뉴로핏 380550

Analyst 하태기 | 에스테틱/헬스케어 스몰캡
02-3779-3513, teagi.ha@sangsanginib.com

뇌영상 AI 분석시장 타겟, 성장을 모색한다

Not Rated

목표주가	-
종가(26.02.13)	28,200원
상승여력	-

QR코드로 간편하게
상상인증권
더 많은 리포트 찾아보기

매출액 성장률은 높으나 규모가 아직 작고, 대규모의 영업적자 지속

동사는 딥러닝 기반으로 뇌영상(MRI, PET-CT) 분석 기술을 이용, 뇌질환의 진단, 치료설계, 치료 의료기기 솔루션을 개발하는 전문 기업이다. 의료진을 보조할 수 있는 AI 솔루션을 검진센터 및 2차/3차 병원에 공급하고 있다. 또한 신약개발 기업에 Imaging CRO 서비스도 제공하고 있다.

2025년 3분기 누적 매출액은 75.4% 증가한 21억원, 영업적자 122억원이었고, **2025년 연간 매출액은 전년대비 24.2% 증가한 28억원, 영업적자 167억원으로 추정된다**. 2025년 3분기 누적기준 제품별 매출비중을 보면 Neurophet AQUA 18.3%, Neurophet AQUA AD 16.9%, Neurophet SCALE PET 25.8%, Imaging CRO 서비스 34.6%, 기타 4.4%이다. 매출액 중 수출비중은 아직 17.5%에 머물고 있다.

뇌영상에서 정량적 수치로 병변 분석, 부작용 판단 서비스를 제공한다

동사의 주요 제품은 크게 4가지로 나눌 수 있다.

첫째, AQUA가 있다. MRI 기반으로 뇌 신경 퇴화 및 손상을 분석하는 소프트웨어이다. 각 뇌영역의 부피를 정확하게 측정하고 동일 연령 및 성별의 정상인과 통계치를 비교하여 비정상적 위축을 판단, 치매를 진단할 수 있다. MRI 영상 중에서 T1 강조 영상을 통해서 치매와 관련된 뇌 영역별 부피 측정과 위축 분석 결과를 제공하며, T2-FLAIR 영상에서 알츠하이머병 및 혈관성 치매와 관련된 백질의 변성, 다발성 경화증 병변에 대한 분석서비스를 제공한다.

둘째, SCALE PET가 있다. PET를 통해 확보한 개인의 해부학적 뇌 구조에 대하여 PET 영상을 분석하여 아밀로이드베타(Aβ) 단백질 및 타우 단백질 대사를 정량적으로 제시할 수 있는 소프트웨어이다. 센틸로이드 스케일을 이용하는데, 이는 아밀로이드 축적량을 0~100점으로 평가한 척도이다. 즉, 치료제의 처방 결정 및 아밀로이드 감소량에 따른 치료효과를 판단하기 위하여 뇌 영역마다 아밀로이드베타 단백질 등이 얼마나 쌓였는지 정량적으로 측정, 판단을 통해 진단 정확도를 높일 수 있다.

셋째, AQUA AD가 있다. MRI와 PET 통합 기반으로 알츠하이머 치료제 처방/예후 관찰/부작용에 대해 분석하는 소프트웨어이다. AQUA AD는 치료제 처방 결정 및 치료효과의 판단, ARIA 검출 및 정량화를 통한 부작용(부종/미세 출혈) 중증도 판단을 지원한다.

넷째, 이미징 CRO서비스가 있다. 제약회사의 신약개발 임상시험에서 임상 시험군 선별 및 치료 효과에 대해 정량적인 분석 서비스를 제공하고 있다. 해당 치료제가 승인 및 시판될 경우, 임상시험에서 활용된 동사 제품이 동반진단으로 활용될 수 있어, 미래에 매출 창출로 연결될 잠재력이 있다.

국내외 시장에서 영업 중, 해외 시장 개척이 중요하다.

동사는 국내 시장에서 매출이 발생하고 있다. 동사 솔루션과 관련된 국내 병원시장은 아직 크지 않은 편이며, 약 100개 이상의 병원이 있다. 현재 국내에서 대부분의 병원에 동사의 솔루션을 무료로 제공했으며, 일부 병원에서 유료사용으로 규모가 작지만 매출도 발생하고 있다. 앞으로 치매치료제 처방이 증가한다면 매출이 증가할 수 있을 것이다. **병원에서 치매치료제 레켐비나 키순라를 처방할 때 부종이나 미세출혈을 반드시 체크할 필요가 있기 때문이다.**

