



2025. 11. 24.

키움증권 리서치센터 | 미국기업분석

의료기기 Analyst 신민수 alstn0527@kiwoom.com

# RadNet (RDNT.US)

'26년 구조적 수혜로 성장을 상승 기대

- 미국 전역에서 의료 이미징 센터 407개소 운영하며 의료 AI 사업 확장 중인 업체
- 기존 사업과 더불어 AI 활용한 디지털 헬스 사업도 성장세 유지하며 순항 중
- 가이던스 3차 상향, 12년 만의 보험 수가 호재 맞이하러 향후 전망도 긍정적

## 매출액 성장세 유지 중, 일회성 비용들로 인해 수익성은 휴식

3Q25 실적은 **매출액 \$522.9M**(약 7,699 억 원, YoY +13.4%, QoQ +5.0%, 컨센서스 +5.7% 상회), **영업이익 \$27.4M**(약 403 억 원, YoY -19.2%, QoQ -11.3%, 영업이익률 5.2%; 컨센서스 -23.4% 하회), **조정 EBITDA \$84.9M**(약 1,250 억 원, YoY +15.2%, QoQ +4.6%, EBITDA 마진 16.2%; 컨센서스 +6.4% 상회), **EPS \$0.2**(YoY +11.1%, QoQ -35.5%; 컨센서스 -11.9% 하회)을 기록했다.

\$15.0M(약 221 억 원) 규모의 일회성 비용이 나와 수익성 측면에서는 시장 기대치를 상회하는 모습이 나오진 않았다. 세부적으로 나눠 보면 이자율 스왑으로 인한 비현금성 비용 \$2.6M, 인력 해고 비용 \$1.4M, 공사 중인 신규 시설 관련 비용 \$0.6M, 비자본화 R&D 비용 \$5.5M, 인수 관련 비용 \$2.1M, 리스 포기 비용 \$2.8M 등이 있었다.

## 변수 없이 이미징 센터와 AI 디지털 헬스 사업 모두 잘 된다

**이미징 센터: 3Q25 매출액 \$508.2M**(약 7,483 억 원, YoY +12.3%, QoQ +4.3%, 매출 비중 97.2%)을 기록했다. 전국의 이미징 센터는 407 개소로 전 분기 대비 3 개소 늘어났다.

**디지털 헬스: 3Q25 매출액 \$14.6M**(약 215 억 원, YoY +66.7%, QoQ +32.7%, 매출 비중 2.8%)을 기록했다. 유방암 솔루션 'EBCD' 채택률은 3Q25 45%(QoQ flat) ▶ '26년 말 50%의 추세로 성장할 예정이다. 지난 6월에 인수한 See-Mode의 초음파 갑상선 진단 채택률도 2Q25 20.5% ▶ 3Q25 59.3%로 올라오며 사업부 매출 성장을 이끌고 있다.

## 가이던스 3차 상향에 더해 12년 만의 보험 수가 호재 맞이

중간값 기준으로 '25년 가이던스는 **매출액 \$2,005M**(이전 대비 +2.6% 상향), **조정 EBITDA \$296M**(이전 대비 +1.7% 상향)을 제시했다. CMS는 '26년 보험 수가 관련 상향 조정을 발표했다. 모든 의료 행위의 수가 점수에 곱해지는 **전환 계수(Conversion Factor)**를 YoY +3.8% 인상시켜 **동사의 의료 영상 촬영 보험 수가도 올라 수혜를 볼 수 있을 전망이다.**

### ▶ 현재주가 / 목표주가 컨센서스

현재주가('25. 11. 20.): \$79.26

목표주가 컨센서스: \$84.43

### ▶ 투자 의견 컨센서스



### Stock Data

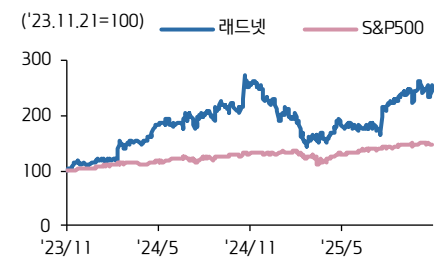
산업분류	건강관리 업체 & 서비스
S&P 500 (11/20)	6,538.76
현재주가/목표주가	79.26 / 84.43
52주 최고/최저 (\$)	85.42 / 45
시가총액 (백만 \$)	6,115
유통주식 수 (백만 주)	67
일평균거래량 (3M)	705,877

### Earnings & Valuation

(백만 \$)	FY23	FY24	FY25E	FY26E
매출액	1,617	1,830	2,001	2,186
영업이익	-	112	112	154
OPM(%)	-	6.1	5.6	7.0
순이익	34	47	36	65
EPS	0.5	0.6	0.4	0.9
증가율(%)	147.6	21.2	-39.0	126.6
PER(배)	299.1	182.9	206.4	91.1
PBR(배)	3.7	5.3	-	-
ROE(%)	NULL	6.1	1.6	4.5
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0

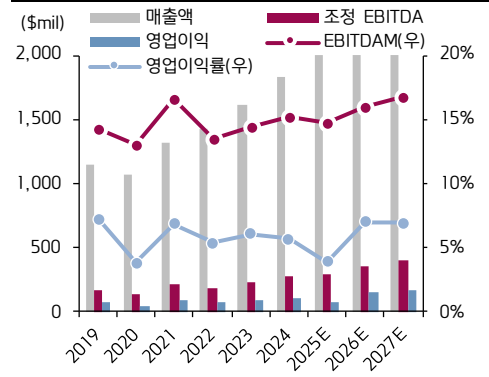
### Performance & Price Trend

추가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	13.5	1.0	31.7	-3.5
S&P Index	12.9	-0.3	11.4	12.3



