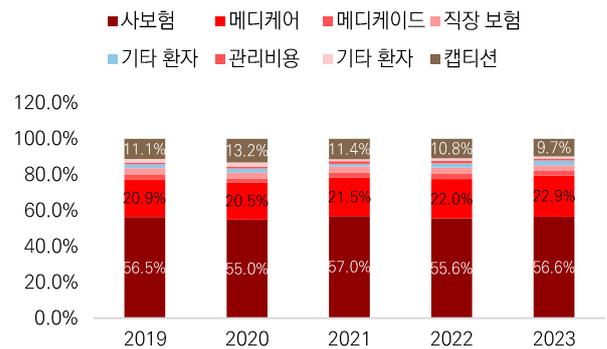
2.2 매출 및 재무 분석

동사 매출의 대부분은 **이미징 센터**로부터 온다. 동사는 꾸준히 이미징 센터를 인수하거나 병원과의 합작 투자를 통해 매출을 확대하고 있다. 동사는 의료 영상 촬영 시장의 성장과 함께 꾸준한 매출 성장을 이루어내고 있다. 영업이익률은 약 12%로, 이미징 센터 운영 비용이 비용 중 가장 많은 비중을 차지한다. 동사에게 가장 많은 금액을 지불하는 보험 유형은 사보험으로 약 56%의 매출 비중을 차지한다.

그림 36. 매출액 및 영업이익률 추이(단위:백만 달러)



그림 37. 지불자 별 매출 비중 추이



자료: Radnet, KUVIC

자료: Radnet, KUVIC

동사의 진단 서비스 중 MRI, CT, PE/CET이 속하는 **고급 의료 촬영 서비스의 매출 비중이 매우 높다**. 24년 3분기 고급 영상 촬영 분야의 촬영 수 비중은 26.4%지만 이미징 센터 부문 내 매출 비중은 60.2%로 수익성이 매우 뛰어나다. 동사의 AI 관련 매출 꾸준히 성장 중이다. AI 관련 사업은 디지털 헬스 부문으로 의료 정보 솔루션 eRAD(추후 Deephealth OS로 통합)과 진단 AI로 나눌 수 있다. eRAD는 23년 3700만 달러의 매출과 2100만 달러의 EBITDA(EBITDA 마진 56%)를 기록하였고, Deephealth OS 출시와 함께 더 많은 매출 성장을 이루어 낼 것으로 예상된다. AI 매출 성장을 이끌고 있는 것은 유방암 검진 AI Saige-Dx이다. 보험 급여 대상으로, 서비스 이용자들이 40달러를 지불한다. AI 관련 서비스들의 보험 급여가 이루어진다면 더욱 많은 소비자들 동사의 의료 AI를 이용해 동사의 매출 성장이 기대된다. **디지털 헬스 부문은 수익성이 매우 높아** 향후 매출 성장 시 동사의 수익성은 매출 성장보다 더 빠르게 개선될 것이다.

그림 38. 진단 방법 별 매출액 비중

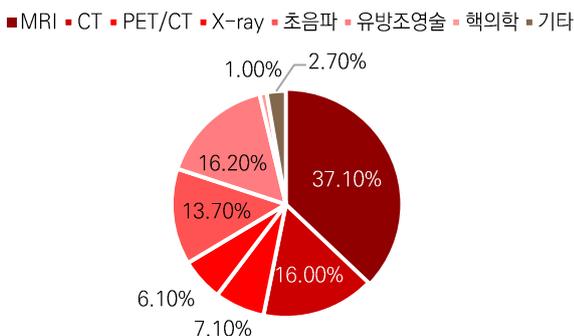
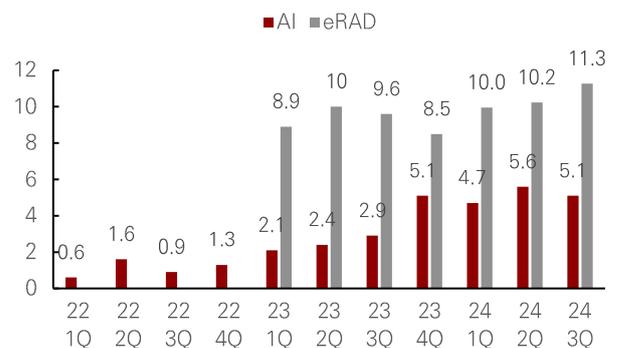


그림 39. AI 관련 매출 추이(단위:백만 달러)

