

### 숨겨진 AI 수혜주 찾기. 아직 한 발 남았다.

시가총액 12조 기업에 AI 고성장 기회가 숨어있다면 믿겨지는가? AI 서비스 성장에 따라 구조적으로 성장을 지속할 동사를 조명한다. 특히 시장이 가장 주의깊게 지켜보는 곳에서 숨겨진 수혜주를 찾기 위해서는 아직 미실현된 아이디어 중 현실화될 가능성이 높은 곳에 주목해야 한다. 동사는 의료진들의 pain point를 해결하고 있는 AI 서비스의 유료화를 통해 시장이 예상치 못한 실적 성장을 이루며 진정한 AI 수혜주로 거듭날 가능성이 높은 기업이다.

#### Point 1. 의사들의 히어로, DocsGPT.

동사 플랫폼의 활성 사용자 수는 3Q25 YoY 10%이상 성장하며 폭발적인 증가의 조짐을 보이고 있다. 의사들에게 필요한 모든 것을 한 바구니에 담은 결정체를 사용하지 않을 의사는 없다. 작년 초 출시된 DocsGPT는 의사들이 신체적, 정신적으로 부담을 느끼는 사전승인(PA) 제도를 자동화하며 의사들의 큰 호응을 받고 있다. 하나 둘 그 효용을 체감하고 있는 지금, 동사를 주목해야 한다.

#### Point 2. P와 Q, AI까지 엔진이 세 개인 폭주기관차

광고주인 제약사들은 처방 권한이 있는 의사와 NP를 효과적으로 타겟팅하는 것이 목표다. 의사의 80%와 NP의 60%가 사용하는 동사의 플랫폼은 제약사에게 가장 목적 적합한 광고 플랫폼이며, 이는 견고한 Q 성장으로 이어진다. 이에 그치지 않고 새로운 광고 지면의 무궁무진한 확장성과, 고객사에게 적합한 광고 상품을 효과적으로 추천하는 포털이 이끄는 P의 성장 역시 예정되어 있다. 마지막으로, 모든 AI 기업과 독점 기업이 걸어온 길인 무료 모델의 수익화를 동사 역시 걸어갈 것임을 알아보자.

#### Valuation - EV/EBITDA Method

EV/EBITDA Method를 이용하여 Case 1 목표주가 75.40 USD, 상승여력 63%, Case 2 목표주가 131.16 USD 상승여력 183.6%를 제시한다. Case 1은 AI를 활용하여 구조적 성장을 이어나가는 경우, Case 2는 AI 서비스의 유료화를 주장하며 높은 시장 관심에도 잠재된 '숨겨진' '진짜' AI 수혜주로 거듭남을 주장한다.

#### <추정손익계산서>

추정 손익계산서 - Case 2						
(U.S. dollars in thousands)	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E
Revenue	343,548	419,052	475,422	570,399	686,897	1,025,340
YoY(%)	66.0%	22.0%	13.5%	20.0%	20.4%	49.3%
Operating expenses	197,269	240,640	258,645	267,909	307,608	357,335
Adjusted operating expenses	192,276	230,269	248,298	257,627	296,575	345,528
EBITDA	151,272	188,783	227,124	312,772	390,322	679,813
EBITDA margin (%)	44.0%	45.1%	47.8%	54.8%	56.8%	66.3%
Depreciation and Amortization	4,993	10,371	10,347	10,282	11,033	11,808
Operating income	146,279	178,412	216,777	302,490	379,289	668,005
OPM(%)	42.6%	42.6%	45.6%	53.0%	55.2%	65.1%
Interest income	2,418	9,287	21,664	34,576	21,056	21,056
non-operating income	(448)	(146)	62	82	-	-
Income before income tax expense	148,249	187,553	238,503	337,148	400,345	689,061
Income tax expense	22,534	28,508	36,252	51,246	60,853	104,737
Net income	125,715	159,045	202,251	285,901	339,493	584,324
NPM(%)	36.6%	38.0%	42.5%	50.1%	49.4%	57.0%

#### Rating

**Buy**

현재주가: 46.25 USD

Case 1 : 75.40 USD

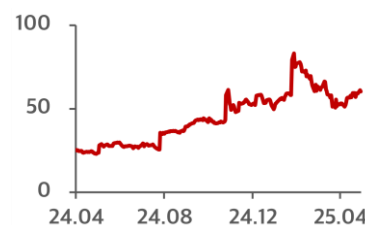
상승여력 : 63.0%

Case 2 : 131.16 USD

상승여력 : 183.6%

#### 12M 추가추이

시가총액 109.67억 USD (USD)



#### B/S data (FY25)

자산 총계 1,172m USD

부채 총계 141m USD

자본 총계 1,031m USD

#### Earning data (FY25)

Revenue 570.4m USD

EBITDA 312m USD

EV/EBITDA 42.1x

#### 주요 주주

BlackRock Inc. 7.45%

Fidelity LLC. 7.22%

Vanguard Group Inc. 5.97%

#### SMIC 4 팀

팀장 50기 박민석

팀원 50기 김태원

50기 심재윤

51기 양성준

51기 임어진

# CONTENTS

---

1. 미국 의료계 조망하기 - 산업 분석	03
2. 의료계의 링크드인, 메타, 줌 - 기업 분석	05
3. 아직 한 발 남았다 - 숨겨진 진짜 AI 수혜주 찾기	07
4. AI와 함께하는 고성장의 서막 - 투자포인트	
Point 1. 모든 의사들의 선택, Doximity	11
Point 2. 해자 구축 완료, 이제 돈을 벌 차례	17
5. 매출추정	26
6. Valuation - EV/EBITDA Method	26
7. Appendix	31

## 미국 의료계 조망하기 - 산업분석

AI 기술은 특정 분야에 종사하는 사람들이 공통적으로 느끼는 pain point를 해소할 때 강력한 효과를 발휘한다. 본서를 통해 소개할 동사, ‘Doximity’는 미국 최대의 의료진용 네트워크 플랫폼으로서 미국 의료인들의 pain point를 해소하며 확장을 이어가고 있다. 동사의 사업 모델을 이해하고, 나아가 동사가 AI를 이용해 어떻게 미국 의료계의 문제를 해소하고 성장할 수 있는지 알기 위해서는 우리와 다른 미국 의료계에 대한 이해가 선행되어야 한다. 이를 살펴보자.

### 1.1. 까다로운 미국 의료보험 - 사전승인까지 받아야 한다고?

미국 의료보험 제도의 몇가지 특징

미국 의료보험 제도의 대표적인 특징으로는, 1) 민간 의료보험 위주로 운영되고, 2) PBM(약국혜택 관리자)의 존재로 인해 보험사마다 급여 대상 약물이 상이하며, 3) 이로 인해 환자 진료 시 병원 측이 보험사에게 PA(사전승인) 요청까지 보내야 한다는 점이 있다. 이러한 특징들을 분석하고, 그로 인해 동사가 볼 수 있는 수혜에는 무엇이 있을지 알아보자.

1) 공공이 아닌 민간보험 위주의 운영

먼저, 미국 의료시장은 국가가 제공하는 공공 의료보험(메디케어, 메디케이드)보다는 직장이나 개인의 소득수준에 따라 보험료 및 의료혜택이 상이한 민간 의료보험(UNH, Aetna 등) 중심으로 운영된다. 23년 기준 미국 전체 의료비 중 공공부담비율은 약 43%로, OECD 평균 73%보다 낮다. 또한 보험 가입자당 의료비 지출액 증가율 또한 공공보험보다 민간보험에서 가파르게 나타나고 있으며, 최근 들어 그 차이 역시 빠르게 벌어지고 있다. [도표 1-1]

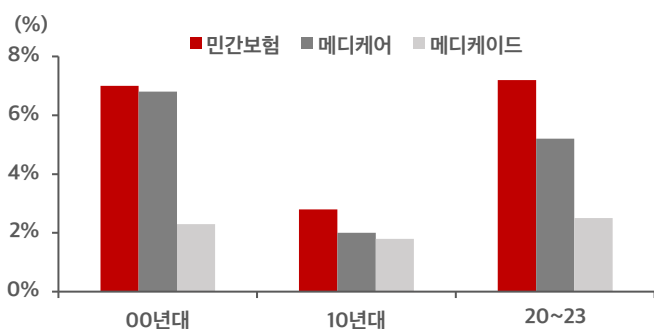
2) 보험사마다 상이한 급여 대상 약물

동일한 질병이나 증상에 대해 보험사마다 급여 대상 약물이 다르다는 점 역시 미국 의료의 특징이며, 이는 약물 급여 구조 결정과정에 PBM이라는 중개 조직이 존재하기 때문이다. PBM이란 보험사를 대신하여 약가 협상, 급여 대상 약물 목록(Formulary) 구성, 약국 네트워크 관리 등을 수행하는 기업이다. 제약사는 PBM과의 리베이트 협상을 통해 자사 약물이 급여 대상에 포함되도록 경쟁하고 이에 따라 약가 및 급여/비급여 여부가 결정된다. 보험사들은 UNH 계열-OptumRx, Aetna 계열-CVS caremark 등 서로 다른 PBM과 연결되어 있고, 그 결과 환자가 가입한 어떤 보험에 가입했는지가 병원이 처방할 약물을 정하는 결정적인 요소로 작용한다. [도표 1-2]

제약사에게 정밀 마케팅 가능한 플랫폼이 매력적인 이유

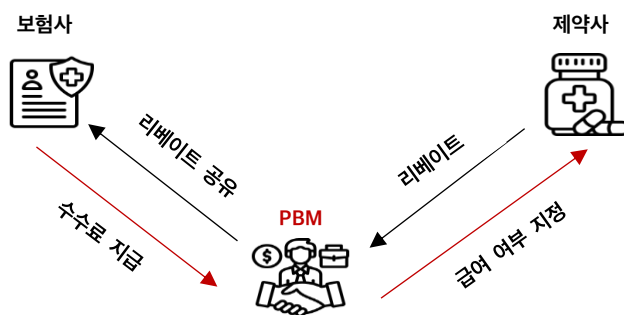
가입 보험에 따라 환자별 최적 약물이 달라지는 구조는, 동사를 제약사들의 입장에서 매력적인 광고 플랫폼으로 자리잡게 만든다. 동사는 의료인 내 압도적인 점유율을 바탕으로 풍부한 의사-환자간 진료 데이터를 보유하고 있으며, 광고주들은 해당 데이터를 바탕으로 ROAS(광고수익률)을 극대화할 수 있다. 예를 들어, A 내과 의사가 진료하는 환자 중 75%가 B보험 가입자라는 데이터를 바탕으로, A 의사에게 B 보험이 커버하는 약물에 대한 광고를 노출시키는 등 실제로 처방 가능성이 높은 집단 위주로 정밀한 마케팅을 진행하는 것이 가능하다.