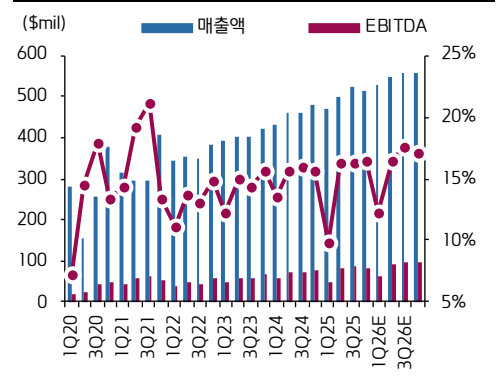
자료: 데이터 스트림 컨센서스, 키움증권 리서치

RadNet 연간 실적 추이 및 전망



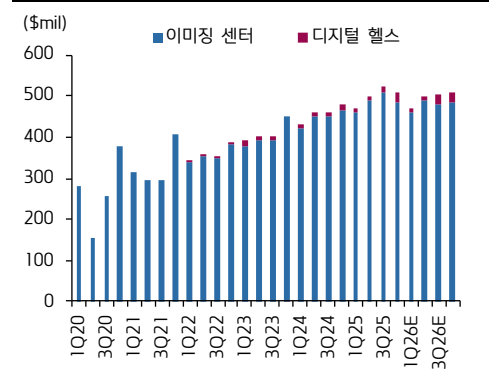
주) 전망치는 Bloomberg Consensus  
자료: Bloomberg, RadNet, 키움증권 리서치센터

RadNet 분기 실적 추이 및 전망



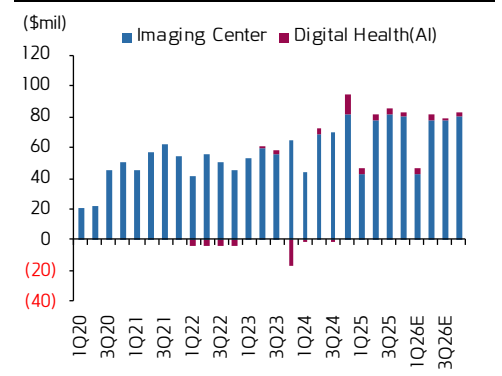
주) 전망치는 Bloomberg Consensus  
자료: Bloomberg, RadNet, 키움증권 리서치센터

RadNet 분기 사업부별 매출액 추이 및 전망



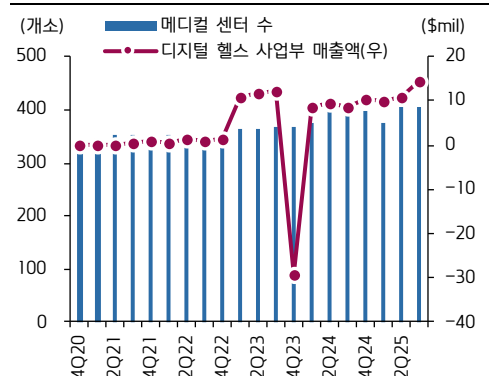
주) 전망치는 Bloomberg Consensus  
자료: Bloomberg, RadNet, 키움증권 리서치센터

RadNet 분기 사업부별 조정 EBITDA 추이



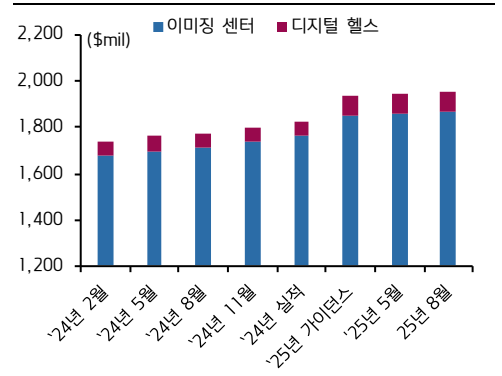
주) 전망치는 Bloomberg Consensus  
자료: Bloomberg, RadNet, 키움증권 리서치센터

RadNet 미국 메디컬 센터 및 디지털 매출



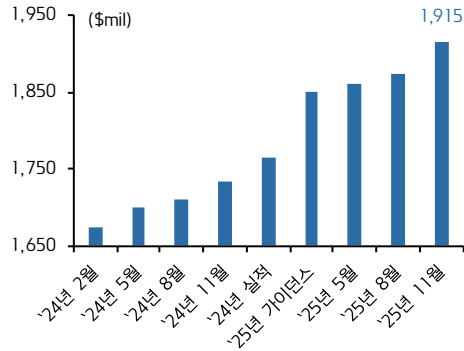
주) 4Q23 디지털 헬스 사업부 일시적 조정  
자료: RadNet, 키움증권 리서치센터

RadNet 연결 매출액 가이드런스 추이



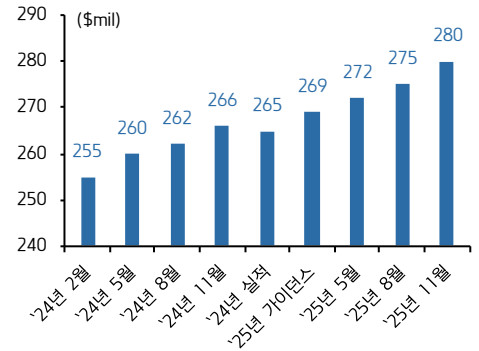
주) 회사 제시 범위 내 중간값 기준  
자료: RadNet, 키움증권 리서치센터

RadNet 이미징 센터 매출액 가이드런스



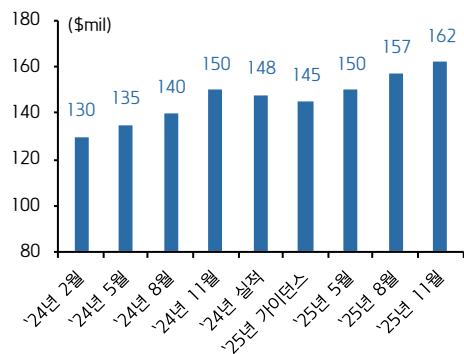
주) 회사 제시 범위 내 중간값 기준  
자료: RadNet, 키움증권 리서치센터