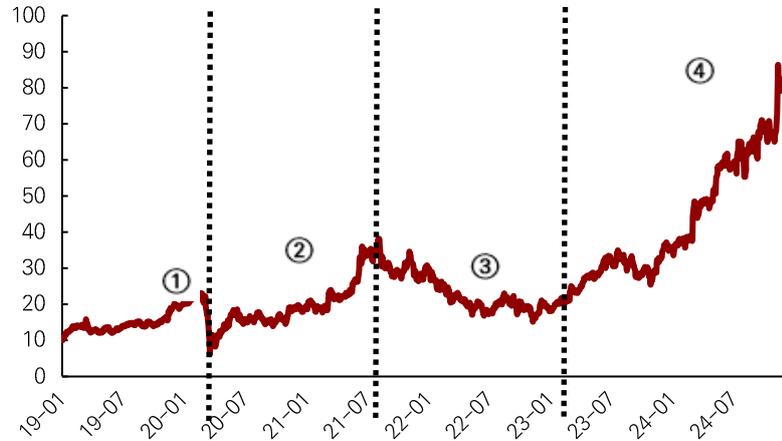


자료: Radnet, KUVIC

자료: Radnet, KUVIC

2.3 주가 추이 분석

그림 40. Radnet 주가 추이



자료: Investing.com, KUVIC

① 2020 팬데믹 주가 하락

2019년 영상 촬영의 꾸준한 성장으로 인해 동사의 매출도 꾸준히 성장하며 주가도 함께 상승하였다. Deephealth 인수에 대한 기대감과 함께 주가는 더 가파르게 상승했다. 그러나 2020년 코로나 19의 전세계적 유행, 미국 지역 사회 전파 가능성 확장, 정부의 입국 제한 조치 등으로 인해 미국 주식 시장은 전반적인 하락을 겪었다. 또한 러시아-사우디아라비아가 감산 합의에 실패해 유가가 폭락하며 미국 증시도 급락하였다. 코로나 19로 인해 이미징 센터 방문자 수 감소에 대한 우려 등으로 인해 주가가 하락하였다.

② 팬데믹 주가 하락 회복

우려와 달리 동사의 매출은 안정적인 모습을 보여주었고, 팬데믹 제한 완화는 이미징 센터 방문자 수를 늘리기에 충분했다. 또한 의료 AI 기업인 aidence와 Quantib의 인수 소식이 들리며 주가는 더욱 가파르게 상승하였다.

③ 수익성 악화, 금리 인상으로 인한 주가 하락

매출은 상승하였으나 영업이익률이 급격하게 하락하고, 과거 수준을 회복하지 못하였다. 영업이익률이 크게 감소한 원인으로 금리 인상, 인수 비용, 인플레이션 등을 들 수 있다. 2022년 1월 aidence와 Quantib 인수에 동사는 약 1억 달러를 투자하였다. 큰 규모의 투자가 이루어졌는데 2022년 3월 인플레이션을 해소하기 위해 금리를 인상하였고, 이후 꾸준히 인상을 단행하였다. 이는 인수 비용의 증가로 이어졌다. 또한 인플레이션, 기술개발 투자 등 비용이 계속 상승하며 악화된 수익성이 지속되었다.

④ AI와 함께 상승한 주가

2023년 동사는 매출 상승과 함께 수익성을 다시 회복하였다. 고급 영상 촬영 수는 두 자릿수 증가율을 기록하였다. 영업이익률이 악화된 2022년 영업 이익률 3%에서 2023년 6%로 회복에 성공하며 주가도 함께 상승하였다. 2023년 AI에 대한 관심이 급증하며 AI 관련 주식들의 주가도 상승하였다. 동사는 글로벌 의료기기 기업 GE Healthcare와 유방암 검진에 있어 협력한다고 밝혔다. 동사 AI가 꾸준히 성장해온 상황에 GE와의 협력은 동사 AI 성장을 더욱 가속화할 것으로 예상되며 연초 대비 150% 상승률을 기록하였다.

III. 투자 Point

3.1 이미징 센터와 고급 영상 촬영 수요 증가

앞서 보았듯 이미징 센터 수요는 계속해서 높아지고 있다. 그렇다면 어느 정도 수요 증가가 이루어질까? 앞서 언급했던 것처럼 영상 촬영 수는 매년 꾸준히 증가하고 있다. 미국의 진단 방법 별 촬영 수 비율은 X-ray가 50~60%, CT 20~25%, 초음파 10~15%, MRI 7~10%, PET 1~2% 미만이라고 한다. 영상 촬영 기술의 발달, **고령화, 만성질환 발병률의 증가**는 촬영 수 증가, CT, MRI와 같은 고급 영상 촬영 진단으로의 전환을 이끌고 있다.

‘Trends in Use of Medical Imaging in US Health Care Systems and in Ontario, Canada, 2000–2016’의 연구 결과에 따르면 전체 영상 검사 중 4%는 소아에게, 66%는 성인에게, 30%는 65세 이상 고령자에게 시행되었다고 한다. 1000명 당 영상 검사 횟수는 모든 연령에서 증가하였는데, 특히 고령층에서 빠른 증가를 보여주었다. CT의 경우 고령자 인구 1000명 당 2000년 204건에서 428건으로, MRI의 경우 62건에서 139건으로, 초음파 검사의 경우 324건에서 495건으로 증가하였다.

만성질환 유병률이 높을수록 영상 촬영 이용 수 또한 증가한다. 그리고 현재 미국의 만성질환 유병률은 계속해서 높아지고 있다. 펜실베니아 주립대의 조사에 따르면 약 80%의 65세 이상 고령자는 고혈압, 당뇨병 등 만성질환을 앓고 있다고 한다. 성인의 당뇨병 유병률은 2000년 약 4.4%에서 2020년 10.5%로 증가하였다. 그리고 고령화가 진행될수록 만성질환 유병률은 더 높아진다. 미국 질병 관리청의 자료에 따르면 대표적인 만성질환인 당뇨병, 심혈관 질환, 암 유병률은 연평균 0.3%, 1%, 1.1% 씩 증가하고 있다.