도표 1-1. 보험 가입자당 연간 의료비 지출액 증가율 (CAGR)



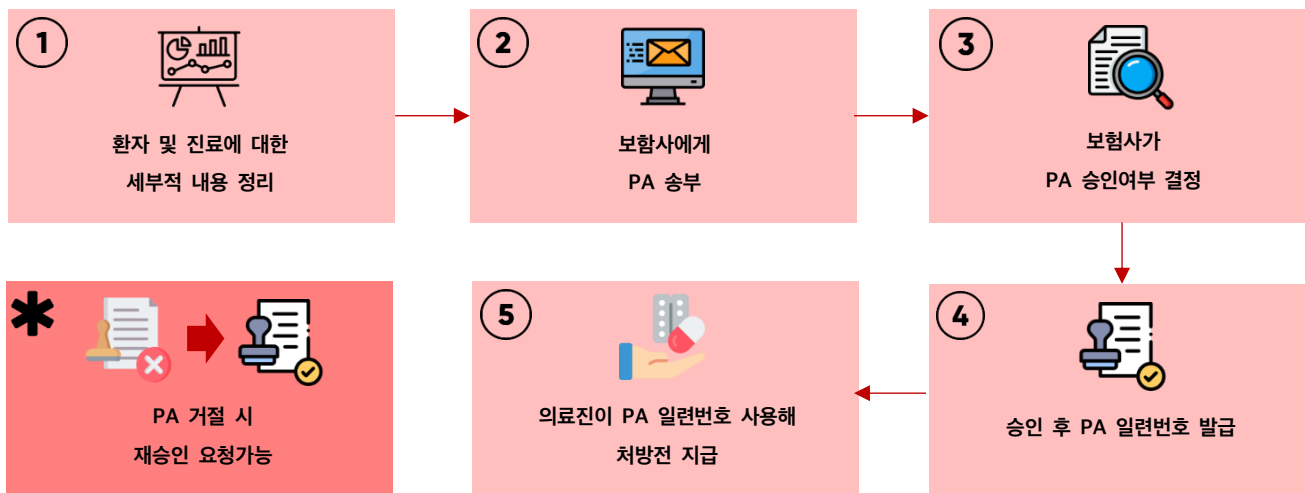
출처: Health system tracker, SMIC 4팀

도표 1-2. 보험사-PBM-제약사 관계 모식도



출처: SMIC 4팀

도표 1-3. PA(사전승인) 프로세스



출처: SMIC 4팀

3) 보험사 사전승인 제도  
 의사가 진료 및 처방을 시행한 후 사후적으로 보험 심사를 받는 것이 일반적인 한국과는 달리, 미국 의료진들은 환자 진료 시 보험사에 PA(사전승인)를 신청하는 절차를 거치는 경우가 많다. 전술했듯 미국에는 수많은 민간 보험 상품들이 존재하고, 이에 따라 보험 혜택 범위와 승인 기준이 매우 복잡하며 같은 처방이라도 보험사마다 승인 여부가 달라진다. 따라서 사후심사 시 일어날 혼선을 방지하고 불필요한 보험금 지급을 거절하기 위해 PA를 요구하는 것이다. [도표 1-3]

의료진들의 pain point  
 PA 없이 처방할 시 보험사는 이를 승인되지 않은 시술로 간주하고 비용 지급을 거부할 수 있기 때문에 의료진은 진료와 처방 외에도 PA 서류를 작성하는 데 많은 시간을 할애해야만 한다. [투자포인트]에서 후술하겠지만 불필요한 에너지 소모, 높은 지급거절 비율 등으로 인해 PA는 수많은 미국 의료진들의 pain point로 자리잡았다.

1.2. 의사만큼이나 매력적인 NP와 PAs

의사 와 NP와 PAs도 진료&처방 가능  
 비록 주마다 권한의 범위가 다르지만, 의사 외 몇몇 비 의사 의료진도 진료와 처방을 수행할 수 있다는 점 또한 우리와는 다른 미국 의료계의 특징이다. 대표적으로 NP(Nurse practitioner)는 간호사 면허 취득 후 석박 과정 및 인증시험을 합격한 고급 실무자로, 50개주 전부에서 진료와 처방이 가능하며 이 중 26개주에서는 NP가 의사 감독 없이 독립적으로 진료와 처방을 모두 할 수 있다. PAs(Physician assistant)역시 모든 주에서 의사의 감독 하에 진료와 처방이 가능하며 그 외에도 수많은 의료 전문가들이 주에 따라 제한적인 진단 및 처방 권한을 가지고 있다.

확장되는 마케팅 대상  
 따라서 제약사들이 광고 캠페인을 진행해야 하는 대상은 의사뿐만이 아니며, 이 부분에서도 동사 플랫폼의 장점을 엿볼 수 있다. 동사는 미국 내 NP와 PAs들의 60% 이상을 이용자로 가지고 있으며 이 시장은 확대되는 추세이다. 16년~23년까지 8년간 NP와 PAs의 수는 각각 85%, 50% 증가했으며, 비 의사 의료진이 수행하는 처방의 비중도 17%에서 27%로 빠르게 확대되었다.

대면→디지털로의 전환  
 제약사들이 의사, NP, PAs 등 의료진에게 약물을 영업하는 방식은 영업사원의 대면 세일즈에서 디지털 마케팅으로 계속해서 전환되고 있다. 이미 16년부터 디지털 마케팅 비중이 대면 세일즈를 앞지르기 시작하였고, 코로나 시기를 거치며 현재는 미국 헬스케어 마케팅 비용의 72%가 동사 플랫폼과 같은 디지털 플랫폼에 사용되고 있으며 앞으로의 헬스케어 마케팅 비용 증가분 역시 대부분 디지털 플랫폼으로 흘러 들어갈 것이다.

## 의료계의 링크드인, 메타, 줌 - 기업분석

### 2.1. 독시미티, 미국 의료계를 휘어잡다

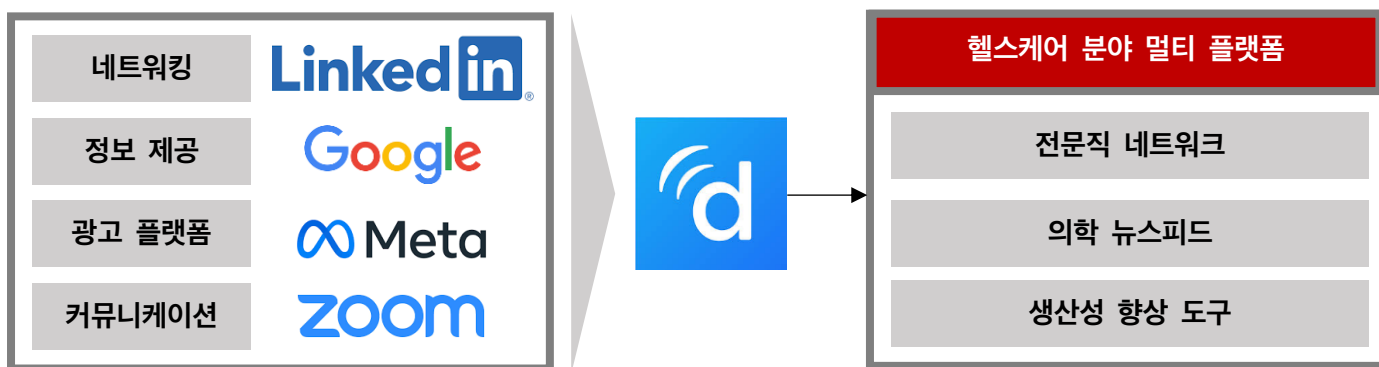
독시미티, 새로운 시장을 개척하다

동사는 10년 설립되었고, 11년 서비스를 시작해 현재는 미국 최대 의료인 소셜 네트워크 기업으로 자리잡았다. 당시에는 의료인 간 의학적 정보를 교류 및 네트워킹을 진행할 수 있는 커뮤니티가 없었고, 일반 SNS에서는 미국 의료정보 보호법(HIPAA) 및 미국의사협회 가이드라인에 의거해 환자 정보가 조금이라도 포함된 일체의 의학적 정보를 공유할 수도 없었다. 동사는 이러한 배경 속 HIPAA를 충족하는 의료인 전용 폐쇄형 SNS라는 새로운 시장을 개척한 플레이어이다.

의료계의 만능 재주꾼

동사는 서비스 시작 이후 의사 면허번호 기반 자동 가입 초대 시스템, 워크플로우 도구 추가 등을 통해 의료진 내 점유율을 빠르게 확장하였고, 현재 미국 내 의사의 80% 이상, 레지던트의 90% 이상이 동사 플랫폼을 사용할 만큼 독점적인 지위를 확립하였다. 200만 명 이상의 의료인 회원을 바탕으로 동사는 의료계의 링크드인(고용 및 네트워킹), 메타(광고), 줌(원격의료)으로서 가능하며, 이미 대부분의 의료인이 독시미티 생태계에서 구인, 정보 탐색, 진료 등을 진행하고 있다는 점에서 강한 네트워크 효과라는 해자를 가진다. [도표 2-1]

도표 2-1. Doximity 플랫폼의 다양한 기능

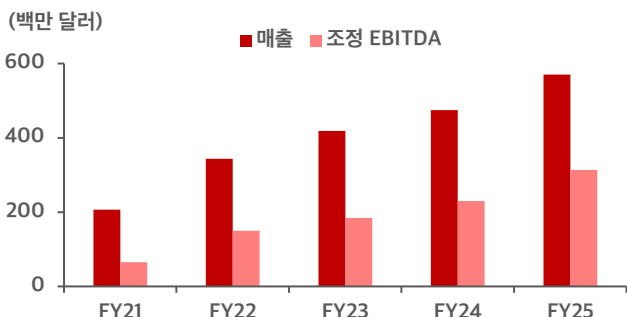


출처: SMIC 4팀

구독제 계약을 통해 광고매출 인식

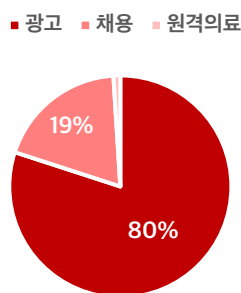
동사는 대부분의 수익을 제약사나 대형병원 등의 고객사에게 구독 형식의 광고계약으로 창출하며, 유기적인 탑라인 및 바텀라인 성장을 그리고 있다. 광고수익 개선과 사용자경험 개선을 위해 동사는 제약사에게는 적합한 대상에게 광고를 전달하는 마케팅 및 워크플로우 솔루션을, 대형병원 등에는 채용 솔루션을, 마지막으로 의료진들에게는 원격진료 및 AI 기반 서류 작성 도구 등이 포함된 생산성 솔루션을 제공한다. FY2024 기준 동사 매출 중 약 80%가 광고 솔루션에서, 19%는 채용 솔루션에서 발생하며 나머지는 원격의료 구독 수익에서 발생한다. [도표 2-2,3]

도표 2-2. Doximity 5개년 매출 및 조정 EBITDA 성장



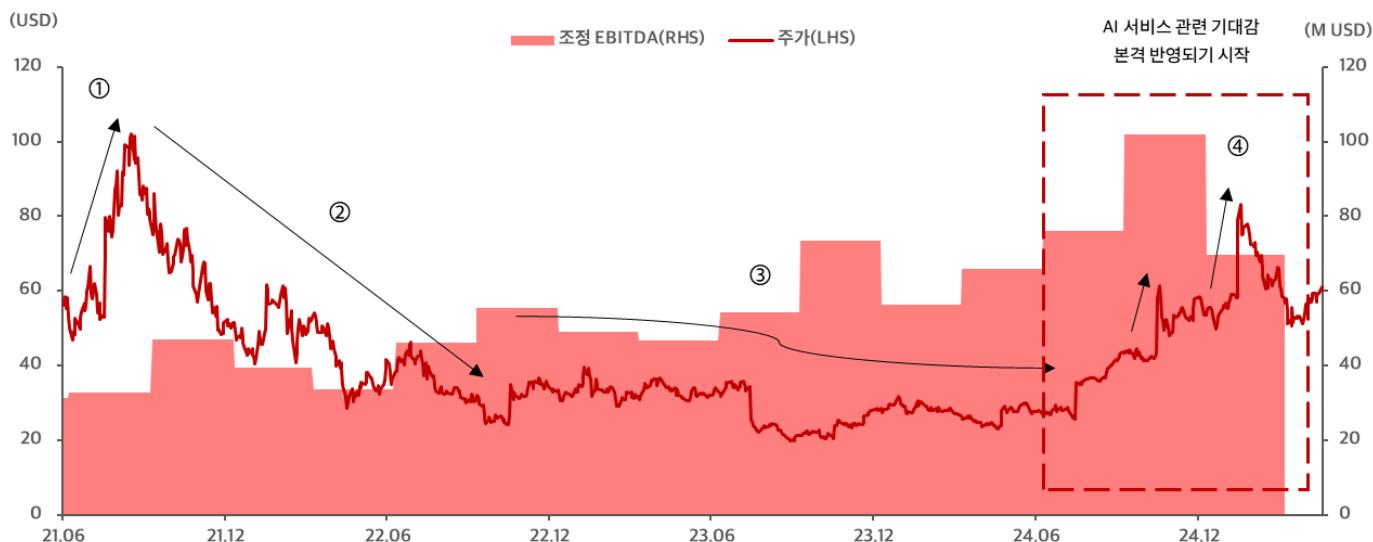
출처: EDGAR, 동사 IR, SMIC 4팀

도표 2-3. FY2024 동사 매출비중



출처: EDGAR, SMIC 4팀

도표 2-4. 동사 조정 EBITDA 및 주가분석



출처: Investing.com, EDGAR, SMIC 4팀

## 2.2. 주가분석

**상장 직후 급등한 주가** 21년 뉴욕거래소 상장 이후 동사의 실적은 지속적으로 개선되어왔으나 주가는 실적만이 아닌 기대감, 매크로 등의 변수에 의해 움직였다. 먼저, ① 21년 6월 IPO 직후, 동사만이 아닌 Teladoc, Amwell 등 디지털 헬스케어 섹터 전반의 밸류에이션이 급등하며 기대감으로 동사 주가는 \$40대 초반에서 3개월만에 \$100 이상으로 급등하였다.