RadNet 이미징 센터 조정 EBITDA 가이드런스



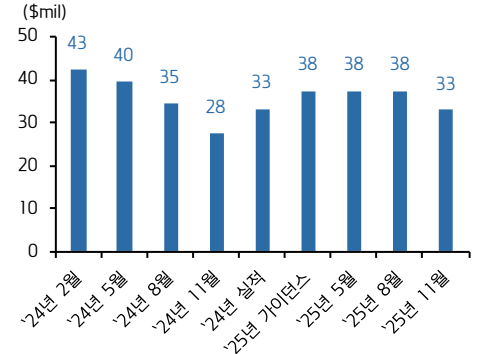
주) 회사 제시 범위 내 중간값 기준  
자료: RadNet, 키움증권 리서치센터

RadNet 이미징 센터 CAPEX 가이드런스



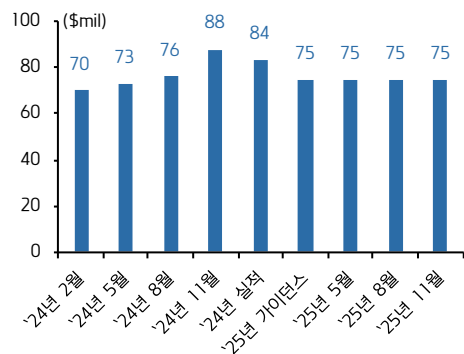
주) 회사 제시 범위 내 중간값 기준  
자료: RadNet, 키움증권 리서치센터

RadNet 이미징 센터 이자비용 가이드런스



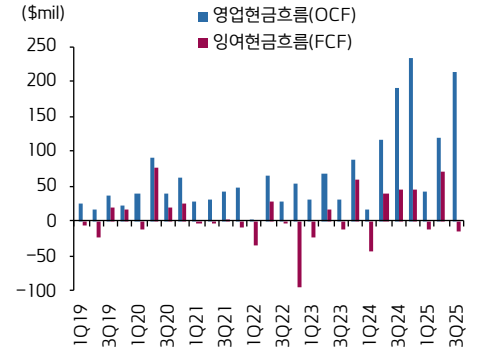
주) 회사 제시 범위 내 중간값 기준  
자료: RadNet, 키움증권 리서치센터

RadNet 이미징 센터 잉여현금흐름 가이드런스



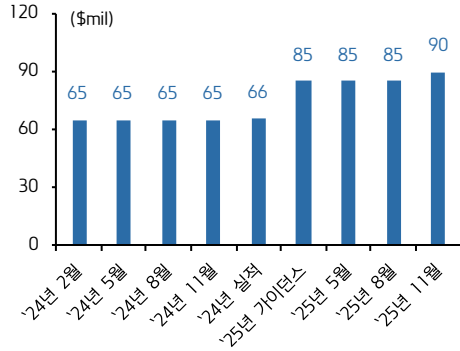
주) 회사 제시 범위 내 중간값 기준  
자료: RadNet, 키움증권 리서치센터

RadNet 분기별 현금흐름 추이



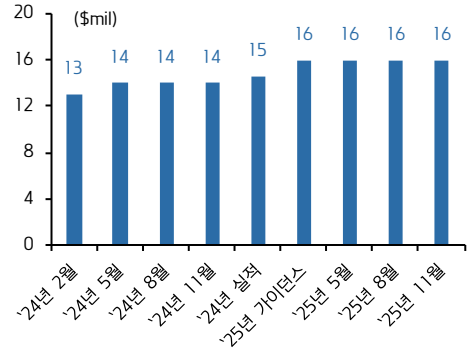
자료: RadNet, 키움증권 리서치센터

RadNet 디지털 헬스 매출액 가이드런스



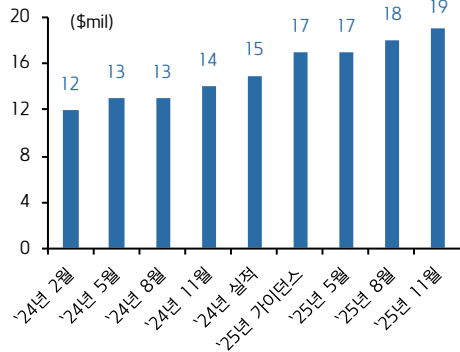
주) 회사 제시 범위 내 중간값 기준  
 자료: RadNet, 키움증권 리서치센터

RadNet 디지털 헬스 조정 EBITDA 가이드런스



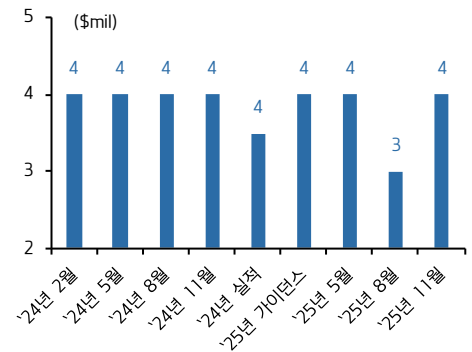
주) 회사 제시 범위 내 중간값 기준  
 자료: RadNet, 키움증권 리서치센터

RadNet 디지털 헬스 CAPEX 가이드런스



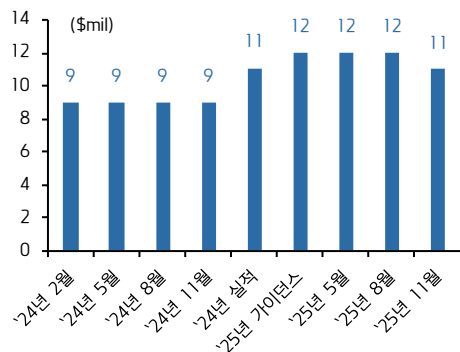
주) 회사 제시 범위 내 중간값 기준  
 자료: RadNet, 키움증권 리서치센터