그림 41. 미국 고령화 인구 비율 전망(단위:%)

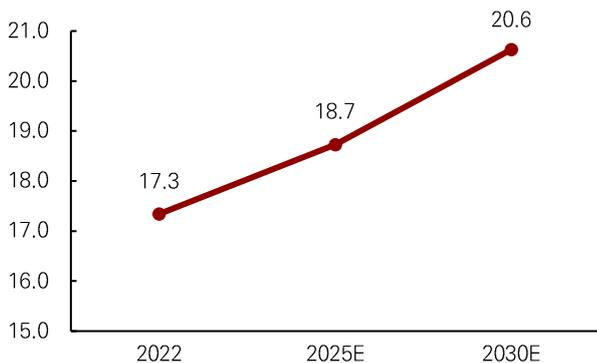
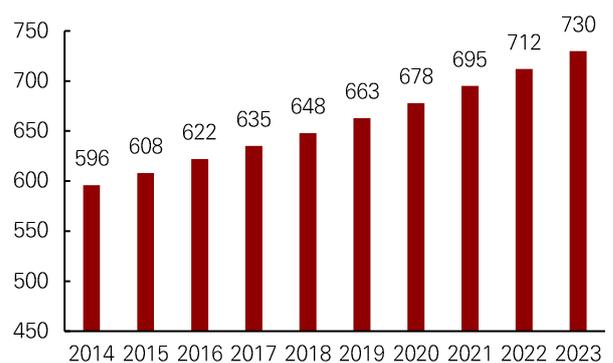


그림 42. 미국 의료 영상 촬영 수 추이(단위:백만건)



자료: United States CENSUS Bureau, KUVIC

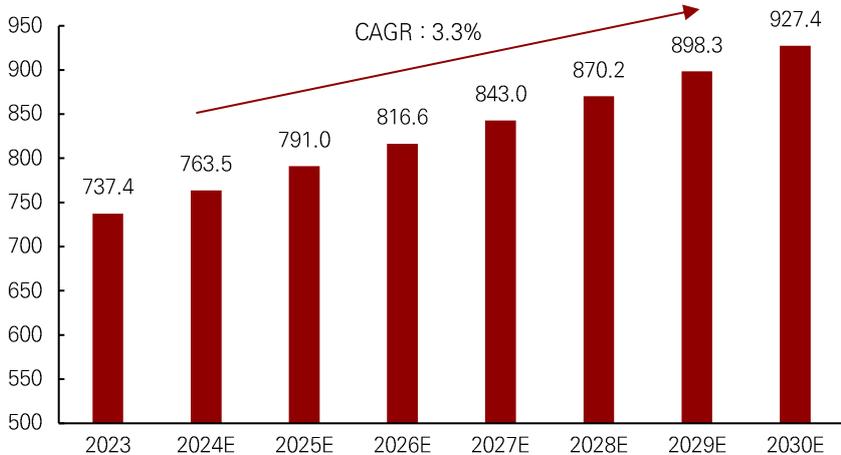
자료: Frost and Sullivan, KUVIC

의료 영상 촬영 수에는 건강보험 가입자수, 촬영 빈도, 만성질환 유병률이 영향을 미친다. 사보험의 대부분을 차지하는 18~64세 인구와 메디케어의 대부분을 차지하는 65세 이상 인구 비중 변화를 통해 건강 보험 가입자는 연평균 0.8%가량 증가한다는 것을 알 수 있었다. 촬영 빈도는 65세 이상 인구가 18~65세 인구의 2배이다. 추후 유병률 증가 전망을 바탕으로 아래와 같은 추정 공식을 세웠다.

$$\text{전체 촬영 수} = \text{전년도 1인당 촬영 수} * (1 + \text{건강보험 가입자 증가률}) * (1 + \text{촬영 빈도 증가율}) * (1 + \text{만성질환 유병률 증가률}) * \text{전체 인구수}$$

해당 식을 바탕으로 전체 촬영 수를 추정한 결과 매년 3% 이상 성장한다.

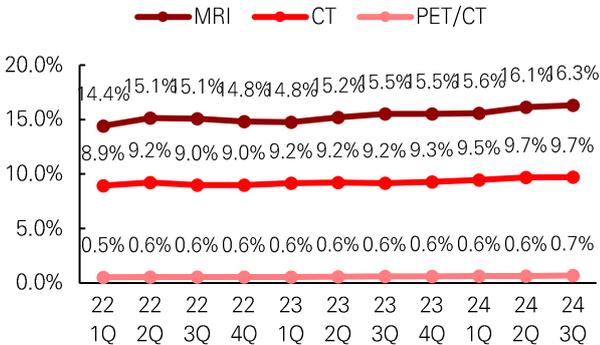
그림 43. 미국 의료 영상 촬영 수 전망



자료: KUVIC

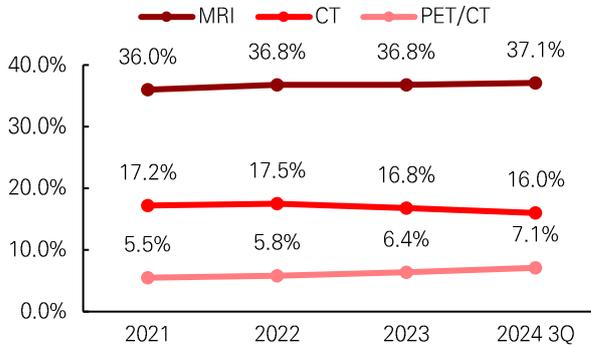
기술의 발전, 보험 가입자 증가, 보험 커버 영역 확대, 조기 진단의 중요성 향상은 MRI, CT와 같은 고급 의료 영상 촬영 수요를 증가시켰다. 영상 촬영은 가격이 비싸 고급 영상 촬영 비중 증가는 동사의 수익성 향상으로 이어진다. 동사의 고급 영상 촬영인 MRI, CT, PET/CT의 촬영 수와 매출 비중은 꾸준히 증가하고 있다. 그리고 이러한 추세는 앞서 언급한 의료 수요의 변화와 함께 더욱 높아져 동사의 수익성 향상에 크게 기여할 것이다.