뉴로핏의 사업화 수익모델은 두가지로 진행되고 있다.
첫째, 병원에 설치할 때 받는 경우이다. 단가는 AI기반의 AQUA 1억원/연, SCALE PET 1.5억원/연, AQUA AD 2.0억원이다. 둘째, 구독서비스로 사업화 하는 경우이다. 단가는 AI기반의 AQUA 3,000만원/연, SCALE PET 4,500만원/연, AQUA AD 6,000만원/연이다. 그렇다 해도 현재 국내 시장은 규모가 작은 상황이다. 동사는 시장이 큰 해외시장 진출에 주력하고 있다. 알츠하이머 영상진단 분야에서 글로벌 경쟁력이 강하기 때문에 향후 해외에서 성과 창출이 기대되고 있다. 현재 일본, 스위스, 인도, UAE, 태국, 홍콩 등에 대리점 계약을 완료했고, 미국에서는 2025년 말 현지 법인을 설립했다. 중국에서는 중국 소프트웨어 의료기기 제조사 베이징 라도 테크놀로지(Beijing LADO Technology CO., Ltd)와 조인트벤처 설립을 준비 중이다. 중동에서도 대리점 계약을 추진 중이다. 따라서 아직 수출비중이 20%미만에 있지만 향후 수출 중심으로 성장률이 높아질 수 있을 것으로 예상된다.

글로벌 빅파마와 공동연구 계약, 향후 상업적 계약으로 연결될 가능성에 주목

첫째, 로슈(F. Hoffmann-La Roche Ltd)와 PoC(개념검증) 계약을 체결했다. 뉴로핏(공급자)과 로슈(수요자) 간 IT PoC 프로젝트를 수행한다는 계약이다. 뉴로핏이 로슈에 병변 분할 알고리즘을 제공한다. 또한 로슈와 2025년 3월에 협력사업모델에 대해 계약도 체결했다. 우선 Data Transfer 및 PoC 계약이다. 뉴로핏과 로슈간 뇌영상 MRI 자동분석 결과를 표준결과 (Reference)와 비교하여 성능 검증을 수행하는 것이다. 또한 뉴로핏은 로슈의 임상시험에서 생성된 뇌영상 MRI 데이터를 공유 받아 성능을 검증하고, 로슈는 뉴로핏 기술에 대해 추가 검증(validation)을 독립적으로 수행한 후, 사업협력 모델을 도출할 예정이다. 이와 관련된 제품은 AQUA AD이다.
로슈와 관련된 향후 전개될 일반적인 시나리오를 생각해 볼 수 있다. 로슈와는 목표했던 기술 검증 데이터에 대해 분석을 완료하고, 현재 개발하고 있는 신약개발에 활용될 수 있다고 판단되면, 상업적 본계약 체결 가능성이 열려있다고 볼 수 있다. 뉴로핏은 현재 국내외 11만건의 뇌영상 데이터를 확보하고 있는 상태이다.

뉴로핏은 2026년 6~7월까지 기술 검증을 완료하고, 하반기에 로슈와 상업화 계약을 체결한다는 목표이다. 상업화 본계약이 체결된다면, 우선 글로벌 빅파마로부터 동사의 뇌영상 분석 소프트웨어가 인증 받는 것에 큰 의미를 부여할 수 있을 것이다. 무형의 기업가치가 크게 상승할 수 있는 요인이다. 뉴로핏에 수익 발생과 관련된 여러가지 일반적인 시나리오를 가정해볼 수 있다. 동사의 뇌영상 분석 소프트웨어가 로슈의 알츠하이머 치료제 Pipeline 임상/개발에 활용되면서 일차적으로 뉴로핏에 사용료와 관련된 수익이 발생할 수 있을 것이다. 이후 신약개발에 성공한다면 처방과 관련되어 병원에서 알츠하이머 환자 검사와 관련된 수익이 안정적으로 창출되는 시나리오도 가능하다. 그런데 이러한 수익모델에서 본격적이고 의미 있는 매출/이익 발생에는 앞으로 상당한 시간이 필요할 것이다.