RadNet 디지털 헬스 이자비용 가이드런스



주) 회사 제시 범위 내 중간값 기준  
 자료: RadNet, 키움증권 리서치센터

RadNet 디지털 헬스 잉여현금흐름 가이드런스



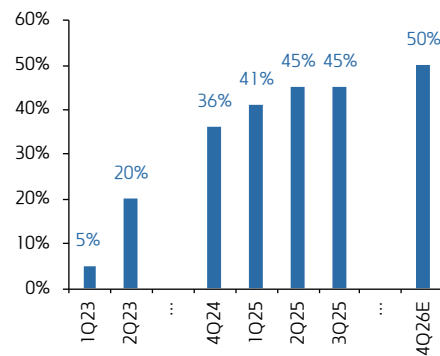
주) 회사 제시 범위 내 중간값 기준  
 자료: RadNet, 키움증권 리서치센터

'28년 중기 가이드스

분야	내용
향후 3개년 매출액 평균 성장률	11~13%
'28년 반복 발생 매출액 비중('25년 60%)	최대 80%
디지털 헬스 사업부 향후 3개년 매출액 평균 성장률	최대 30%
'28년 고객 비중 ( '25년 병원 10%, 외래 90%)	병원 50% 외래 50%
'28년 매출 비중 ( '25년 미국 80%, 해외 20%)	미국 50% 해외 50%
클라우드 기반 매출액 비중 ( '25년 10~12%)	60~80%
향후 3개년 조정 EBITDA 마진 개선율	1.0~1.5%
MRI, CT 촬영 횟수 향후 3개년 평균 성장률	5~7%
PET-CT 촬영 횟수 향후 3개년 평균 성장률	10~15%
일반 촬영 횟수 향후 3개년 평균 성장률	1~3%
조정 EBITDA 대비 순부채 비율	1~3 배
매출액 대비 유지보수 투자비 비율	3~4%

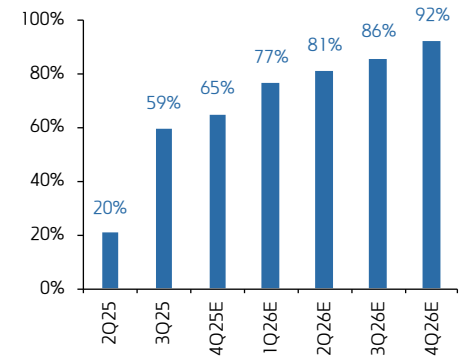
자료: RadNet, 키움증권 리서치센터

유방 조영술 AI 프로그램 'EBCD' 채택률



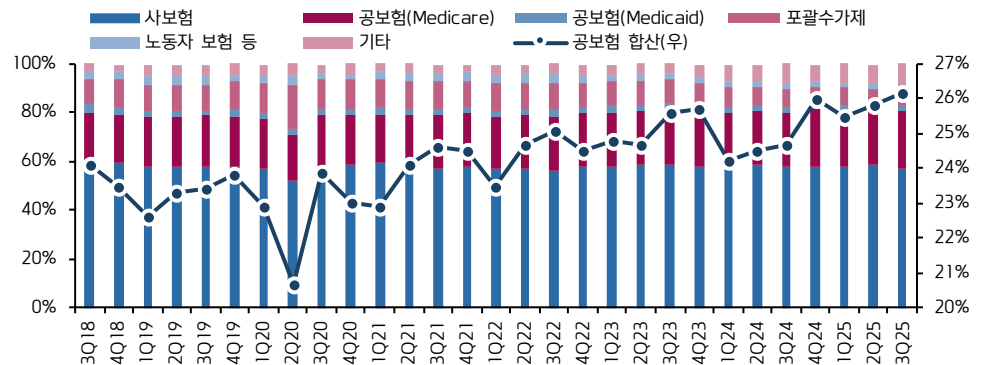
주) 채택률 = (기술 채택한 동사 센터 수) / (동사 운영 센터 수)  
자료: RadNet, 키움증권 리서치센터

초음파 감상선 AI 기술 채택률



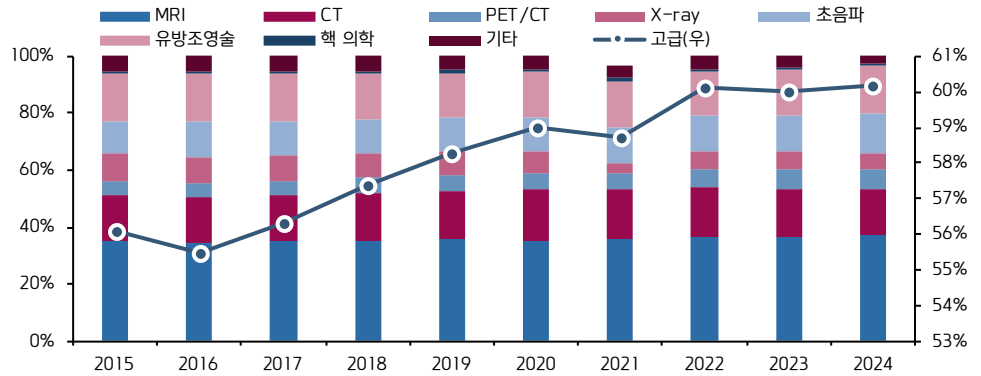
주) 채택률 = (기술 채택한 동사 센터 수) / (동사 운영 센터 수)  
자료: RadNet, 키움증권 리서치센터