그림 44. MRI, CT, PET/CT 촬영 수 비중 추이



자료: Radnet, KUVIC

그림 45. MRI, CT, PET/CT 매출 비중 추이



자료: Radnet, KUVIC

3.2 의료 AI 수요 증가와 변화에 대응할 준비가 된 동사

의료 AI 역량이 준비된 기업

앞서 산업 분석에서 언급하였듯 의료 AI는 매년 큰 폭의 성장을 이룰 것이다. 동사는 이런 수요에 대응할 준비가 되어 있다. 동사는 꾸준히 의료 AI 기업들을 인수하며 역량을 강화해왔다. 그리고 이러한 노력의 결실을 거둘 시기가 점점 가까워지고 있다.

동사가 제공하는 eRAD는 영상 저장 및 통신 시스템(PACS)와 프런트엔드 방사선 정보 시스템(RIS)을 결합해 데이터들을 효율적으로 관리할 수 있게 한다. 동사가 준비하고 있는 생성형 AI 기반의 Deepehealth OS 플랫폼은 한층 더 발전된 성능을 보여줄 것이다. 시스템이 설치된 곳에서만 사용할 수 있는 온프레미스 시스템인 eRAD와 달리 Deepehealth OS는 클라우드 기반 플랫폼으로 외부에서 원격으로 제어가 가능하다. 이는

더 운영의 효율성을 높이고, 비용을 줄일 것으로 기대된다. 최근 북미방사선학회(RSNA)에서 출시했으며 현재 FDA 510(k) 승인을 대기하고 있다. 자체적으로 사용할뿐만 아니라 승인 시 외부 고객에게 기존의 프로그램보다 더 높은 비용을 받을 수 있어 수익성 증대가 기대된다.

동사는 매년 평균적으로 200만건 정도의 유방 촬영술을 수행 중이다. 이 중 160만건은 스크리닝을 위해 이루어진다. 유방암 스크리닝은 아무런 증상이 없는 건강한 여성들을 대상으로 유방암을 조기에 발견하기 위해 정기적으로 시행하는 검사이다. 동사의 AI는 이러한 스크리닝에 적용되어 의심 부위를 강조하고, 의심 수준과 우려 정도를 확률로 나타낸다. 그리고 전문가들이 더욱 정밀하게 판단할 수 있도록 돕는다.

AI 사용은 통해 불필요한 재검사를 줄여 추가적인 의료 서비스 수행을 막는다. 이를 통해 관리 의료 조직은 의료 AI 도입 전 대비 검사 건 당 약 250~550달러의 비용을 절감할 수 있다. 현재 동사의 유방암 진단 AI는 검사 당 40달러를 받으며, 보험 적용은 이루어지지 않는다. 그러나 데이터가 더 축적되면 보험 적용을 위한 CPT 코드 승인을 받을 것으로 예상된다. 동사의 AI는 환자와 병원 모두에게 경제적 이득을 제공하기 때문이다. 비슷한 예로 **Hologic 사의 3차원 유방 조영술 촬영기 토모신테시스**는 **2011년 FDA 승인을 받았다. 2014년 CPT 코드 승인을 받고, 2015년에 보험 적용을 받았다.** 즉 실제 의료 현장에서 보험 적용까지 3년가량의 시간이 걸렸다.

보험 적용은 새로운 기술의 적용도를 크게 변화시킨다. CPT 코드를 받기 전 2014년까지 토모신테시스를 사용하는 병원은 미국 내 약 5%에 불과했고, 전체 유방 촬영술 중 사용 비율은 13% 정도에 그쳤다. 2015년 적용 후 병원 침투율과 사용률 모두 크게 달라졌다. 2017년 미국 병원 내 침투율은 약 **40%로 8배가량 증가**했고, 유방 촬영술 중 비중은 30%를 돌파했다.

이처럼 CPT 보험 적용은 새로운 기술이 더 빠르고, 더 넓게 사용될 수 있도록 한다. 동사의 유방암 AI는 2022년 FDA 승인을 받았고, 2024년 FDA 510(k) 승인을 받았다. 동사는 이르면 25년, 26년부터 보험 적용이 이루어져 사용처 확대가 이루어 질 것으로 예상하고 있다. 만약 확대가 이루어진다면 어느정도 매출을 창출할 수 있을까? 동사가 진행하는 160만건의 스크리닝 중 단기 목표 침투율인 35%를 달성하고, 비용은 동일하게 40달러라 가정하였다. 계산 결과 동사는 매년 유방암 검진을 통해 매년 2,200만 달러의 수익을 올릴 것으로 예상하고 있다. 의료 AI는 영상 촬영보다 수익성이 더 좋아 영업이익률 등 동사의 수익성에 긍정적으로 작용할 것으로 보인다.