**성장 둔화 및 밸류에이션 디레이팅** 그러나 ② 21년 10월부터 미 연준의 금리 인상으로 고금리 환경이 시작되며 동사와 같은 성장주 및 헬스케어 섹터 전반의 밸류에이션 하락이 진행되었다. 기대감만이 아니라 실적에서도 보수적인 가이드선 제시 및 높은 기저로 인한 성장을 둔화로 동사 주가는 \$30대까지 급락하였다.

**오가노이드의 활용** ③ 23년부터 24년 상반기까지 동사의 주가는 \$25~40 구간에서 횡보하였다. 실적은 유기적으로 성장하였으나 매출 성장률이 다소 둔화되며 주가 반등의 모멘텀이 부족하였다. 동사는 해당 시기 GPT 기반의 의료진용 업무 도구인 Doximity GPT를 첫 출시하였으나 해당 AI도구가 동사 수익 확대에 기여할 수 있는가에 대한 의구심이 존재하였다.

**하반기부터 AI주로서 본격적 평가 시작** ④ 24년 하반기부터 동사 주가는 가파른 실적 성장, 그리고 Doximity GPT가 의료인들에게 성공적으로 통합되며 AI 관련주로 재평가받아 \$80대까지 상승하였다. 24년 3분기 및 4분기 실적 발표 당일 조정 EBITDA 가이드선 상단을 20% 이상 초과하며 주가가 각각 34%, 36% 급등한 바 있으며, 4Q24의 경우 Doximity GPT는 전 분기 대비 60% 많은 프롬프트를 처리하며 (180만 건 이상) 실제로 동사의 AI 서비스가 의료인들에게 유효하게 작용함을 보여주었다.

**실적으로 다시 증명 가능하느냐가 핵심** 현재의 동사는 플랫폼 내 AI의 도입이 갖 성과를 보이기 시작한 단계에 위치해있다. 동사 주가의 드라이버는 현재와 같거나 더 높은 성장률을 보일 수 있는지에 대한 기대감이며, 현재 이를 이끌 요소는 AI이다. 본서를 통해 동사가 향후 플랫폼 내 AI 도구 활용으로 다방면으로 수익화를 진행하며 그 효과를 숫자로 증명할 수 있는지를 탐구해보자.

## 아직 한 발 남았다 - 숨겨진 진짜 AI 수혜주 찾기

바야흐로 AI의 시대이다. OpenAI의 등장 이후 유례없는 속도로 발전하는 생성형 AI는 AI HW와 AI SW, 그 외에도 전력인프라, 로봇 등 수많은 투자 아이디어를 파생시켰다. 현재 시장은 기업이 AI를 사용하거나 수혜를 보는지, 그리고 이것을 통해 어느 정도의 성장을 꿈꿀 수 있는지에 관심을 기울이며 다음 AI 수혜주를 발굴하는데 혈안이 되어있다. 본서는 동사 플랫폼이 가진 압도적 점유율에서 나오는 의료인에 대한 풍부한 데이터를 바탕으로 고객들의 pain point를 해소하며 AI를 이용한 수익화를 이룰 동사의 방향성은 명확하다고 판단한다. 본서는

- ① '어떻게'를 통해 동사가 숨겨진 진정한 AI 수혜주임을 논증하고,
- ② 'AI+커뮤니티 시너지 분석'을 통해 독점적인 커뮤니티가 AI로 성장하는 궤적을 보여주며,
- ③ '의료 SaaS Peer 분석'을 통해 동사 본업의 잠재력을 파헤쳐  
 동사가 AI를 통한 수익화를 훌륭히 이루어낼 역량을 가진 기업이고,  
 아직 시장에 그 진가를 더 드러낼 여지가 충분함을 주장한다.

### 3.1. 숨겨진 AI 수혜주, 그거 어떻게 찾는 거예요?

숨겨진 AI, 어떻게 찾아야 할까

AI가 수많은 분야에서 폭발적인 성장과 리레이팅을 불러오는 지금, '숨겨진'과 '진짜 AI 수혜주 찾기' 사이에는 해소되기 어려운 모순이 존재한다. 시장이 가장 치열하게 발굴하고 기민하게 반응하는 분야가 AI이다. 이런 가운데 AI를 도입해서 성과를 내기 시작한 단계에 위치함에도 시장이 그 가치를 크게 인정해주지 않은 AI가 진짜 AI 수혜주일 가능성은 희박하다.

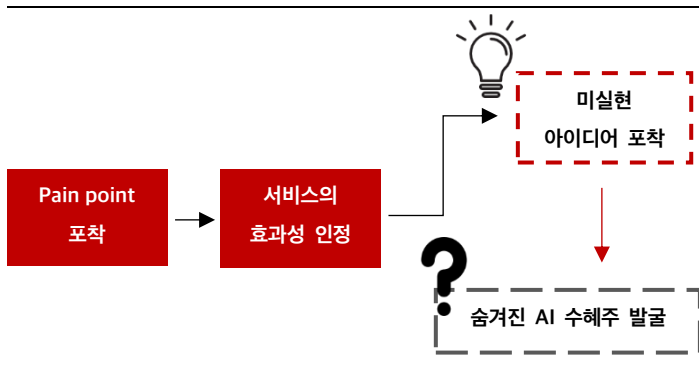
미실현된 기회에서 AI 수혜가능성을 엿보다

그럼 어떻게 달리 접근해야 숨겨진 AI 수혜주를 찾을 수 있을까? 1) AI를 통해 폭발적 성장을 이룰 기회를 포착하고, 2) 이를 공략해 AI 서비스의 효과를 시장에 이미 인정받았으나, 3) 공개된 정보가 존재하지 않고 미실현된 기회들 중 향후 현실화될 개연성이 충분한 AI 수익화 아이디어를 찾아야 한다. 본서는 동사가 무료로 제공하는 Doximity GPT의 유료 전환을 통해 시장이 예상치 못한 AI 수익화를 이루며 진정한 AI 수혜주로 거듭날 가능성이 높음을 주장한다.

증명한 사례 - 레딧, 애플로빈

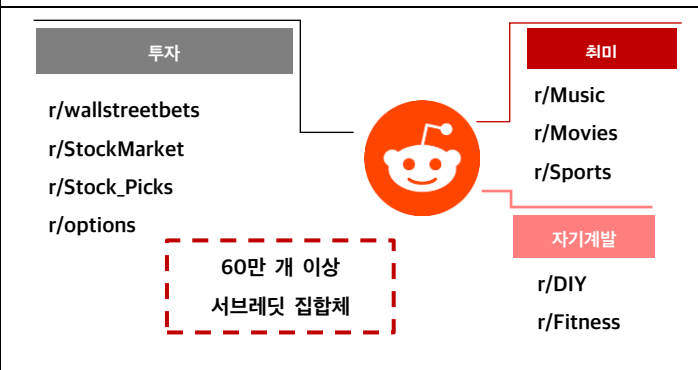
사용자들의 핵심적인 pain point를 AI 기술로 해결하며 사용자 기반을 확대하고, 이후 수익화를 통해 실적으로 AI의 효과를 다시 한번 증명한 대표적인 사례로는 레딧과 애플로빈을 들 수 있다. 우선, 레딧은 본격적으로 플랫폼에 AI 서비스를 도입하기 전인 22년에도 5,700만여명의 DAU(일간 활성 사용자)를 보유한 초대형 커뮤니티 플랫폼이었으나, 수익화 소스가 부족해 지속적으로 적자를 내던 기업이었다. 레딧은 수천개의 주제별 게시판의 집합으로, 니치한 분야에 강하고 낱것의 정보가 가장 빠르게 확산되는 일종의 디지털 아고라로 기능했다. [도표 3-2]

도표 3-1. 숨겨진 AI 수혜주 탐색 방법론



출처: SMIC 4팀

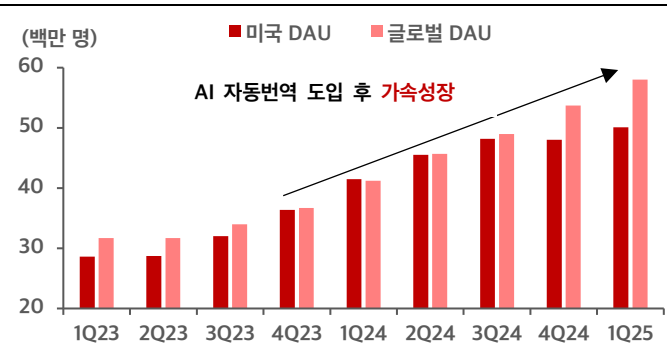
도표 3-2. Reddit-subreddit 구조도



출처: SMIC 4팀

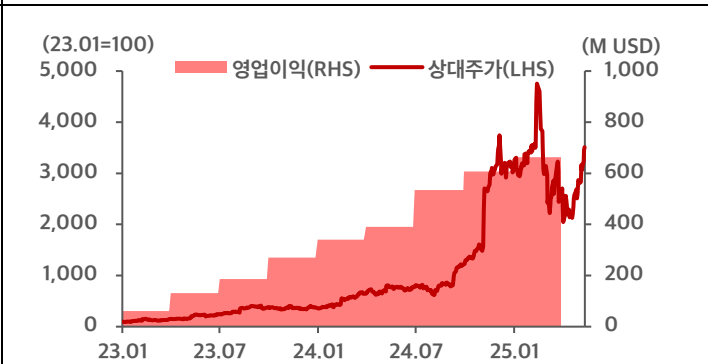
레딧: 언어장벽을 공략하다	레딧은 방대한 양의 사용자 생성 콘텐츠를 보유하고 있음에도 정보가 여러 게시판에 분산되어 있어 효율적 정보탐색이 어렵고, 특히나 비영어권 사용자들이 영어로 작성된 정보에 접근하는데 어려움이 있다는 사용자들의 pain point를 파고들었다. 24년 게시물과 댓글을 AI를 이용해 자동 번역하는 서비스를 도입했고, 3분기 35개 언어를 추가하며 언어장벽이라는 paint point를 해소한 레딧은 글로벌 DAU의 가파른 성장을 중심으로 사용자 기반을 확대했다. [도표 3-3]
결국 실적으로 증명한 레딧	레딧은 사용자 기반 확대와 비정형 데이터를 토대로 구글, OpenAI 등 AI기업과의 데이터 라이선스 계약을 체결하고 광고 인벤토리를 확장하며 실적으로도 증명했다. 작년 최초로 인식되기 시작한 데이터 라이선스 수익은 첫 해 전체 매출의 약 9%를 차지할 정도로 빠르게 성장했고, 광고매출 또한 YoY 50% 이상 상승하며 하반기에 흑자전환 및 3배 이상의 주가 상승을 그려냈다.
동사와 레딧과의 연결고리	레딧은 다른 플랫폼과 달리 주제별로 개인들의 생각이 집약되어 있는 비정형 데이터를 대량으로 보유하고 있다. 나아가, 레딧 사용자들은 타 플랫폼과의 중복 사용률이 낮다. 전체 사용자 중 45%는 인스타그램을, 69%는 틱톡을 사용하지 않는다. 이러한 특징 덕분에 레딧은 다른 플랫폼에서 접근하기 어려운 독자적인 사용자 기반 및 비정형 데이터를 가지고 광고 플랫폼으로서의 경쟁우위를 누린다. 동사는 레딧의 ① 특정 주제에 대한 대량의 비정형 데이터, ② 다른 플랫폼에는 없는 우리만의 배타적 사용자 기반이라는 특성을 고스란히 보유하고 있다.
애플로빈 - 수익화의 어려움을 공략하다	다음으로, 애플로빈 역시 AI 머신러닝 엔진을 비즈니스에 적극 도입하여 게임 앱 개발자들의 가장 큰 pain point인 수익화의 어려움을 해소한 사례이다. 게임 내 광고를 중개하는 데 AI를 활용, 게임 사업자들의 ROAS(광고 지출 대비 수익률)을 극대화하는 비즈니스를 영위하는 애플로빈은 정밀하게 광고 대상을 공략하는 것에 AI가 얼마나 효과적인 수단인지를 실적으로 증명하였다. AI 애드테크 기업으로 자리잡으며 주가 역시 지난 해 폭발적으로 상승하였다. [도표 3-4]
AI 애드테크 재평가로 주가는 폭등	애플로빈 또한 AI 수혜에 대한 의심을 받던 시기를 지나, AXON 2.0이라는 효과적인 AI 도구 출시 이후 본격적인 수익화로 이어지는 기간을 거치며 수 차례 재평가를 받았다. 금리 상승기 및 모바일 광고 시장의 둔화를 겪던 22년에는 성장 둔화로 AI 수혜주임에 대한 의심을 받았다. 그러나 23년 6월 사용자 행동 데이터를 이용, ROAS를 최적화하는 광고 엔진 AXON 2.0을 출시한 후 이를 바탕으로 2년간 높은 실적 성장을 바탕으로 수십배의 주가 상승을 이루었다. [도표 3-4]
동사도 아직 한 발 남았다	애플로빈이 AXON 2.0을 통해 ‘돈이 되는 AI’를 증명하며 리레이팅을 경험했다면, 동사는 후술할 Doximity GPT를 통해 의료진의 pain point를 해소하며 그 효과를 입증하였고, 현재는 본격적인 AI 서비스 수익화를 통한 실적 증명을 준비하고 있다. 하반기부터 본격적으로 AI 서비스 사용자 기반을 확보한 동사에게 남은 단계는, 수익화를 통한 또 한 번의 리레이팅이다.