둘째, 일라이릴리의 자회사 Avid Radiopharmaceuticals와 2024년 8월에 DTA(데이터 공유) 계약을 체결했다. 다기관 및 다인종 데이터를 활용하여 뇌영상을 분석하여, 임상 변수와의 연관성을 확인한다는 계약이다. 이에 앞서 2024년 4월에는 SCALE PET 소프트웨어의 성능을 평가하고, Avid Radiopharmaceuticals의 방법을 활용하여 파생데이터를 생성 및 검증하는 계약도 체결했다. 이는 일라이릴리의 알츠하이머 치료제 키순라가 처방될 때, 환자의 약효와 부작용(부종/미세출혈)을 체크하는데 유용성과 활용방법을 테스트하는 것으로 추정된다. 만약 일라이릴리의 자회사와 상업적 본 계약을 체결한다면 다양한 수익 발생 시나리오를 생각해 볼 수 있다. **우선, 공식 분석솔루션으로 선정되는 경우이다.** 이 경우에는 뉴로핏이 키순라가 처방되는 병원에 직접 마케팅을 하여 병원으로 매출이 발생하게 될 것이다. 뉴로핏의 마케팅 능력에 따라서 상당한 매출을 기대할 수도 있다. **다음으로는 일라이릴리의 전용솔루션이 되는 경우이다**. 일라이릴리에 포괄적 형태로 뇌영상 분석 소프트를 제공하고, 일정 금액의 로열티를 받는 구조이다. 이 경우에는 뉴로핏의 마케팅이 필요없이 상당한 금액의 로열티를 받을 가능성이 열려 있을 것이다.
뉴로핏은 일라이릴리 자회사와 2027년까지 기술검증을 완료하고 상업화 계약을 체결한다는 목표이다.

셋째, 2026년 1월에 한국에자이와 AQUA 기반 치매 진단 서비스 공급 및 운영을 위한 업무협약(MOU)을 체결했다. 한국에자이는 일본 제약사 에자이의 한국 법인이며, 2024년 11월에 알츠하이머병 치료제 레켐비(성분명 레카네맙)를 국내에 출시했다. 투여 대상은 알츠하이머병으로 인한 경도인지장애 또는 경증의 알츠하이머병 성인 환자다. 국내에서 레켐비의 처방이 증가할 경우에 뉴로핏의 AQUA 기반 솔루션의 매출이 증가할 수도 있을 것이다.

넷째, 엔비피헬스케어와 2024년 10월에 임상시험 업무위탁(Imaging CRO) 계약을 체결했다. 2027년에는 엔비피헬스케어와 상업화 계약 가능성이 열려 있는 상황이다. 또한 아리바이오와 2024년 1월에 알츠하이머 치료제 글로벌 허가임상을 위한 Imaging CRO 서비스 계약을 체결했다.

상업화 계약 일정을 보면 상저하고 주가 시나리오에 설득력이 있다

동사의 주가는 2025년 7월 하순 상장과 함께 29,000원대까지 상승했으나 하락 조정, 9월 초순에 10,000원대에 저점을 기록했다. 그 이후 안정적으로 반등을 하여 현재 다시 29,000원 내외에 있다.

동사의 현재 시가총액은 3,300억원대이다. 현재 영업실적 대비로는 상당히 높은 수준에서 시가총액이 형성되어 있다. 따라서 미래가치에 초점을 두고 주가가 상승한 것으로 해석된다.

동사의 기업가치는 뇌영상 분석 플랫폼인 3가지 제품에 기반을 두고 있다. 향후 이들 제품의 가치는 로슈와 일라이릴리 자회사 등과 진행되고 있는 기술 검증에 달려 있다. 2026~2027년의 주요 일정을 보면 다음과 같다.

첫째, 2026년 6~7월까지 로슈와 알츠하이머 신약개발과 관련해서 뇌영상 분석 소프트웨어에 대해 기술 검증을 완료하고, 하반기에 상업화 계약을 체결한다는 목표이다. 따라서 동사의 주가에는 1차적으로 2분기에 한 차례 변동성이 발생할 수 있다. 동사의 주요 제품이 이미 FDA 허가를 받은 만큼 기술 검증이 긍정적인 결과로 도출될 가능성이 높아 주가의 상방향 변동성을 기대할 수 있을 것이다. 물론 로슈와 계약내용이 더 중요할 수 있을 것이다.

둘째, 일라이릴리의 자회사 Avid Radiopharmaceuticals와 동사의 뇌영상 분석 소프트웨어에 대한 기술 검증이 2027년에 완료되고 상업화 계약도 목표로 하고 있다. 이는 2026년 연말로 갈수록 주가에 기대감으로 작용할 수 있는 요인이다.

셋째, 동사의 뇌영상 분석 솔루션의 경쟁력을 감안할 때, 그 외 알츠하이머 진단과 치료제의 부작용 검사와 관련하여 새로운 계약이 향후 시차를 두고 나타날 가능성도 열려 있을 것으로 평가된다.

2025년 영업실적이나 2026년 영업실적만으로는 주가 상승을 논하기에 어려움이 있다. 현재 매출규모가 작고, 매출성장 속도가 완만할 것으로 전망되기 때문이다. 따라서 글로벌 빅파마와 진행되고 있는 딜이 2026년 하반기부터 상업화계약으로 연결되면서 동사의 기업가치를 대폭 상향시킬 수 있는 장기 성장 시나리오에 기대를 갖고 있는 상황이다.