FDA 승인, CPT 코드 승인,
보험 적용 = 3년

그림 46. 동사 유방암 검진 AI 효과

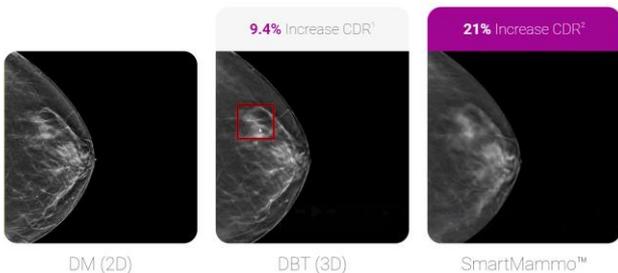
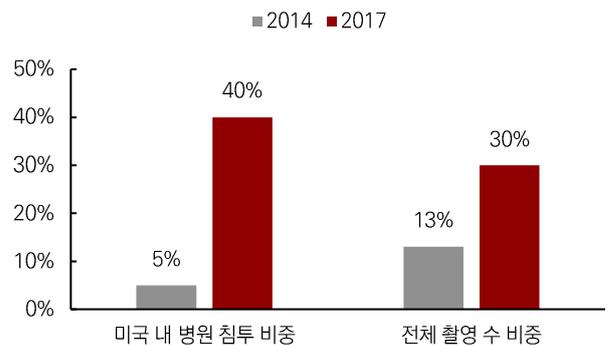


그림 47. 보험 적용 전 후의 침투율과 촬영 수 비중 변화



자료: Deephealth, KUVIC

자료: Hologic, KUVIC

그 외에도 전립선암, 폐암 등을 선제적으로 진단하는 AI들도 FDA 승인을 받거나 대기 중이다. 최근 GE Healthcare와 전략적 협업 사실을 발표하였고, 유방암 검진 AI 부터 협업을 시작할 것이라 밝혔다. 또 유방암 검진 AI에 그치지 않고, 기타 검진 AI를 포함한 포괄적인 기술 포트폴리오가 활용될 것으로 예상된다. 유방암 분야에 그치지 않고 더욱 다양한 분야에서 매출의 상승이 이루어질 것으로 보인다.

3.3 의료 AI를 위한 데이터와 돈? 우리 이미 갖추고 있어

의료 AI가 발전하고, FDA 승인을 받기 위해서 가장 필요한 것은 **데이터**이다. 임상 데이터가 없다면 기술 발전에 어려움을 겪고, FDA 승인을 받지 못하거나, 승인까지의 시간이 길어져 매출 확대 시기가 늦어진다. **동사는 미국 최대의 이미징 센터 운영 기업으로 엄청난 양의 데이터를 확보하고 있고, 더 많은 데이터를 확보해 나가고 있다.** 동사 의료 AI의 주요 제품인 유방 조영술 AI에 필요한 유방조영술 데이터는 매년 150만 장 이상 누적되고 있다. 그리고 이를 포함해 1억개가 넘는 이미지 데이터를 확보하고 있다. 앞으로도 매년 영상 촬영 수는 증가할 것으로 예상된다. 특히 고급 의료 영상 수가 증가해 더 정밀하고 구체적인 데이터를 얻을 수 있다. 운영 중인 이미징 센터를 통해 실제 임상 데이터를 쌓고 기술은 더 빠르게 발전할 것이다. 이러한 점은 동사가 다른 의료 AI 기업과 비교했을 때 확실한 경쟁력으로 작용한다.

의료 AI를 위한 데이터 확보

의료 AI를 위해 더 많이 투자할 여력이 충분

동사는 **이미징 센터 운영을 통해 안정적인 현금 흐름을 창출**하고 있다. 대부분의 의료 AI 기업들은 매출액을 만들어내지 못하거나, 적자를 벗어나지 못하고 있다. 동사는 본업인 이미징 센터에서 안정적인 현금 흐름을 창출해내고 있고, 앞으로의 더 빠른 성장도 기대된다. 기술 발전과 치열한 경쟁 속에서 재무적 안정성은 큰 도움이 된다. 안정적인 재무 상태를 바탕으로 추후 더 많은 인수 합병을 진행해 의료 AI 산업에서 성장할 것으로 예상된다.

그림 48. 일반 영상 촬영 수 YoY 증가 추이

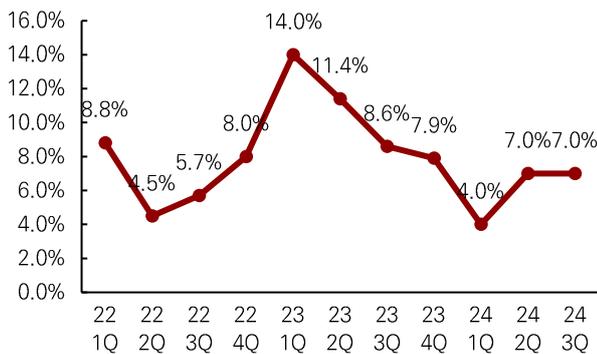
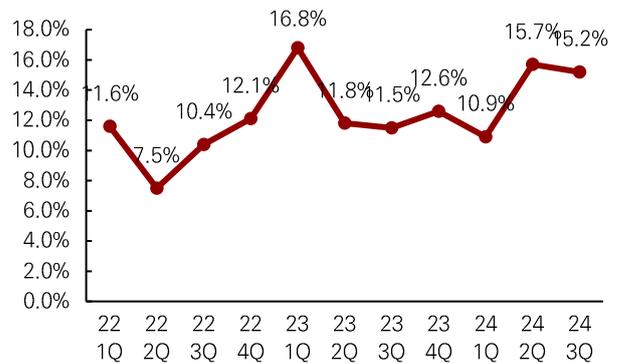


그림 49. 고급 영상 촬영 수 YoY 증가 추이



자료: Radnet, KUVIC

자료: Radnet, KUVIC

IV. 투자 Risk

4.1 방사선 의료 서비스에 대한 메디케어 삭감? 민간 보험, 고급 영상 촬영, 의료 AI 사업 부문 증가로 극복

미국 보험청은 2025년 방사선 의료 서비스와 관련된 메디케어 E&M 코드의 Conversion Factor(전환율, 이하 CF)을 2.8% 하향하겠다고 밝혔다. CF는 실제로 지급되는 메디케어 의사 수가를 결정하는 중요한 요인이다. 메디케어 수가를 산정하는 방식은 다음과 같다.