도표 3-3. 23~24년 Reddit DAU 증가추세



출처: Reddit, SMIC 4팀

도표 3-4. 애플로빈 상대주가 및 실적



출처: Investing.com, SMIC 4팀

### 3.2. AI가 독점적 플랫폼과 만났을 때

**독점 플랫폼+AI의 시너지**      동사와 같이 특정 분야에서 독점적인 점유율을 가진 플랫폼은 일반적으로 AI 도구와 강력한 시너지 효과를 보인다. 동사 플랫폼이 AI와 높은 시너지를 낼 수밖에 없는 이유를 살펴보고, 실제로 AI를 활용해 유의미한 성과를 보인 사례를 통해 동사가 걷게 될 길을 알아보자.

1) 데이터 독점을 통한 강력한 AI 학습      독점적 플랫폼이 가지는 가장 큰 경쟁우위는 데이터 독점을 통한 높은 품질의 AI 학습이다. 동사의 Doximity GPT와 같이, 좁은 분야에 집중한 AI 서비스의 경우 이러한 플랫폼들이 자체 개발한 AI 도구가 LLM보다 높은 성능을 보이기도 한다. 대표적인 사례로 블룸버그의 블룸버그GPT를 들 수 있다. 블룸버그는 수집한 금융 정보를 바탕으로 금융시장 분석에 특화된 AI 모델을 블룸버그 터미널에 통합시켰으며 해당 모델은 금융 Q&A, 기업분석과 같은 분야에서 LLM보다 우수한 성능을 보인다. 법률, 항공과 같은 분야에서도 유사한 사례가 존재한다. [도표 3-5]

2) 강력한 네트워크 효과를 통한 우위 선점      독점 플랫폼은 강력한 네트워크 효과로 인해 경쟁자와의 AI 모델 성능 경쟁에서 고지를 선점할 수 있다. 경쟁자가 유사한 AI 서비스를 개발하더라도 사용자 기반이 앞으면 학습을 통한 성능 업데이트 측면에서 독점 플랫폼의 AI 모델에 뒤처질 수밖에 없기 때문이다. 반면 독점 플랫폼의 경우 AI의 통합을 통해 개인화된 정보 활용의 깊이 및 사용자의 의존도가 높아져 락인효과를 강화할 수 있으며, 여기에 더해 우수한 AI 성능을 바탕으로 높은 가격결정력 또한 가져갈 수 있다.

링크드인의 사례로 알아보는 효과성      링크드인은 10억 명 이상의 직장인 프로필 정보를 가지고 있으며 특히나 각종 전문직, 기술직군, 채용담당자 사이에서는 벗어날 수 없는 플랫폼이라는 독점적인 지위를 바탕으로 AI를 가지고 효율성과 수익성을 모두 발전시킨 모범 사례이다. 링크드인은 23년 고용인에게는 이력서 및 커버레터 작성과 같은 기능을, 고용주에게는 후보자 이메일 초안 자동 생성 기능을 제공하는 생성형 AI를 도입하였고 해당 서비스를 구독 플랜 중 상위 티어에만 제공하며 업셀을 유도했다.

AI를 통한 수익성 및 효율성 개선      그 결과, 당해 프리미엄 구독자 수는 2천만 명 이상 증가했으며 마이크로소프트는 컨퍼런스 콜에서 AI로 인해 고용인의 참여 및 고용주의 ROI가 증가해 링크드인 광고 매출이 성장했음을 언급했다. 또한, 프리미엄 구독자의 70%가 새로운 AI 기능을 활용했으며 그 중 90% 이상이 해당 기능에 만족했음을 알렸다. 링크드인은 채용 분야에서의 강력한 지배력과 직접적 효용을 제공하는 AI를 바탕으로 가격저항 없이 빠른 AI 수익화를 진행한 교과서적인 사례이다. [도표 3-6]

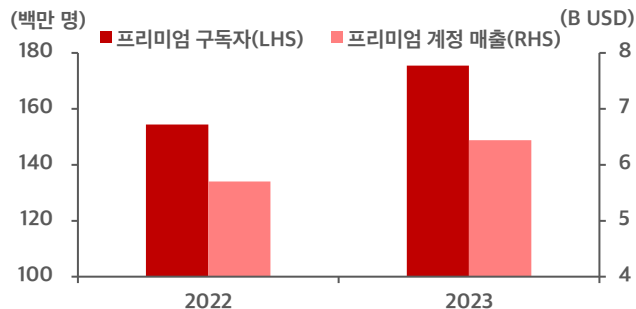
Doximity GPT도?      동사는 미국 의료진에게 있어 벗어날 수 없는 플랫폼으로서, 의료계라는 특정 분야에서의 강력한 지배력을 바탕으로 링크드인과 마찬가지로 AI 서비스의 수익화를 수월하게 이루어낼 수 있다. 동사가 의료진을 대상으로 제공하는 Doximity GPT 서비스는 향후 유료전환이 가능한 구조이며, 유료전환 시에도 강력한 락인효과에 기반해 사용자 기반을 방어할 수 있으리라 판단한다.

도표 3-5. AI 모델간 금융 업무 수행능력 비교

수행 업무	블룸버그GPT	GPT-NeoX	OPT	BLOOM
금융 Q&A	43.41	30.06	27.88	36.31
금융 감성분석	75.07	50.59	51.60	53.12
뉴스 감성분석	51.07	44.64	48.67	50.25
헤드라인 분류	82.20	73.22	79.41	76.51
금융 개체 라벨링	60.82	60.98	57.49	55.56
평균 점수	62.51	51.90	53.01	54.35

출처: 연구 논문, SMIC 4팀

도표 3-6. 링크드인 프리미엄 구독자 및 매출 증가

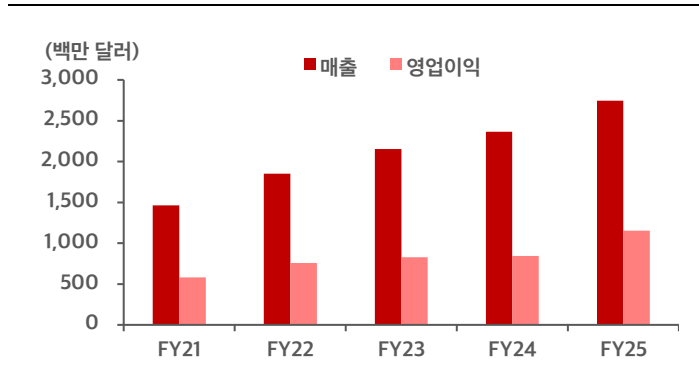


출처: Electroiq, SMIC 4팀

### 3.3. 의료계 Peer들로 가능하는 동사의 성공 방정식

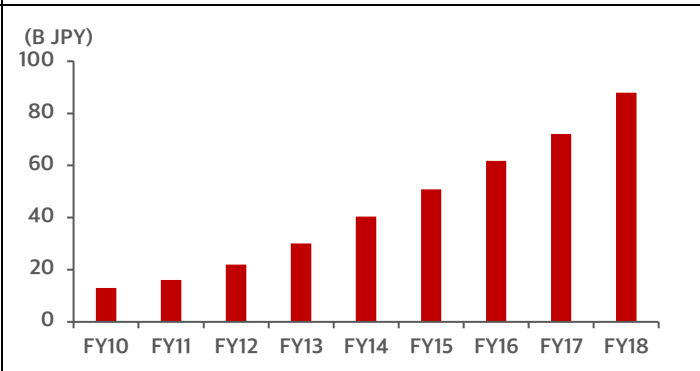
<p>의료 SW기업들로 알아보는 성공가도</p>	<p>숨겨진 AI 수혜주, 그리고 플랫폼 기업으로서 동사의 잠재력을 알아보기 위해 동사와는 다른 분야의 비즈니스를 영위하는 기업들과 비교했다면, 보다 구체적으로 동사의 본업이 AI와 통합되었을 때 어떤 효과를 발휘하는가를 파악하기 위해 의료 SW기업의 사례들을 살펴보자.</p>
<p>비바 시스템스, 제약사의 pain point를 해소하는 AI 서비스</p>	<p>비바 시스템스는 동사와 유사한 방식으로 AI를 의료 소프트웨어에 통합하여 성장하고 있는 기업이며, 해당 기업의 사례를 통해 동사의 청사진을 간접적으로 그려볼 수 있다. 비바 시스템스는 제약사를 위해 클라우드 기반의 CRM(고객관계관리), Vault(데이터 관리 플랫폼)과 같은 서비스를 제공하는 SaaS 기업이다. 비바 시스템스는 제약사들이 임상, 상업, 규제 프로세스를 효율화하기 위해 2019년부터 AI를 소프트웨어에 본격적으로 통합하였다. 대표적인 AI 서비스에는 '어떤 의사에게 언제 어떻게 메시지를 보낼 것인지'를 추천하는 next best action engine, 임상 및 규제 심사에 필요한 수천건의 문서를 AI로 분류하고 점검을 자동화하는 Vault AI등이 있다.</p>
<p>의료 AI를 통해 실적과 효과성을 증명하다</p>	<p>동사 또한 고객만 제약사에서 의료진으로 바뀌었을 뿐, 의료산업 내 각종 복잡하고 불필요한 프로세스에서 오는 불편함을 해소하고 업무 효율을 높이기 위해 AI를 비즈니스에 통합하고 있다. 비바 시스템스는 next best action engine을 통해 CRM의 연간 매출 유지율을 120% 이상으로 끌어올렸고, Vault AI로 문서 제출 시간을 30% 이상 단축하며 5년간 87%의 매출 성장을 이루었다. 이는 의료산업 종사자 대상 AI 서비스의 성장가능성을 보여준다. [도표 3-7]</p>
<p>본업만으로 견조한 락바텀</p>	<p>AI 수혜주로서의 가능성을 차치하고서도, 의료인용 네트워크 플랫폼은 장기적인 우상향을 누릴 수 있는 견조한 바텀을 가진 비즈니스이다. 동사보다 10년 앞서 설립되어, 동사와 마찬가지로 의료인용 커뮤니티 플랫폼을 바탕으로 광고 및 채용을 통해 수익을 창출하는 일본의 선배 기업인 M3가 성장해온 과정을 통해 동사의 향후 성장여력이 어느정도 남아있는지를 가늠할 수 있다.</p>
<p>독점적 의료인 플랫폼 - 장기우상향 BM</p>	<p>M3는 일본 의사의 90% 이상이 가입된 독점적인 의료인용 플랫폼이자 제약사들의 No.1 디지털 광고 채널로서, 본격적으로 AI를 도입하기 시작한 시점인 18년 이전에도 가파른 매출성장을 보였다. M3의 발전이 동사를 10여년 선행한다는 점을 감안했을 때, 한 번 독점적인 지위를 차지하고 나면 의료인용 플랫폼은 심지어 AI의 도움 없이도 유기적으로 성장할 수 있는, 매우 안정적인 비즈니스 모델임을 파악할 수 있다. [도표 3-8]</p>
<p>M3보다 훨씬 큰 TAM</p>	<p>심지어, M3와 동사가 속한 시장 크기의 차이를 고려하면 동사가 사용자 기반 및 매출 양 측면에서 M3보다 더 높은 확장가능성을 가지고 있음을 파악할 수 있다. 현재 미국에 등록된 의사 수는 100만여명, 일본은 34만여명으로 소득 차이를 고려하지 않은 단순 인원 비교만으로 시장 규모가 3배 차이난다. 이러한 상황 속 FY24 동사 매출이 M3 내수 매출의 절반 이하라는 점은, 미국 시장에서 동사가 성장할 수 있는 공간이 많이 남아있다는 것을 시사한다.</p>