RadNet 분기 보험금 청구주체 분류



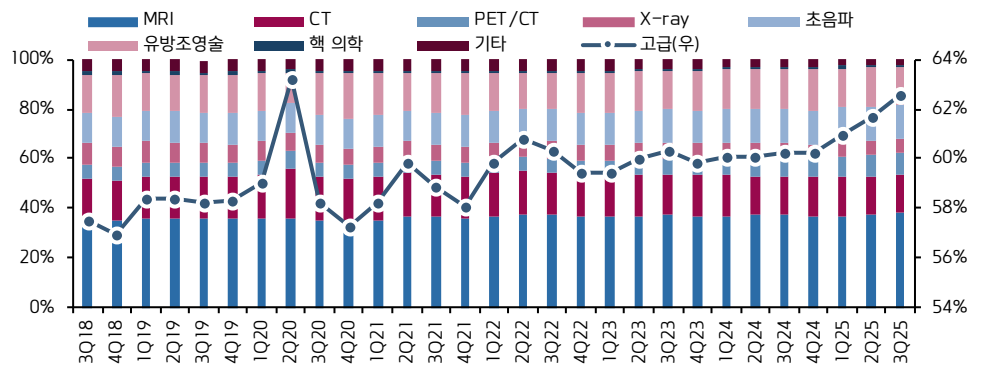
자료: RadNet, 키움증권 리서치센터

RadNet 연간 modality 별 청구액 추이



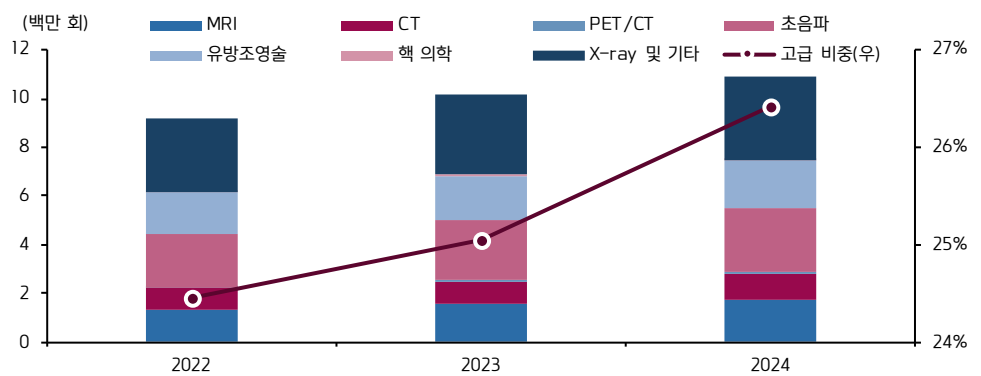
주) 고급 촬영은 MRI, CT, PET-CT 촬영 합산  
 자료: RadNet, 키움증권 리서치센터

RadNet 분기 modality 별 청구액 추이



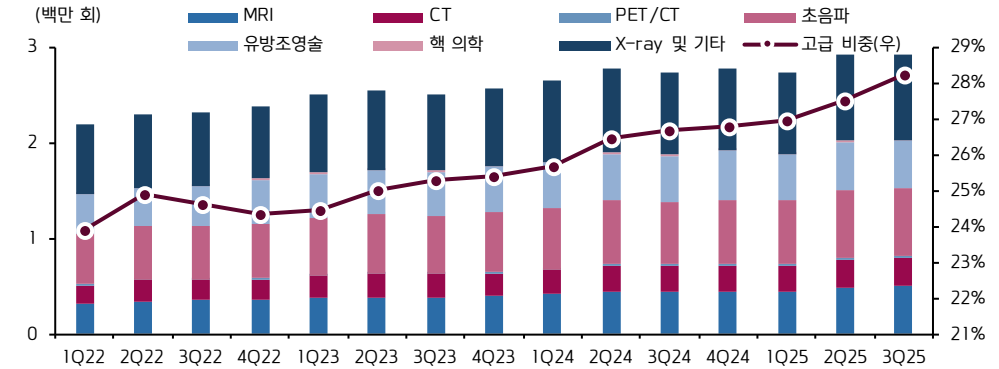
주) 고급 촬영은 MRI, CT, PET-CT 촬영 합산  
 자료: RadNet, 키움증권 리서치센터

RadNet 연간 modality 별 촬영 횟수 추이



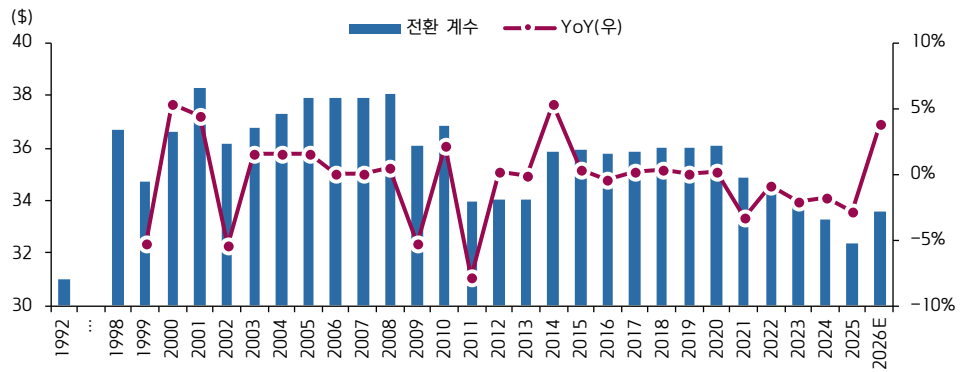
주) 고급 촬영은 MRI, CT, PET-CT 촬영 합산  
 자료: RadNet, 키움증권 리서치센터