“수가 = {의료 비용 상대가치 * GPCI(의료서비스 제공을 위한 필요비용의 지역별 차이 보정 지수) + 운영 간접비용 상대가치 * GPCI + 의료 과실 보험 관련 비용 상대가치 * GPCI} * CF”

산정 방식을 보면 CF의 하락은 메디케어로부터 동사가 받을 수 있는 금액의 하향으로 이어진다. 현재 동사의 매출 중 22%는 메디케어로부터 나온다. 그렇기에 메디케어 수가 하락은 매출의 하락으로 이어진다. 동사는 메디케어 수가 하락으로 인해 600만~800만 달러의 매출 하락이 있을 것으로 예상된다.

그러나 이러한 매출 하락은 Capitated Contract(의료 제공자가 일정 금액 받고 특정 기간 동안 등록된 환자에게 필요한 의료 서비스 제공하는 계약. 이 계획에서는 환자가 실제로 서비스 받는지의 여부는 상관없이 지급됨)의 증가와 사보험 보험료 인상으로 충분히 커버할 수 있을 것으로 예상된다. 특히 사보험 매출이 55%에 달하기에 충분히 보완할 수 있을 것으로 보인다. Association for Quality Imaging과 American College of Radiology와 같이 방사선 관련 주요 로비 단체들이 적극적으로 반대하고 있어 **실제 삭감률은 예상치보다 낮아질 것이다.**

동사는 꾸준히 MRI, CT를 포함한 고급 영상 촬영의 비중이 높아지고 있다. 이들은 E&M 코드와 독립적으로 사용되어 E&M 관련 수가 하락에 영향을 크게 받지 않는다. 의료 AI 부문 매출의 상승이 이루어지고 있고, 추후 더욱 빠르게 이루어질 것이다. 이러한 점을 고려할 때 메디케어 삭감은 동사의 매출에 큰 영향을 주지 못할 것이다.

V. Valuation

매출 추정 논리

동사는 이미징 센터 부문과 디지털 헬스 부문으로 이루어져 있다. 이미징 센터의 촬영 수 추정을 위해 미국 전체 의료 영상 촬영 수를 추정한 후 동사의 침투율을 적용하였다. 미국 전체 의료 영상 촬영 수는 앞서 언급한 공식을 사용하여 추정하였다.

$$\text{전체 촬영 수} = \text{전년도 1인당 촬영 수} * (1+\text{건강보험 가입자 증가률}) * (1+\text{촬영 빈도 증가율}) * (1+\text{만성질환 유병률 증가률}) * \text{전체 인구수}$$

표 2. 미국 의료 영상 촬영 수 전망

| | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 1인당 촬영수 | 2.18 | 2.25 | 2.31 | 2.38 | 2.44 | 2.51 | 2.58 | 2.65 |
| 인구 | 338.3 | 340.0 | 341.8 | 343.6 | 345.4 | 347.1 | 348.8 | 350.5 |
| 전체 촬영 수 | 737.4 | 763.5 | 791.0 | 816.6 | 843.0 | 870.2 | 898.3 | 927.4 |

자료: KUVIC

5.1 이미징 센터 추정

동사는 뉴저지, 델라웨어, 뉴욕, 메릴랜드, 플로리다, 캘리포니아, 애리조나, 텍사스에 이미징 센터를 운영하고 있다. 이들은 현재 미국 전체 인구의 40%를 차지하고 있다. 이미징 센터를 위해서 먼 거리를 이동하는 경우는 거의 없다. 즉 동사의 타겟 시장은 미국 전역이 아닌 언급된 지역들이다. 그러므로 타겟 시장의 인구를 바탕으로 동사의 침투율과 촬영 수를 추정하고, 진단 방법 별 ASP는 일정하다 가정하였다.

동사는 MRI, CT, PET/CT, 핵의학, 초음파, 유방 조영술, X-ray 등의 촬영을 진행하고, 그 비중은 각기 다르다. 각 진단 방법 별 비중을 구해 진단 방법 별 촬영 수를 추정하였다. 이를 바탕으로 진단 방법 별 매출액을 촬영 수로 나눠 진단 방법 별 ASP를 추정하였다. 동사가 적극적으로 인수, 합작 투자를 통해 이미징 센터를 늘리고 있으며, 변화하는 의료 수요에 맞춰 촬영 수와 고급 영상 촬영 비중이 증가하고 있다. 이를 바탕으로 케이스를 분류하였다.

케이스는 촬영 수에 영향을 주는 침투율과 수익성에 영향을 주는 고급 영상 촬영 진단 비중 두 가지로 나누었다.