도표 3-7. 비바 시스템스 매출 및 영업이익 성장 추이



출처: EDGAR, SMIC 4팀

도표 3-8. AI 도입 이전 M3 일본 매출



출처: Edinet, SMIC 4팀

## 투자포인트 - AI와 함께하는 고성장의 서막

동사 플랫폼의 이용자는 모두 의료인으로, 제약사 광고주들이 눈독들일 수밖에 없는 매력적인 플랫폼이다. 최근 동사는 DocsGPT라는, 모든 의사들이 번거로워했던 PA를 해결할 수 있는 혁신적인 솔루션을 통해 향후 의료인 플랫폼으로서의 독점적 지위까지 확보했다. 동사는 이를 십분 활용해 제약사들을 상대로 신제품을 런칭하여 P 상승을 계획, 독보적 위치를 바탕으로 DocsGPT 수익화까지 넘보고 있다. Q와 P의 견조한 상승, 동사의 AI항 파도타기는 이제 진짜 시작이다.

### 모든 의사들의 선택, Doximity - point 1

동사 플랫폼은 이미 미국 의사 면허 소유자의 80% 이상이 가입했을 정도로 독보적인 의료인 전용 플랫폼이다. 작년 초 동사는 가입자만 머물러있던 의료인들을 대부분 활성 이용자로 전환시킬 수 있는 대체불가능한 솔루션마저 내놓았다. 이제 동사 플랫폼은 선택이 아니라 필수다.

#### 4.1. AI와 함께하는 AU 증가로 폭발적으로 성장할 동사

이미 대부분의 의사가 가입한 동사 플랫폼

동사 플랫폼은 의료인들을 위한 유일무이한 플랫폼으로 철저한 라이선스 인증을 요구함에도, 이미 가입자 수가 200만명을 넘었으며 80% 이상의 미국 의사 면허 소유자를 가입자로 확보했다. 이는 경쟁사인 Sermo 등과 비교했을 때 압도적인 비율이다. 다만 동사의 전체 가입자 수 대비 AU(Active User)는 30% 정도로 3Q25 기준 61만명만이 동사 앱을 활발하게 사용하고 있다.

AI로 인해 AU 증가 가속화

그러나 본서에서는 'AU 61만명'이 아니라 'AU YoY 이상 10% 성장'에 주목한다. 24년 초 상용화된 Doximity GPT(이하 DocsGPT)는 의사들의 니즈를 정확히 충족시켰고, DocsGPT 덕분에 3Q25 기준 AU는 전년 대비 10% 이상 성장했다. 이러한 AI가 주는 압도적인 효용은, 현재 가입자만 머물러 있는 의료인들을 대부분 AU로 전환시켜 AU 증가를 가속화할 것이다.

링크드인 대비 충분한 성장여력

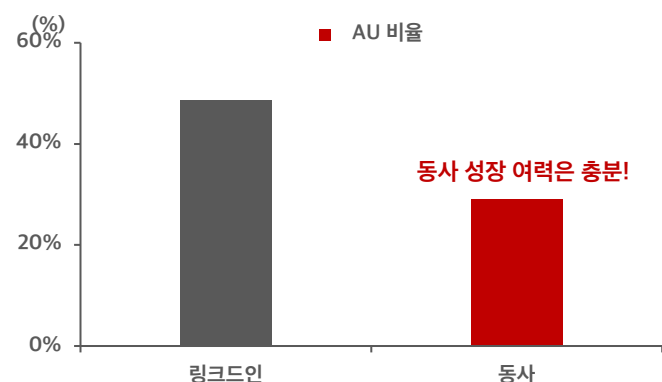
동사의 AU가 증가할 것이라는 주장은 동사와 비슷한 BM을 가진 링크드인과 비교해 봤을 때 수치적으로도 전혀 무리가 없다. 링크드인은 10억명의 가입자 중 AU가 48.5%에 달한다. 동사의 가입자 대비 AU 비율이 30% 수준이라는 점을 감안하면 동사의 AU 성장 여력은 차고 넘친다. 이제 동사 플랫폼에 가입만 했던 의사들마저 향후 AU가 될 수밖에 없음을 살펴보자. [도표 4-1]

#### 4.2. 의사라면 사용할 수밖에 없는 '플랫폼'

의사들은 정보 공유 플랫폼을 원한다

의사들은 정보를 공유할 수 있는 플랫폼을 원한다. 이들은 소통을 하거나, 치료에 대한 의견을 주고받는 등의 협업을 위해 의료인만의 공간을 필요로 한다. 그러나 의사들은 주로 환자들의 민감한 의료 정보를 다루, 공개적인 SNS에서 활동하기에는 제약이 많다. 특히 미국의 경우 미 보건복지부(HHS)의 의료정보보호법(HIPPA) privacy rule에 따라 보호대상 건강정보의 수집, 보관, 전송 등에 대해 엄격한 기준을 정하고 있어, 자칫 형사 처벌로 이어질 여지도 있다. [도표 4-2]

도표 4-1. 링크드인과 동사 AU 비교



출처: 언론 종합, 동사 IR, SMIC 4팀

도표 4-2. HIPPA를 준수하는 동사



출처: HIPPA, SMIC 4팀

보안이 튼튼한  
동사 플랫폼

동사는 정보 공유를 갈망하는 의사들에게 최고의 선택지이다. 동사 플랫폼은 클라우드 기반 플랫폼이 데이터를 안전하게 다루는지 그리고 일정 기간 잘 작동했는지 평가하는 SOC2 Type 2 인증을 보유해, 플랫폼 내에서 다루지는 정보들에 대한 보안체계가 안정적임을 인정받았다. 또한 HIPPA보다 더 엄격한 보안을 요구하는 HITECH 법안까지 충족하는 방식으로 플랫폼을 운영하고 있어 법적인 문제에서도 자유롭다. 심지어 업계 표준의 신원 관리 솔루션을 활용하고, 면허를 수동으로 검토하는 팀까지 운영할 정도로 ‘의료인 전용’ 플랫폼을 제공하는데 진심이다.

최신 의학 정보까지  
습득 가능

동사 플랫폼은 정보 공유뿐 아니라 최신 정보의 습득까지 가능한 매력적인 플랫폼이다. 의·생명 과학은 발전이 빠른 학문으로 연간 150만 편 이상의 논문이 해당 분야에서 발표되고 있고, 매년 50개에 달하는 신약이 FDA 승인을 받아 시장에 새롭게 출시되고 있다. 의사들은 의료 과실 방지 및 맞춤 치료를 위해 최신 정보를 누구보다 필요로 한다. 그러나 의사의 68%는 정보가 너무나 많은 탓에 정보를 지속적으로 트래킹하는 것에 벅참을 느낀다고 대답했다. 이들 중 다수는 틈새 시간에 콘텐츠를 확인하므로 짧고 임팩트 있는 정보를 원했다. [도표 4-3]

AI로 분석해  
필요한 정보만 딱딱!

동사의 AI는 ① 각 의사가 종사하는 전문 분야에 적합한 정보를 ② 의사별로 선호하는 정보 제공 방식에 따라 피드에 제공해줌으로써, 의사들의 앱 사용을 유도한다. 예를 들어 의사별로 선호하는 정보 제공 방식이 논문 요약인지 혹은 가이드라인을 간단하게 요약하는 것인지 분석하고 이에 따라 맞춤형한 내용을 피드에 제공한다. 전례 없이 의학 지식이 증가하고 있는 상황에서 필요한 정보만을 요약해서 정확히 전달해주는 동사의 솔루션은 의사들에게 혁신적이다.

의대생들에게마저  
필수적인 플랫폼

아직 의사가 되지 않은 의대생들에게도 동사의 플랫폼은 필수적이다. 레지던시 프로그램은 의사로서의 커리어를 쌓는데 있어 가장 중요한 결정이므로, 적합한 프로그램을 찾는 것이 무엇보다 중요하다. 동사의 Residency Navigator는 의대생들의 적절한 레지던시 선택을 돕기 위해 정보를 제공하고, 최다 가입자수 기반 수많은 리뷰를 제공한다. 가장 중요한 선택을 앞둔 의대생 입장에서 가장 실질적인 정보를 얻을 수 있는 플랫폼을 사용하지 않을 이유는 없다. 실제로 현재 의대생 중 90% 이상이 동사 플랫폼에 가입, 활용하고 있다는 점이 이를 입증한다. [도표 4-4]

고용까지 전부  
한 바구니 안에

동사는 의사와 병원 간의 고용 플랫폼까지 제공하여 ‘취업’ 관점에서 All-in-one 서비스를 완성했다. 동사는 Talent Finder 기능을 통해 병원 등이 특정 조건에 맞는 의사를 검색해 직접 연락할 수 있는 기능, 전문직 채용 공고를 맞춤 피드로 자동 노출시키는 기능까지 제공한다.

락인효과 발생

이러한 모든 서비스는 의대생들이 향후 의사가 되어 자연스럽게 동사 플랫폼을 활용하게 되는 락인 효과로 이어질 것이다. 마치 메신저로 카카오톡을 사용하는 게 당연해지며 M/S 97%를 독식하고 있는 카카오톡처럼, 의대에 입학하면 ‘Doximity’에 가입하는 것이 당연해질 것이다. 이처럼 의대생 때부터 꾸준히 플랫폼을 활용한 의사들이, 굳이 타 플랫폼을 이용할 유인은 존재하지 않는다. 즉 동사는 네트워크 효과를 통해 경쟁사가 끼어들 수 없는 강력한 해자를 구축한 것이다.

도표 4-3. 증가하는 최신 의학 지식

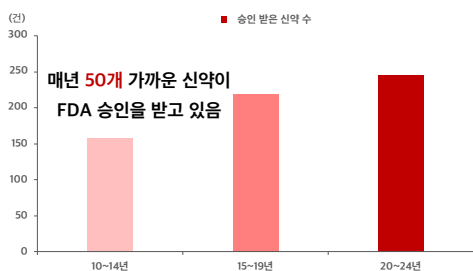


도표 4-4. Residency Navigator



출처: 언론종합, FDA, SMIC 4팀

출처: 동사, SMIC 4팀

### 4.3. 의료인을 위한 Only One Solution 'Doximity GPT'

동사가 24년 초 출시한 DocsGPT는 사전승인(PA) 제도로 인해 고통받던 의료인과 환자 모두에 게 구세주 같은 존재다. DocsGPT가 있기 전 대부분의 의료인들은 PA 제도로 인해 번아웃을 겪었고, 환자들은 효과 없는 조기 치료를 시도하는 등 무의미하게 의료 자원을 낭비했다. 지금부터 그간 PA 제도로 인해 의사들이 어떠한 신체적, 정신적 부담을 느끼고 있었는지, 동사의 DocsGPT가 의사들이 가려워하는 부분을 어떻게 해결했는지 확인한다. 이를 바탕으로 DocsGPT가 게임 체인저로서, 결국 모든 의사들이 사용하게 될 것임을 주장한다.