RadNet 분기 modality 별 촬영 횟수 추이



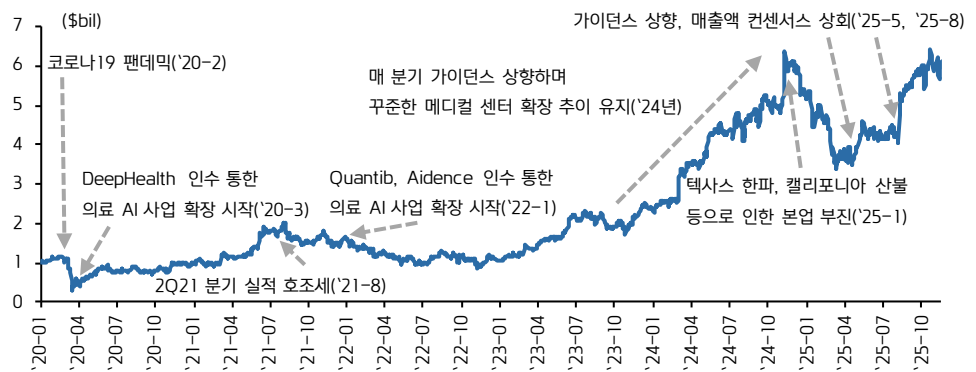
주) 고급 촬영은 MRI, CT, PET-CT 촬영 합산  
 자료: RadNet, 키움증권 리서치센터

Medicare 보험 수가 Conversion Factor(전환 계수)



주) '10년, '15년, '24년엔 2차례 변경되었으므로 연말 수치 기준  
 주2) '26년 전망치는 비마취 APM QP 의사 대상 기준  
 자료: CMS, 키움증권 리서치센터

RadNet 시가총액 추이 분석



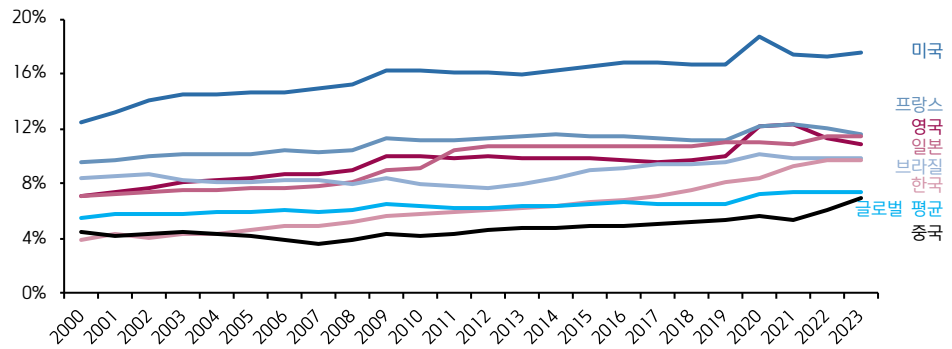
자료: Bloomberg, RadNet, 키움증권 리서치센터

RadNet 주요 파트너십 정리

일자	파트너십 대상	파트너십 규모(\$M)	적용증	내용
2013-05-29	GE HealthCare	-	뇌질환	- MRI, CT 기반 뇌 정량 분석 - GE HealthCare의 'READY View' 솔루션 이용
2015	Philips	-	-	이미지 품질 평가 개선 협업
2019-08-02	Nulogix	-	-	AI 진단 스타트업 지분 75% 인수
2020-03-11	DeepHealth	34.6	유방암	유방조영술 기반 AI 진단 솔루션 개발사 인수
2020-08-06	Hologic	-	유방암	유방조영술 기반 AI 진단 파트너십 체결
2021-04-08	Netherlands Cancer Institute(NKI)	-	폐암	CT 기반 진단 협업
2021-07-27	AstraZeneca	-	폐암	CT 기반 조기 진단 협업
2022-01-24	Quantib	42.3	전립선암, 뇌질환	MRI 기반 AI 진단 솔루션 개발사 인수
2022-01-24	Aidence Holding	45.2	폐암	CT 기반 AI 진단 솔루션 개발사 인수
2022-05-11	Cancer Moonshot	-	-	-
2022-11-24	Bayer	-	전립선암	- MRI 기반 전립선암 분석 - Bayer의 'Calantic' 디지털 솔루션 플랫폼 이용
2022-11-28	Google Health	-	폐암	CT 기반 폐 종양 예측 모델 개발 협업
2024-02-27	Houston Medical Imaging	-	-	- Texas의 Houston 이미징 센터 7개소 관리 업체 인수 - MRI, CT, PET/CT 등 multi-modality 서비스 제공 - 연간 135,000 건 처리, 매출액 \$28M 이상
2024-02-28	Incepto	-	-	유럽 AI 의료 이미지 워크플로우 통합 플랫폼 업체
2024-10-22	Khieron	2.3	유방암	- 유방 조영술 AI 소프트웨어 개발사 인수
2024-11-11	GE HealthCare	-	유방암	- GE HealthCare의 환자 중심 솔루션 'Senographe Pristina', RadNet DeepHealth의 AI 솔루션 'SmartMammo' 결합
2024-12-01	Siemens Healthineers	-	-	- 초음파 이미징 협업 진행
2025-02-25	ConcertAI	-	-	- 영상 의학 워크플로우 협업
2025-04-15	iCAD	103.0	유방암	- 유방 조영술 AI 소프트웨어 개발사 합병(현금 X, 주식 교환) - DeepHealth의 솔루션과 시너지 창출 가능 - 1년에 약 800만 건의 유방 조영술 처리하는 iCAD
2025-06-04	See-Mode Technologies	28.7	갑상선암, 유방암	- 초음파 기반 AI 솔루션 개발사 인수(규모 미공개) >> 현재 갑상선암 진단에 사용, 향후 유방암 등으로 확장 예정 - 동사 이미징 센터에서 'See-Mode' 초음파 AI 진단 사용 시, 스캔 시간 30% 감축(실질적 CAPA 증가)
2025-07-01	Kolb Radiology	30.0	-	- 뉴욕 소재 이미징 센터 5개소 확보하는 인수 작업 진행
2025-11-05	Alpha RT	5.0	-	- 원격 MRI 스캔 프로그램 자산 양수
2025-11-11	CIMAR UK	-	폐암	- 클라우드 기반 의료 이미지 관리 업체 인수
2025-11-12	GE HealthCare	-	유방암, 갑상선암	- 기존 유방조영술 협업 강화 - 갑상선암 초음파 진단 분야로의 확장