표 3. 케이스 분류

| 케이스 | 내용 |
|-----------|--|
| Bear Case | 침투율 침투율에 있어 성장을 하지 못해 가장 낮은 4개 분기의 평균 침투율을 가정함 |
| | 촬영 비중 고급 영상 진단 비중은 높아지지 못하고 22~24 3Q 진단 방법 별 비중 평균을 가정함 |
| Base Case | 침투율 침투율의 상승이 본격적으로 이루어진 23년의 평균 침투율을 가정함 |
| | 촬영 비중 동사의 고급 영상 진단에 대한 수요가 높아진 24 1Q~24 3Q의 평균 비중에 22년 1분기부터 4분기까지의 분기 평균 상승률을 적용함 |
| Bull Case | 침투율 동사의 이미징 센터 수가 급격히 높아진 24년의 평균 침투율에 20년부터 24년 3분기까지의 연평균 이미징 센터 상승률에 23년 각 분기별 대비 24년 분기의 상승률 평균인 5.7%를 할증함 |
| | 촬영 비중 동사의 고급 영상 진단에 대한 수요가 더욱 높아진 24 1Q~3Q의 평균 비중에 23년부터 24 3Q까지의 분기별 평균 상승률을 적용함 |

자료: KUVIC

표 4. 진단 방법별 비중

| | Bear Case | Base Case | Bull Case |
|------------------|-----------|-----------|-----------|
| MRI | 15.3% | 16.0% | 16.9% |
| CT | 9.3% | 9.6% | 10.2% |
| PET/CT | 0.6% | 0.7% | 0.7% |
| Nuclear Medicine | 0.4% | 0.3% | 0.4% |
| Ultrasound | 24.1% | 23.9% | 25.3% |
| Mammography | 18.1% | 17.6% | 18.6% |
| X-ray and Other | 32.3% | 31.8% | 27.9% |
| 합계 | 100.0% | 100.0% | 100.0% |

자료: KUVIC

촬영 수와 ASP를 곱해 진단 방법 별 매출액을 추정하였다.

표 5. 이미징 센터 매출

| (백만달러) | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E |
|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Base | 1,725.8 | 1,852.9 | 1,965.7 | 2,088.3 | 2,221.4 | 2,366.4 | 2,524.5 |
| YoY(%) | | 7.4% | 6.1% | 6.2% | 6.4% | 6.5% | 6.7% |
| Bull | 1,834.7 | 1,867.5 | 2,000.6 | 2,147.8 | 2,311.0 | 2,492.2 | 2,693.9 |
| YoY(%) | | 1.8% | 7.1% | 7.4% | 7.6% | 7.8% | 8.1% |
| Bear | 1,588.5 | 1,752.5 | 1,809.2 | 1,867.7 | 1,928.0 | 1,990.3 | 2,054.7 |
| YoY(%) | | 10.3% | 3.2% | 3.2% | 3.2% | 3.2% | 3.2% |

자료: KUVIC

5.2 디지털 헬스 추정

디지털 헬스 부문은 정보 솔루션인 eRAD, Deephealth OS와 유방암, 폐암, 전립선 암 등을 진단하고 예측하는 의료 SI로 구성된다.

Deephealth OS는 기존의 eRAD에서 발전된 성능과 기능을 갖추고 있고, 특히 클라우드로 기반으로 전환하였다. 이를 추정하기 위해 SAS와 오라클이 기존의 온프레미스 기반에서 클라우드 기반으로 시스템을 전환했을 때 7.5% 상승하였다. 동사는 두 기업만큼의 절대적 지위를 가지고 있지 않아 상승률의 50%를 할인해 적용하였다. 동사의 이미징 센터 수는 매년 꾸준히 증가해오고 있다. 24년의 경우 23년 동일 시기 대비 24년의 이미징 센터 수 상승률을 적용해주었다. 25년 이후부터는 2020년부터 현재까지의 연평균 상승률을 적용하여 추정하였다.

표 6. Deephealth OS 매출 추정

| (백만달러) | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E |
|---------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Deephealth OS | 37.0 | 40.7 | 43.5 | 46.5 | 49.7 | 53.1 | 56.7 | 60.6 |
| YoY(%) | | 10.0% | 6.9% | 6.9% | 6.9% | 6.9% | 6.9% | 6.9% |

자료: KUVIC

의료 SI의 경우 현재 매출 상승을 이끌고 있는 유방조영술 SI를 중심으로 추정하였다. 현재 동사가 제공하는 유방조영술의 80%는 스크리닝을 위함이다. 동사는 동사의 이미징 센터 내 유방 조영술 SI 침투율을 30%로 예상하고 있다. SI 검진 비용은 추가로 40달러를 지불해야 한다. 현재는 보험 적용이 되지 않고 있어 이용자가 전액 부담한다. 보험 처리가

진행될 경우 더 많은 사람들이 서비스를 이용할 것이라 생각해 보험 전 후의 침투율이 달라진 Hologic의 케이스를 반영하였다. Hologic은 보험 적용 후 연평균 침투율이 32% 상승하였다. 동사의 제품은 2022년 FDA 승인을 받았고, CPT 코드 승인 대기 중이다. 가격은 40달러로 동일하다 가정하고, 보험 적용 여부와 시기에 따라 케이스를 분류하였다.