#### (1) 엄마, 난 PA가 싫어요!

PA로 의사들의  
① 업무부담 증가  
② 번아웃 발생

지금까지 PA는 의사들에게 있어 '반갑지 않은 일과'였다. 원래 PA는 산업분석에서 상술했듯 불필요한 진료 행위나 남용을 억제하고 비용을 줄이기 위해 도입되었다. 그러나 PA로 인해 의사들의 ① 업무부담이 증가했고 ② 이로 인해 번아웃이 발생했으며, 환자의 금전적 부담 증가로 환자가 치료를 중단하거나, 소규모 병원의 경우 미수금으로 경영이 악화되는 일이 발생했다. 실제 미국의학협회 24년 설문조사에 따르면 미국 의사의 93%는 사전 승인 때문에 치료 지연을 경험했고, 이로 인해 82%의 환자가 치료를 포기했으며 29%가 심각한 이상반응을 경험했다. [도표 4-5]

PA 업무에  
P2P 리뷰까지?

의사들에게 있어 PA로 인한 ① 업무부담의 증가는 번거로움 수준의 문제가 아니다. 미국 의사 1인당 평균 주 13시간, 주당 39건의 PA 업무를 수행하는데, PA를 위한 서류를 작성해서 팩스로 전송하는 일련의 과정이 PA의 전부가 아니기 때문이다. 3명 중 1명 꼴인 31%의 의사는 사전 승인이 자주 또는 항상 거절된다고 말했다. 의사는 승인을 위해 이의제기를 해야 하므로 PA 작성 이외에 추가적으로 보험사 담당자와의 직접 통화하는 Peer-to-Peer(이하 P2P) 리뷰를 요구받는다. 실제로 의사 65%가 P2P 리뷰에 자주 참여해야 하며, 그 빈도마저 증가하고 있다고 답했다.

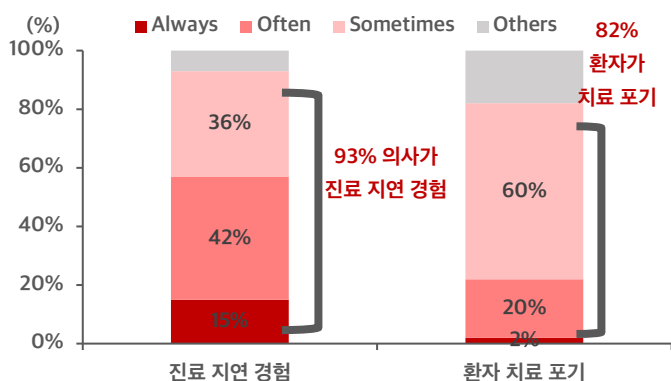
과중한 업무부담에  
번아웃을 겪는 의사들

이런 과중한 업무부담은 의사들이 ② 번아웃을 겪도록 만들었다. 89%의 의사는 PA가 번아웃을 악화시킨다고 응답했고 이렇게 사전 승인이 자주 거절되자 P2P 리뷰에 부담을 느끼거나, P2P 리뷰에서마저 이의 제기가 성공하지 않을 것 같아 이의 제기 자체를 하지 않는 경우도 증가했다. 동일 설문에서 PA가 거절되는 경우 오직 5명 중 1명의 의사만이 항상 이의 제기를 하고 있으며, 이의 제기를 하지 않는 이유로 67%가 경험상 이의제기가 실패할 것 같아서, 55%가 인력, 시간 부족, 53%가 PA 승인을 기다릴 여유가 없을 정도로 환자 치료가 시급해서라고 답한 바 있다.

18년부터 개선되지  
않은 PA 문제

이러한 문제는 비단 작금의 문제가 아니다. 18년 1월 미국의사협회를 포함한 6개 주요 보건 의료 단체는 행정부담 완화와 진료 접근성 개선을 위해 사전 승인 절차 개선을 위한 공동 성명을 발표했다. 그러나 8년이 지난 지금까지도 대부분의 항목에서 개선이 이뤄지지 않아, 의사들은 오랜 기간 동안 PA 승인과정으로 인해 심각한 신체적, 정신적 부담을 느끼고 있다. [도표 4-6]

도표 4-5. AMA 24년 설문 조사 결과



출처: AMA, SMIC 4팀

도표 4-6. PA 과정 개선을 위한 공동성명(18년)

PA 과정 개선을 위한 공동성명	
CS 카테고리	결과
PA의 선택적 적용	단 10%의 의사만이 PA 면제 건강보험 프로그램과 계약 처방약, 의료 서비스 모두에서 PA 요구 증가 PA 관련 정보 여전히 부정확 PA가 치료 연속성을 방해 23%만이 HER에서 전자 사전 승인 기능 사용
PA 프로그램 검토 및 양 조정	
PA 투명성, 정보전달 문제	
환자 치료의 연속성	
투명성, 효율성을 위한 자동화	

출처: AMA의 5개 단체, SMIC 4팀

보험승인 거절의 가장 큰 사유 : 표준화 X

이처럼 보험 승인이 자주 거절되는 가장 큰 이유는 보험사의 사전승인 규칙이 표준화 되어있지 않기 때문이다. 사전승인을 위한 양식과 서류는 보험사마다 규정이 다르고 복잡하며, 보험 상품 조건의 갱신에 따라 정기적으로 수정되므로 일일이 확인하는 것이 필요하다. 또한 이니셜이 잘 못됐거나, 주소가 불안정한 것처럼 사소한 오류도 거절의 원인이 된다. 민간 보험사인 유나이티드 헬스케어 CEO는 대부분의 보험 청구 거절은 양식을 잘못 작성하는데 기인하며 보험 청구 거절 중 85%는 기술과 업계 전반의 표준화된 접근을 통해 방지될 수 있다고 주장했다. [도표 4-7]

그러나 사전승인 규칙 표준화는 불가능

그러나 모든 민간 보험사의 사전승인 규칙을 표준화하는 것은 불가능하다. 먼저 미국은 민간 보험 중심의 시장구조로 각 보험사의 자율성이 상당히 높다. 또한 사전승인은 보험사의 비용을 통제하는 수단이다. 각 보험사는 가입자 구조, 리스크 관리 등의 다양한 요소를 고려해 각기 다른 승인 기준을 설정해야 하므로 모든 보험사에게 동일한 기준을 강제하는 것은 어렵다.

(2) 한 줄기 빛, DocsGPT

이 모든 걸 해결하는 혁신적 솔루션 DocsGPT

24년 초 동사가 출시한 DocsGPT는 이러한 복잡한 이해관계 속에서, 의사들이 마주한 현실적인 어려움을 완전히 해결해줄 수 있는 혁신적인 솔루션이다. DocsGPT는 기존 LLM이 따라하기 어려운 의료 현장의 언어들 학습, 탑재하여 보험 사전 승인 요청서, 의뢰서 등 병원 현장에서 자주 쓰는 문서들을 생성한다. 심지어 특정 상황에 적합한 의학 템플릿 적용도 가능하다.

거절 케이스를 극단적으로 줄여주는 DocsGPT

따라서 DocsGPT를 사용하면 보험사마다 서로 다른 양식으로 인해 발생하는 표현 오류, 불완전한 내용들로 인해 승인 거절되는 케이스를 극단적으로 감소시킬 수 있다. 구체적으로 DocsGPT는 승인 확률이 높은 clinical justification(의학적 타당성 설명) 템플릿을 학습한다. 보험사가 보험 승인을 할 때 보통 기존 치료가 실패했는지, 진단명과 치료가 적절히 연결되는지, 가이드라인 기준을 충족하는지 등을 확인하는데, DocsGPT는 학습한 템플릿을 바탕으로 오류 없이 설득력 있게 작성함으로써 보험 승인 확률을 높인다. 실제로 한 병원은 10%에 불과했던 보험 승인율이 DocsGPT 사용 이후 90%까지 증가하여 동사 플랫폼 사용의 덕을 톡톡히 보았다. [도표 4-8]

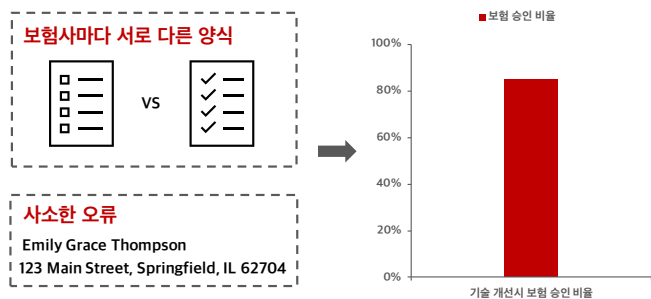
다른 편의 기능마저 존재하는 DocsGPT

동사의 DocsGPT의 매력은 여기서 멈추지 않는다. 차트를 작성하거나 환자 교육 자료 등의 문서 작업을 효율적으로 자동화할 수 있는 툴, 전자 의무기록 시스템(HER)에 신속하게 복사하여 붙여 넣을 수 있는 호환성, 생성된 문서를 Doximity 팩스를 통해 보안 유지 상태로 전송할 수 있는 기능도 추가해 의사들의 편의성을 최대로 높였다.

의사들은 DocsGPT를 이용할 수밖에 없다!

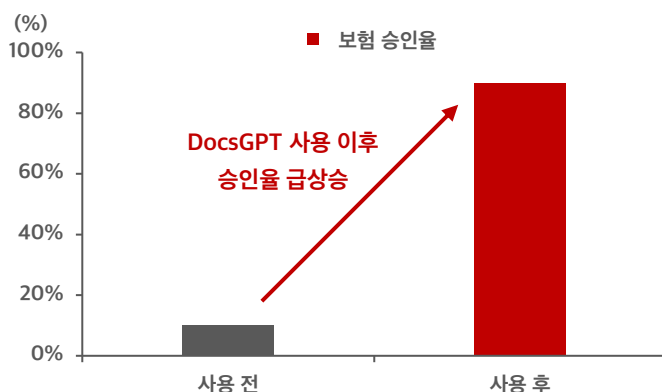
결론적으로 모든 의사들은 DocsGPT를 이용할 수밖에 없다. 의사들은 DocsGPT를 통해 상술한 ① 업무부담으로부터 완전히 해방될 수 있으며 그러므로 더 이상 ② 번아웃도 발생하지 않을 것이다. PA로 인해 진료가 지연되는 케이스가 사라지게 되므로 의사는 본연의 업무인 환자 진료 및 치료에 더 집중할 수 있을 것이고, 선순환 효과가 발생할 것이다.

도표 4-7. 기술 개선 시 보험 승인 비율



출처: 언론종합, SMIC 4팀

도표 4-8. DocsGPT 사용 이후 승인율 변화 사례



출처: AMA, SMIC 4팀

DocsGPT 활용시 PA 업무로 소모하는 시간 X

DocsGPT를 활용 중인 의사들은 업무 과정에서 이미 그 효용을 절실히 체감하고 있다. DocsGPT 사용자 400명을 대상으로 한 설문에서 의사들은 이를 활용해 주에 13시간을 절약할 수 있었다고 답했다. 상술했듯 미국 의사 1인이 평균 주 13시간을 PA 업무에 사용한다는 점을 감안하면 PA 업무로 소모하는 시간이 거의 없어졌다고 보는 것은 합리적이다. 이렇게 DocsGPT가 실질적인 효용이 있다는 것이 확인되자 사용량은 가속화되었고, 3Q25기준 QoQ로 60% 이상의 프롬프트가 추가로 생성됐을 정도로 업무 활용이 증가했다. [도표 4-9]

**(3) 유료화 되더라도 대체될 수 없는 DocsGPT**

강력한 해자를 구축한 동사

DocsGPT는 동사가 이미 80% 이상의 미국 의사 가입자를 확보했다는 점, 의료 정보는 철저한 보안을 필요로 한다는 점 덕분에 향후 독점에 가까운 지위를 유지할 것이다. 의료기관에서 LLM을 사용하기 위해서는 HIPPA를 준수한다는 HIPPA-compliant 인증을 받아야 하며 DocsGPT 라이선스 계약이 체결된 모든 의료기관 파트너들과 각각 BAA 계약도 체결해야 한다. 이러한 엄격한 보안으로 인해 병원에서는 ChatGPT와 같은 LLM의 사용에 어려움이 있다. 일반적인 LLM에 환자의 신상정보를 입력하면 AI가 이를 학습할 수 있고 이는 HIPPA에 위배되기 때문이다.