자료: RadNet, 키움증권 리서치센터

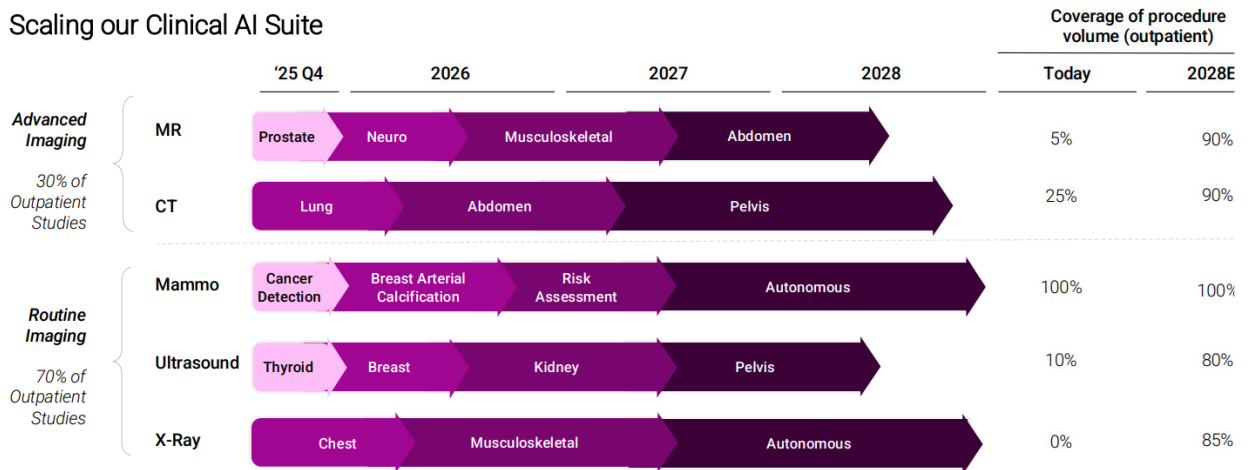
국가별 GDP 대비 헬스케어 비용 비중 추이



자료: Statista, Our World in Data, WHO, 키움증권 리서치센터

국가별 GDP 대비 헬스케어 비용 비중 추이

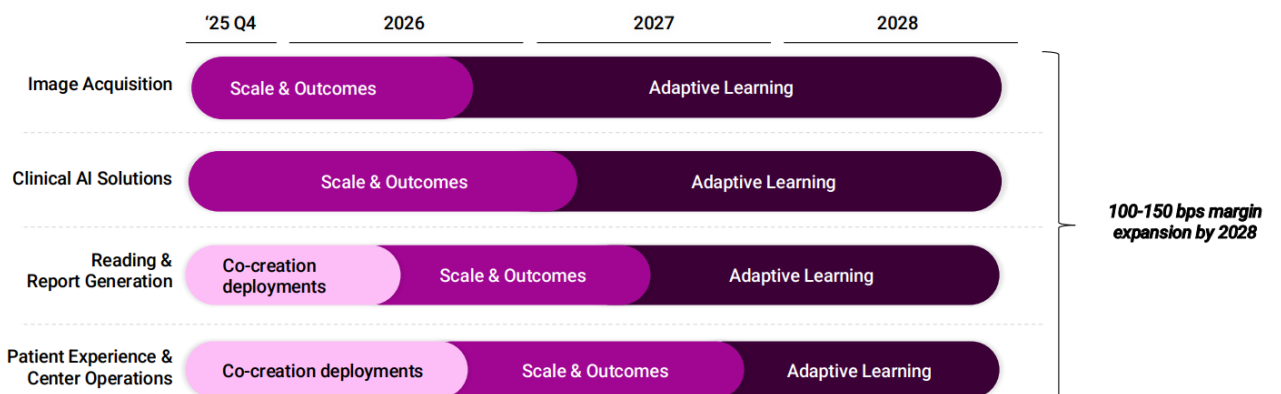
Scaling our Clinical AI Suite



자료: RadNet

RadNet 디지털 헬스 사업 확장 목표 시기

Roadmap of Digital Health Solution Deployment at RadNet



자료: RadNet

<주요 Q&A>

지난 10년과 다르게  
보험 전환 계수(CF)가  
오르며 보험 수가 상승  
전망되고 있는 상황

'26년 동사 매출액 \$2B 가정  
후 Medicare 매출액 증분은  
\$4~5M 수준일 것

지난 5년간 발생하던 연간  
\$35M 이상의 매출 하방 압력  
사라지는 효과도 발생

Q. '26년 Medicare 보험 환급 협상은 어떻게 진행 중일지?

A. 현재 동사 매출 중 Medicare 비중은 23~24% 수준. 현재 '25년 보험 환급률과 비교하여 초기 분석을 마친 상황. 동사는 '26년 촬영 횟수를 예측하여 촬영 횟수 가중 분석 기법을 활용하였음.

동사뿐만 아니라 어디서든지 의료진들이 특정 의료 행위를 하고 나서 Medicare로부터 일정 부분을 CPT 보험 코드에 따라 환급 받음. 해당 금액은 의료 행위에 따라 의료진 수가 표(PFS: Physician Fee Schedule)에서 상대 가치 점수(RVU: Relative Value Unit)에 전환 계수(CF: Conversion Factor)를 곱해서 실제 금액으로 환산함.