그러나 아직 빅파마와 상업화 계약에 대한 그림과 윤곽이 나오지 않은 상황이어서 동사의 기업가치를 평가하기에는 상당히 이른 감이 있다. 현재로서는 적정 주가 수준을 밸류에이션 하기 어려운 상태다. 다만 빅파마와 진행되는 주요 제품의 상업화 계약 일정을 감안하면 2026년 주가는 상반기보다는 하반기에 강세를 보이는 상저하고의 트렌드를 보일 것으로 예상된다. 만약 상업화 계약에서 의미 있는 매출성장을 예상할 수 있다면 주가 상승에 대한 기대는 더욱 높아질 수도 있을 것이다.

참고로 2025년 3분기말 기준 현금성 자산은 279억원, 차입금은 전환사채 100억원 내외였다. 연간 영업비는 200억원 내외로 지출되고 있다. 2025년 8월말 상장 이후 보호예수 물량 중, 1개월 보호예수 215만주, 3개월 보호예수물량 220만주가 2025년 하반기의 주가 상승으로 대부분 소화된 것으로 추정된다. 상장과 관련된 오버행 물량은 거의 없는 것으로 추정된다.

표 1. 뉴로핏의 사업부별 매출과 요약 영업실적 추이 (단위: 억원)

항목별	2023	2024	1Q	2Q	3Q	4QE	2025E	1QE	2QE	3QE	4QE	2026E
Neurophet AQUA	7	6	2	1	1	2	6	2	3	3	4	11
(증감률)		-12.0%					-1.3%	21.9%	90.8%	210.5%	100.0%	91.1%
Neurophet AQUA AD		-	-	3	0	1	4	1	3	6	8	18
(증감률)							-		-23.7%	8736.5%	700.0%	293.2%
Neurophet SCALE PET	3	9	2	0	3	2	7	2	1	5	6	15
(증감률)		174.4%					-20.9%	12.5%	549.0%	56.6%	200.0%	98.7%
Imaging CRO 서비스	5	5	1	3	3	2	9	3	3	5	3	14
(증감률)		-1.1%					76.2%	105.4%	17.7%	62.0%	50.0%	53.9%
기타	0	2	0	0	0	-	1	1	1	1	-	3
(증감률)		369.1%					-54.0%	116.1%	1116.8%	188.6%	-	239.8%
매출	16	22	5	8	8	7	28	9	10	20	21	60
(증감률)		41.9%	6.9%	72.6%	228.3%	-33.1%	24.2%	68.5%	38.2%	158.3%	200.0%	118.5%
영업비용	133	169	51	41	50	52	194	50	50	50	55	205
(판관비율)		761.0%					706.5%	555.6%	478.9%	253.8%	261.9%	340.9%
영업이익	- 118	- 146	- 46	- 34	- 42	- 45	- 167	- 41	- 40	- 30	- 34	- 145
(영업이익률)												

자료: 뉴로핏, 상상인증권

그림 1. 경쟁사 대비 알츠하이머 영상 진단 분야 글로벌 경쟁 우위 현황

제품		뉴로핏	미국 A社	유럽 B社
neurophet AQUA	위축 분석 알츠하이머 선별 (조기 진단) (MRI)	동양인 O 서양인 O	동양인 X 서양인 O	동양인 X 서양인 O
neurophet SCALE PET	알츠하이머병 확진 치료제 처방 결정 (PET)	O	X	X
neurophet AQUA AD	ARIA 분석 중증도 판단 (MRI)	O	△	O
	아밀로이드 감소 치료효과 판단 (PET)	O	X	X

자료: 뉴로핏

뉴로핏 목표주가 추이 및 투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	목표가격 대상 시 시점	괴리율(%)	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2026-02-19	Not Rated				

Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:하태기)
- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.
- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급

구분	투자의견 기준 및 기간	투자등급	투자의견 비율	비고	구분	투자의견 기준 및 기간	투자등급	투자의견 비율	비고
산업 (Industry)	**투자등급 3단계** 향후 12 개월 시장대비 상대수익률	Overweight (비중확대)	84.6%	시가총액 대비 비중확대	기업 (Company)	**투자등급 3단계** 향후 12 개월 절대수익률	BUY	92.5%	절대수익률 15% 초과
		Neutral (중립)	15.4%	시가총액 수준 유지			HOLD	7.5%	절대수익률 +15%~ -15%
		Underweight (비중축소)	0.0%	시가총액 대비 비중축소			SELL	0.0%	절대수익률 -15% 초과
			합계 100%					합계 100%	