많은 의사 가입자를 확보하는 것이 모델 개선에 중요

바로 이 부분이 대다수의 의사 가입자를 확보하고 있는 DocsGPT가 시장의 Top player가 될 수 밖에 없는 이유다. DocsGPT는 모델 자체를 학습하며 개선하는 것이 아니라 프롬프트 템플릿을 사용자 피드백을 통해 직접 수정, 보완해야 하는 구조다. 따라서 해당 모델을 사용하는 사람이 많으면 많을수록 모델은 최적화된다. 이미 80% 이상의 의사 가입자를 보유하며, 향후 AU도 증가할 수밖에 없는 동사의 모델은 자연스레 그 어떤 모델보다 앞설 수밖에 없다. [도표 4-10]

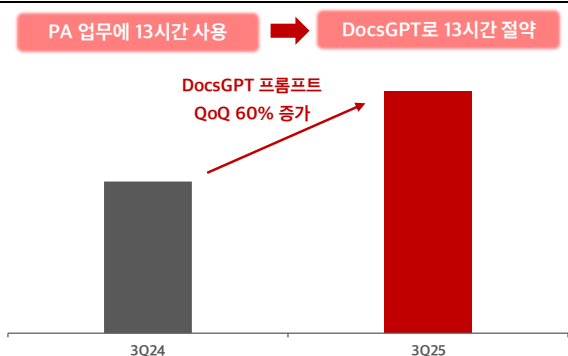
유료화가 되더라도 쓸 수밖에 없는 DocsGPT

동사 모델의 명확한 효용과 해자는 DocsGPT가 설사 유료화 되더라도 의사들이 여전히 동사 모델을 선택할 수밖에 없는 강력한 근거가 된다. 이미 동사와 같이 전문분야에 특화된 AI 플랫폼은 대다수 유료, 심지어 고가로 운영되고 있다. 일례로 법률 분야에서 계약 자동작성 등의 AI 서비스를 제공하고 있는 Thomson Reuters의 경우 월 구독료가 기본 227달러, 프리미엄 490달러다. 또 다른 법률 AI 플랫폼인 Luminance 또한 기본 99달러, 프리미엄 299달러로, 잘 알려진 LLM인 ChatGPT가 기본 30달러, 프리미엄 200달러라는 점을 감안하면 고가로 책정되어 있다.

의사들에겐 지불의도와 지불능력이 충분

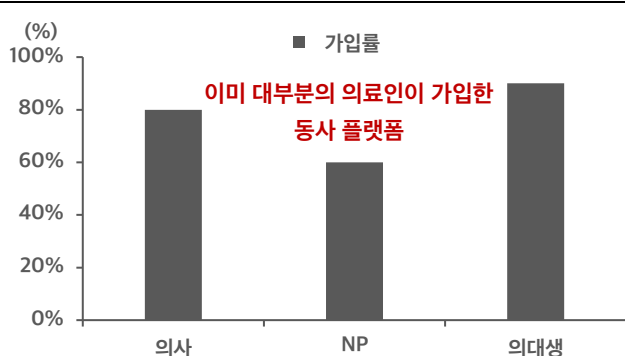
이처럼 전문직과 같이 특정 대상을 타겟으로 하는 LLM 및 AI 모델이 유료로 심지어는 고가로 책정되는 것은 그들이 지불 의도와 능력을 모두 가지고 있기 때문이다. 예를 들어 Thomson Reuters의 AI 솔루션을 활용하면 변호사가 수행하는 번거로운 업무를 상당 부분 자동화할 수 있다. 변호사의 평균 연봉은 14.8만달러로, 업무를 혁신적으로 개선시키는 AI 솔루션을 연봉의 단 4%만으로 구독할 수 있다면 그러지 않을 이유가 없다. 의사의 경우 평균 연봉이 36.3만달러에 달한다. 마찬가지로 가장 번거롭고 심지어 번아웃까지 야기하는 PA 업무를 해결하는데 채 연봉의 1%도 되지 않는 비용을 지불해야 한다면 이를 거리길 의사는 존재하지 않을 것이다.

도표 4-9. DocsGPT의 업무 활용도 증가



출처: AMA, 동사, SMIC 4팀

도표 4-10. 동사 플랫폼에 가입한 의료인 비율



출처: 동사 IR, SMIC 4팀

#### 4.4. 원격진료마저 가능하게 하는 ‘Dialer’

원격의료마저 지원하는 플랫폼

동사 플랫폼은 원격진료마저 지원해, 의사들이 플랫폼에 더 머물 수밖에 없게 만든다. Dialer는 의사와 환자 모두에게 접근성 높은 서비스이다. 의사 입장에서는 평소 활용하던 동사 플랫폼을 이용해 원격의료를 할 수 있고 환자는 별도 앱 설치 없이 전화만 받으면 된다. [도표 4-11]

무료로 사용가능한 Dialer

Dialer는 의사들의 활용도가 높을 수밖에 없는 2가지 특징을 모두 갖추었다. 먼저 Dialer를 통한 원격진료는 ‘무료’로 가능하다. 원격진료 1위 앱인 Teledoc은 원격진료용 플랫폼으로 그 대가로 구독료를 지불해야 한다. 그러나 동사의 플랫폼은 이미 상술한 여러 이점을 보유한 상황에서 원격 진료까지 무료로 제공함으로써 의사들이 자연스럽게 동사 원격진료를 활용하도록 만들었다.

병원 번호로 발신가능한 Dialer

둘째로 Dialer는 개인의 휴대폰에서 병원 번호로 전화를 발신할 수 있어 환자 연결율을 비약적으로 높일 수 있는 솔루션이다. 의사는 앱 설정을 통해 발신자의 번호를 선택할 수 있고 전화를 받는 환자는 해당 번호로부터 전화를 수신하므로, 환자의 수신율이 증가하게 된다. 실제로 의사의 83%가 Dialer를 사용할 때 다른 솔루션보다 환자 연결율이 더 높다고 대답했다.

무료 제공의 장점을 활용해 수익화까지

동사는 원격진료를 무료로 제공한다는 장점을 살려 후술할 Point of Care나 Formulary 같은 광고 모델을 활용해 수익화도 이루어냈다. 미국 원격의료 시장은 24년부터 32년까지 CAGR 17.1%로 성장해 32년에 약 2,140억 달러에 이를 것으로 전망된다. 이러한 상황에서 무료로 원격진료가 가능하다는 점은 향후 더 많은 의사들이 원격 진료를 위해서라도 동사 플랫폼에 접속할 수밖에 없음을 의미하며 해당 채널을 통한 광고 수익 또한 급증하게 될 것이다. [도표 4-12]

#### 4.5. 의사 말고 간호사에 약사까지?

의사와 같은 처지인 NP

간호사들 또한 의사와 마찬가지로 논리로 동사 플랫폼의 AU가 될 수밖에 없다. 동사 플랫폼은 의사를 메인으로 하지만 의료 전문가인 간호사, 의료보조사, 약사 등도 가입할 수 있다. 실제로 미국 NP(Nurse Practitioner)의 경우 60% 이상이 이미 동사 플랫폼에 가입했다. 이들은 독립적인 진료가 가능하며 PA 업무 과정에서 의사와 동일한 어려움을 겪고 있다. 따라서 DocsGPT가 이들을 위한 솔루션으로 자리매김함으로써 간호사들 또한 동사의 AU가 될 것이라고 확신한다.

신규 가입자는 꾸준히 이상향

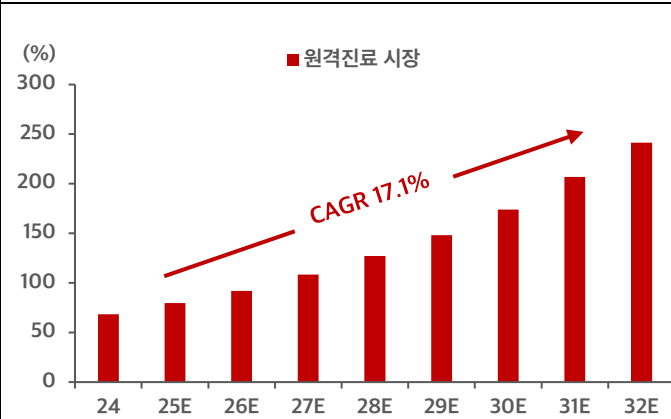
상술했듯 의료 전문가면 누구든 가입이 가능해, 동사 신규 가입자는 향후 꾸준한 이상향을 그릴 것이다. 약사나 의료보조사 입장에서도 피드를 통해 새로운 정보를 얻고, Dialer를 통해 환자와 통화하는 등의 서비스를 모두 무료로 이용할 수 있는 동사 플랫폼에 가입하지 않을 이유는 없다.

도표 4-11. Dialer 사용화면



출처: 동사, SMIC 4팀

도표 4-12. 원격진료 시장 추이



출처: Global Market Insights, SMIC 4팀

## 해자 구축 완료, 이제 돈을 벌 차례 - Point 2

광고주들에게 의료인 플랫폼으로서 독점적인 지위를 누리는 동사의 매력도는 압도적이다. 실제로 꺾인 적 없는 Q는 앞으로도 견고할 것이며, 이에 더불어 새로운 툴 통해 P 역시 증가하고 있기에 동사 앞에 놓인 미래는 눈이 부시다. 의료계의 메타와 링크드인, 동사를 소개한다.

### 4.6. 의료 광고의 최적 플랫폼, 견고한 Q 증가

#### (1) 비용 효율적인 디지털 마케팅

인적 마케팅의 비용

인적 마케팅의 비효율성으로 인해 디지털 마케팅의 시대가 왔다. 제약사들은 신제품이 출시되면 영업사원이 전문의를 방문하는 대면 마케팅을 해왔다. 그러나 면적이 넓은 미국의 특성상, 뉴욕 등의 대도시에도 100 km<sup>2</sup>당 1.29개~3.14개의 이비인후과가 존재하며, 평균적으로 약 11.29km를 이동해야 한다. 대도시를 벗어나면 이러한 문제는 더욱 심각하며 이는 **영업사원 인건비 지출이 증가하거나 유류비 등의 출장비 증가로 이어져 제약사의 비용을 증가시켜, 광고의 효과성 지표인 투자 비용 대비 수익률(ROI)을 훼손시킨다.** [도표 4-13.]

인적 마케팅의 비효율성

영업사원을 통한 마케팅은 더 이상 효과적이지 않다. 이미 진료나 연구, 행정 등으로 매우 바쁜 일정을 소화하는 의사들이 전문성이 결여된 영업사원과의 만남은 시간 낭비다. 실제로 의사들 세명 중 한명은 영업사원과의 만남을 거부하여 아예 받지 않으며, 거부하지 않는 경우에도 일주일에 1~2명의 영업사원에 한해 3분 이내의 짧은 시간 내에 제품의 특징점 정보만을 제공하는 짧은 미팅을 선호한다. 또한 의사들은 영업사원이 유리한 정보만을 강조하거나, 임상적 근거가 부족한 자료를 제공하는 경우가 많아 실질적인 도움을 기대하지 않는다고 답했다.

이미 대세가 된 디지털 마케팅

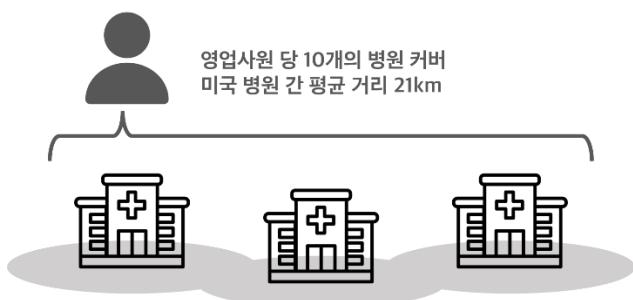
동사의 광고 서비스 이용자는 앞으로 늘어날 일 밖에 없다. 이미 광고 예산의 압도적 다수가 디지털로 이동했다. 25년 기준 미국 의료 산업의 광고 예산 중 72.2%가 온라인 광고로, 08년 기준 57.3%였던 영업사원 마케팅을 넘어선 지 오래다. 의사들의 67.5%가 오프라인보다 온라인 마케팅을 선호하며, 디지털 마케팅이 실제 처방에도 긍정적인 영향을 준다는 응답은 92%에 달한다. 약가 인하의 압박을 받고 있는 상황에서 제약사에게 비용 효율화는 그 어느 때보다 중요하기 때문에, 적은 비용으로 더 큰 효과를 누릴 수 있는 동사의 플랫폼의 이용자는 더욱 증가할 것이다.