상대 가치 점수는 초진, 재진 등 환자의 방문 횟수, 초음파, 내시경, MRI 등 환자를 진단한 modality 에 따라서 모두 달라짐. 이는 1) Work RVU(의사의 노동), 2) Practice Expense RVU(장비, 공간, 간호사 등 기타 비용), 3) Malpractice RVU(사고 관련 보험료 사전 고려), 4) GPCI(Geographic Practice Cost Indices: 지역별 가중 지수) 등 4 가지 변수들이 영향을 미쳐 상대 가치 점수가 각 의료 행위 별로 결정됨.

위의 과정을 하나의 공식으로 간단하게 표현하면 아래의 공식이 되는 것.

$$\text{보험 수가} = (\text{수가 표의 상대 가치 점수}) * (\text{전환 계수})$$

예를 들어 4 가지 변수를 통해 초진 초음파 환자에 대한 의료 행위 상대 가치 점수가 5 이고, 전환 계수가 \$10 라면, 5와 10의 곱인 \$50이 보험 수가로 책정됨.

Medicare 는 해당 전환 계수를 \$32.35 ▶ \$33.42(YoY +3.3%)로 인상하겠다고 밝힘. 전환 계수 인상은 모든 의료 시술 수가가 올라가는 효과가 발생함. 이는 전환 계수가 작아지며 수가가 전반적인 하향세를 보이던 지난 2년과는 다른 흐름임.

'26년 동사 매출액 \$2B 로 가정한 후에 해당 효과를 분석하면 동사의 Medicare 매출액이 \$4~5M 증가할 수 있을 것. 이는 지난 5년간 Medicare PFS 삭감에 대한 추세가 깨지는 것으로 연간 \$35M 이상의 매출 하방 압력이 사라지게 되는 셈.

**1Q26까지 원격 진료 기술 'TechLive' 채택 작업 마무리할 예정**

**Q. 원격 진료 'TechLive' 기술이 2Q25 뉴욕 외에도 확장된 지역 있을지?**

A. 1Q26 까지 대부분의 지역에 적용시킬 예정. MRI, CT, PET-CT 등 고급 영상 장비에 모두 연결할 것이고, MRI 작업이 대부분 마무리되었음.

'TechLive'는 MRI 실 폐쇄 시간을 약 42% 줄여주었기에 MRI 촬영 횟수를 늘리는 결과물을 낳았음. 아시는 것처럼 MRI 같은 고급 촬영 비중이 늘어나면 전체 판가(ASP)가 상승하기에 동사 실적 개선에 도움이 됨.

**보험 커버리지는 현재 논의 중**

**Q. 유방암 AI 솔루션 'EBCD' 보장 범위 확대 가능성은?**

A. 여러 보험사들과 천천히 논의 중. 다행인 점은 환자들이 솔루션을 지속적으로 채택하고 있다는 것. 환자 본인부담금(out-of-pocket)이 늘어남에도 추가 비용을 내고 동사의 신기술을 활용한다는 점은 환자에게 주는 긍정적인 측면이 크다는 것을 의미함. 3Q25 현재 45% 수준이지만 '26년에는 채택률 50% 이상으로 커질 것으로 전망함.

**현재 채택률 45% '26년 50% 이상 전망**

**자체 활용뿐만 아니라 솔루션을 외부에 판매하는 비즈니스 모델도 구상 중**

**Q. iCAD 인수 및 자체 AI 솔루션 개발 능력을 통해서 동사 센터가 아닌 다른 진료 센터에서도 솔루션을 판매할 수 있을지?**

A. 당연히 그럴 수 있음. 의사를 대체하는 것이 아니라 의사들이 직면하는 어려움을 해결하고자 솔루션을 만들었기에 가능한 일.

**iCAD 인수를 통해 사업 역량 강화와 더불어 우수한 영업 인력들도 확보하는 데에 성공**

**Q. iCAD 인수 후 자회사 DeelHealth 의 AI 솔루션을 판매할 영업 인력이 충분할지, 향후 추가 인재 영입이 있을지?**

A. 더 많은 인력 필요한 상황이고, 다른 차원의 방식으로 인력을 보강할 계획도 가지고 있음. 제품들의 교차 판매(cross-selling)와 일괄 판매(bundling) 방식이 효과를 보고 있어 이를 적극적으로 활용할 예정.

말씀하신 것처럼 iCAD 를 인수하면서 우수한 능력을 가진 사람들을 동사의 일원으로 맞이할 수 있게 되었음.

**Alpha RT 인수 규모는 \$5M, 전액 주식으로 대금 지급 예정**

**Q. Alpha RT 인수 규모가 언론 보도에는 공개되지 않았는데, 어느 정도일지?**

A. \$5M 수준이었고, 모두 주식을 통해서 대금 지급할 예정.

Alpha RT 는 동사의 원격 진료 기술인 'TechLive'와 궁합이 잘 맞음. Alpha RT 는 원격 기술자가 스캔한 데이터를 읽어줄 사람을 제공하는 플랫폼임. 동사 자체 센터에도 이를 활용할 수 있고, 'TechLive'를 활용 중인 외부 고객에게도 서비스를 제공할 수 있음.

또한, Alpha RT 는 금속 물질이 MRI 실로 반입되는 것을 볼 수 있는 AI 기반 카메라 기술도 보유하고 있음.

이에 더해 원격 진료라 하더라도 현장에서 환자를 스캐너에 놓히는 인력이 필요한데, 이러한 직원들을 교육시키는 플랫폼도 가지고 있음. 원격 진료를 하는 데에 필요한 과정들을 모두 담당하여 빠르게 처리할 수 있다는 것이 매력적인 부분이었음.

**Compliance Notice**

- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- "레드넷" 종목은 11월 17일 해외관심종목에 언급된 바 있습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

**고지사항**

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.