표 7. 케이스 분류

| 케이스 | 내용 |
|------|-------------------------------|
| Bear | CPT 코드를 받지 못함, 20%의 침투율을 유지함 |
| Base | 26년 CPT 코드를 받고 30%의 침투율을 달성함 |
| Bull | 25년 CPT 코드를 받음, 40%의 침투율을 달성함 |

자료: KUVIC

앞서 추정된 진단 방법별 촬영 수를 반영하여 매출을 추정하였다.

표 8. 유방암 진단 AI 매출

| (백만달러) | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Base | 12.1 | 15.4 | 18.7 | 24.9 | 25.1 | 25.4 | 25.6 |
| Bull | 12.8 | 24.8 | 33.1 | 33.6 | 34.0 | 34.5 | 34.9 |
| Bear | 11.3 | 12.9 | 13.3 | 13.7 | 14.1 | 14.6 | 15.1 |

자료: KUVIC

기타 AI의 경우 의료 진단 시장의 연평균 성장률을 적용하여 추정하였다.

표 9. 기타 AI 매출

| (백만달러) | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출 | 7.4 | 9.2 | 11.3 | 14.0 | 17.2 | 21.3 | 26.3 |

자료: KUVIC

비용 추정 논리

표 10. 비용 추정

| (백만 달러) | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E |
|-------------|----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액 | 1,616.6 | 1,786.0 | 1,921.0 | 2,042.2 | 2,176.8 | 2,316.9 | 2,469.8 | 2,637.1 |
| YoY% | 13.0% | 10.5% | 7.6% | 6.3% | 6.6% | 6.4% | 6.6% | 6.8% |
| 영업비용 | 1,517.93 | 1,659.7 | 1,761.5 | 1,864.0 | 1,979.8 | 2,094.8 | 2,220.5 | 2,355.5 |
| % of Sales | 93.9% | 92.9% | 91.7% | 91.3% | 90.9% | 90.4% | 89.9% | 89.3% |
| 영업이익 | 98.7 | 126.3 | 159.5 | 178.2 | 197.0 | 222.1 | 249.3 | 281.6 |
| OPM(%) | 6.1% | 7.1% | 8.3% | 8.7% | 9.1% | 9.6% | 10.1% | 10.7% |
| 법인세비용차감전순이익 | 38.8 | 68.7 | 102.2 | 121.2 | 140.2 | 165.6 | 190.7 | 223.2 |
| 법인세비용 | -8.5 | -37.5 | -40.3 | -42.9 | -45.7 | -48.7 | -51.9 | -55.4 |
| 당기순이익 | 30.3 | 31.2 | 61.8 | 78.3 | 94.5 | 116.9 | 138.8 | 167.8 |
| NPM(%) | 1.9% | 1.7% | 3.2% | 3.8% | 4.3% | 5.0% | 5.6% | 6.4% |

자료: KUVIC

비용은 영업 비용의 성격을 분류하여 추정하였다. 변동비의 경우 매출액에 연동하여 추정하였다. 인건비의 경우 인력 상승률과 미국의 임금 상승률을 적용하여 추정하였다.

Valuation Method

Peer EV/EBITDA

동사의 주 사업은 이미징 센터 운영과 솔루션 제공이다. 이미징 센터를 위해선 토지, 건물, 의료 장비 등 많은 유형 자산이 하다. 즉 동사는 **자산 집약적인 비즈니스 모델**을 가지고 있다. 또한 최근 동사는 의료 AI 기업들을 인수하였고, 관련 분야 매출은 빠르게 성장하고 있으나 아직 **손익분기점을 넘지 못하였다**. 그리고 이는 단지 동사만의 특징이 아닌 동사가 속한 헬스 케어 산업의 많은 기업들의 공통점이다. 헬스 케어 산업에선 시설 확장, 인수합병, 기술 개발 등이 빈번히 일어나 많은 투자가 필요하다. 특히 의료 AI의 경우 흑자전환을 이루어내지 못한 기업들도 많다. 이러한 산업과 동사의 특징을 고려할 때 동사가 가진 현금 창출력과 영업 수익성을 더 잘 반영하고자 **EV/EBITDA 방식을 적용**하였다.

동사의 Peer group으로 외래 진료, 의료 진단 기업들을 선정하였다. 그 후 동사의 사업 영역, 산업 내 수요가 유사한 기업들을 분류하였다. 분류 결과 Peer로 Exact Sciences(EXAS), Hims & Hers Health (HIMS), Quest Diagnostics(DGX), Guardant Health(GH), 루닛을 선정하였다.

Peer들의 25F EV/EBITD의 평균인 25.8을 FWD Target Multiple로 적용하여 목표 주가 107 달러를 도출하였다. 목표 주가 107달러, Upside +34.7%로 투자의견 Buy를 제시한다.

표 11. Valuation – Valuation Method (2025E)

| 2025E EBITDA (단위: 백만달러) | 306 |
|-------------------------|------------|
| 유통주식수 | 67,956,544 |
| Target Multiple | 25.8 |
| 현재주가(\$) | 79.16 |
| 목표주가(\$) | 107 |
| 상승여력 | 34.7% |

자료: KUVIC

Compliance Notice

- 본 보고서는 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC의 리서치 결과를 토대로 한 분석 보고서입니다.
- 본 보고서에 사용된 자료들은 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC이 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나 그 정확성이나 완전성을 보장하지 못합니다.
- 본 보고서는 투자 권유 목적으로 작성된 것이 아닌 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC의 스타디 목적으로 작성되었습니다.
- 따라서 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다.
- 본 보고서에 대한 지적재산권은 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC에 있으며 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.