#### (2) 실제로 사용할 의료진 타겟팅이 가능한 동사

광고의 효과성은 표적청중 도달율이 핵심

광고의 투자 대비 수익률(ROI)은 표적청중(Target Audience)에게 얼마나 효과적으로 도달하는가에 있다. 메타가 광고 플랫폼으로서 매력적인 이유 역시 개인의 선호도 분석을 통해 맞춤형 마케팅이 가능하기 때문이다. 실제로 다양한 분야의 많은 기업들이 맞춤형 마케팅을 통해 매출이 개선되거나 트래픽이 증가하는 등 효과를 경험했다. [도표 4-14.]

도표 4-13. 미국 병원 1개당 평균 면적



출처: NIH, PubMed, SMIC 4팀

도표 4-14. 광고업 표적청중 타겟팅 성공 사례

표적청중 타겟팅 성공 사례	
기업	효과
Never Fully Dressed	890%의 광고 투자수익률(ROAS) 달성
Aurum Brothers	월 매출 100% 증가, 13배 ROAS 달성
Seltzer Goods	월 매출 785% 증가, ROAS 9.68배
Dove	1년만에 매출 10% 증가
Apple	시장 점유율 5%에서 23%
비영리단체	전체 기부금 40% 증가, 기부 유지율 30% 상승
iSpionage	무료 체험 신청 30% 증가, 전체 매출 15% 증가
Zappos	매출, 수익, 전환율 모두 증가

출처: 각사, 언론종합, SMIC 4팀

제약사 타겟은 의사, 가장 효과적인 동사의 플랫폼

제약사에게 표적 청중인 의사와 NP의 80%가 쓰는 동사 플랫폼의 독점적인 위치는 압도적이다. 전술했듯이, 의료 광고의 경우 최종 소비자는 환자임에도 불구하고 선택권이 의사에게 있기 때문에 제약사와 의료기기업체들에게 표적청중은 처방 권한이 있는 의사와 NP다. 동사는 이미 실제 이용자인 의사들의 정보를 가지고 있기 때문에, 구매 확률이 높은 의사를 가장 정밀하게 타겟팅할 수 있다. 전술했듯이 동사는 시를 활용하여 클릭 수와 체류시간을 분석하여 개인 맞춤형 된 뉴스피드를 제공하고 있어, 별도의 관심사 분석이 필요 없다. Dialer, 팩스, 일정관리 등 업무에 활용되는 툴을 제공하기 때문에 의사별 처방 패턴, 진료과목, 환자군 등에 대한 데이터 역시 실제 상황 속에서 수집되는 정확한 데이터기에 타겟팅에 훨씬 효과적이다. [도표 4-15.]

구직 플랫폼이라는 압도적인 매력

특히 구직 사이트로서의 동사 플랫폼은 광고 플랫폼으로서의 매력도를 더욱 높인다. 최근 제약사가 향후 주요 처방자로 성장할 젊은 의사들을 대상으로 하는 장기적 마케팅 전략을 강화하고 있기 때문이다. 또한 구직을 위해 의사들이 자발적으로 자신의 세부 분야와 근무 위치 등의 개인정보를 기입하고 동사의 서비스를 이용하는 과정에서 최적화가 진행된다. 이렇게 입력된 개인 정보를 통해 논문 서비스와의 연동이 가능하며, 이용자인 의사가 게시한 논문들의 지속적인 업데이트를 제공하기 때문에 최근 연구 분야에 대한 꾸준한 트래킹이 가능하다. 이러한 구직 플랫폼으로서의 효용은 독점적인 위치를 지닌 동사가 지닌 넘볼 수 없는 헤자다.

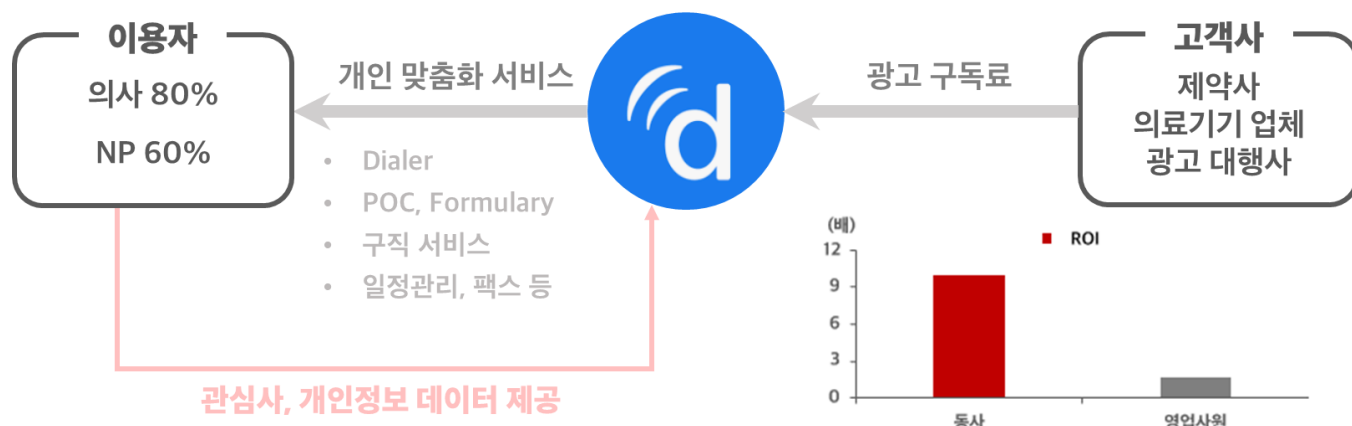
선별된 정보는 동사 입장에서 비용 효율적

동사는 락인된 이용자들로 인해 갖는 압도적 헤자를 적은 비용으로 누릴 수 있다. 이용자인 의료인에게 제공하는 서비스를 통해 쌓이는 정보가 곧 고객인 제약사가 필요로 하는 정보이기 때문에, 구글이나 메타처럼 다량의 산재된 비정형 데이터를 항목별로 분류하고 분석하는 기업에 비해 정보 분석에 드는 비용이 적다. 실제로 동사는 신규 제품 투자에도 불구하고, 운영비용 관리의 효율화를 통해 24년 56%라는 높은 EBITDA 마진을 보인 바 있다.

ROI로 증명된 효용성, 견고한 Q

이미 그 효용성은 ROI로 증명됐으며, 그 효과성을 맞본 제약사들이 동사에 락인되고 있다. 의사 대상 광고에서 평균적인 ROI는 영업사원 1.7배, 디지털 마케팅의 경우 2.46~ 4.2배다. 그러나 동사의 ROI는 11배에 달해 독점적인 지위를 갖는 플랫폼의 매력을 숫자로 증명했다. 동사의 Q는 꺾인 적 없이 성장했으며, 고비용을 지불하는 고객의 수가 더욱 늘어나고 있다. 10만불 이상 지불하는 고객의 수는 FY22년 251명에서 현재 346명으로 증가했으며, 50만불 이상 지불하는 고객은 FY22년 71명에 불과했으나 현재 114명이다. 특히 고객 유지율을 보여주는 지표인 순매출 유지율(NRR)은 항상 110% 이상을 유지하고 있으며, 상위 20개 고객의 경우 122%에 달해 이탈이 적다는 점은 물론, 효과를 본 고객들이 더 비싼 구독 모델로 전환하고 있음을 의미한다.

도표 4-15. 동사 플랫폼 수익 구조



출처: SMIC 4팀

4.7. 무한한 확장성, 예정된 P의 증가

업셀 전략으로  
성장 여력은 충분

이미 YoY 18.8%의 매출 성장을 보였음에도 불구하고, 동사 P는 아직 성장 여력이 크게 남아있다. 동사는 광고 제품을 구독 형태로 판매하기 때문에 업셀링(upsell), 즉 기존 고객이 광고 제품의 상위 버전을 구매하게 하여 더 큰 매출을 만드는 전략을 취하고 있다. 효과를 본 고객들이 새로운 약품군의 광고를 추가로 맡기거나, 표적청중을 확장하거나, 새로운 광고 모듈을 이용함으로써 추가금을 지불하도록 유도하는 것이다. 이러한 업셀 전략은 ① 아직 수익화 되지 않은 잠재 공간의 확장성과, ② 광고주를 위한 사이트인 클라이언트 포털의 효과성 측면에서 동사의 성장에 기여할 수 있는 바가 크다. [도표 4-16.]

(1) 아직 여러 발 남았다, 첫 발은 workflow

광고 플랫폼  
성장 초기 단계인  
동사

동사는 아직 성장 곡선의 초기 단계에 위치했으므로 성장 여력이 충분하다. 구글이나 네이버와 같이 성숙한 단계의 플랫폼은 폭발적인 성장을 보여주기 어렵다. 이용자가 이탈하지 않을 수준에서 한정적인 지면을 활용해야 하는데, 이미 활용할 수 있는 공간을 모두 사용하고 있기 때문이다. 그러나 동사는 뉴스피드를 제공하는 홈 화면에서만 광고를 제공하고 있었기 때문에 팩스, 일정 예약, DocsGPT 등 수익화 하지 않은 잠재 공간이 매우 다양하다.

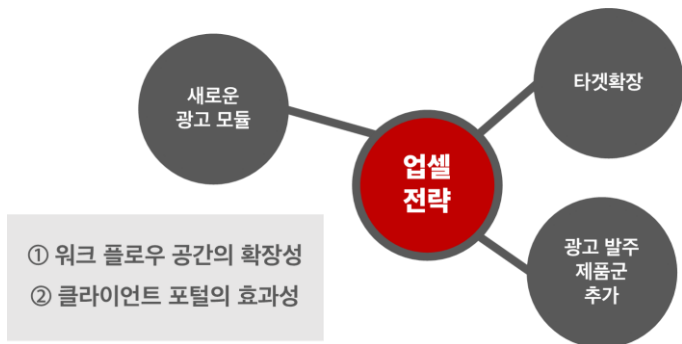
첫걸음인  
POC와 Formulary

23년 6월 POC(Point of Care)와 Formulary에 광고를 삽입함으로써 동사는 지면 확장의 첫걸음을 내딛었다. POC란 의료인이 진료 중에 실시간으로 최신 지침, 임상 데이터, 약물 정보 등을 확인할 수 있도록 지원하는 플랫폼이다. 제품 정보 등에 대한 광고를 첨부함으로써 진료 결정 과정에 직접적인 영향을 미칠 수 있어 광고의 효과성이 매우 높다. Formulary의 경우 처방 시 특정 약물의 보험 적용 여부, 대체 약물, 비용 등의 정보를 제공한다. 이는 곧 제약사 매출로 이어지는 처방에 중요한 요소로 작용하는 부분으로, 제약사는 자사 제품의 보험 적용 범위나 환자의 본인 부담금이 감소하는 등의 경제적 이점을 강조할 수 있는 기회로 활용 가능하다. [도표 4-17.]

POC와 Formulary  
효용성

진료 및 처방 직전에 제공되는 광고라는 점은 광고의 효과성을 압도적으로 올려준다. 구매 직전에 제공되는 광고의 효과는 압도적이다. 패션 브랜드에서 구매 직전 단계에서 광고 노출이 신규 고객 확보 비용의 1/5 수준의 투자로 34%의 구매 증가를 유도했다. 또한 동사는 음성 및 화상 통화 기능을 제공하는 Dialer에 POC와 Formulary 광고를 삽입하여 환자와의 접촉하는 순간에 실시간으로 의사와 환자 정보를 고려하여 맞춤형 광고를 제공할 수 있다는 혜자를 갖는다. 이러한 효과성에 힘입어 신제품에서 발생하는 매출은 24년 4Q 기준 전년 대비 100% 이상 성장했으며, 두 분기 연속 세 자리 수의 성장을 보이며 제약 광고 매출의 20% 이상을 차지해 향후 3~5년 내 기존 광고인 뉴스피드 수준의 핵심 성장 동력이 될 것으로 기대된다.

도표 4-16. 광고 업셀링



출처: 동사, SMIC 4팀

도표 4-17. POC와 Formulary

구분	Point of Care	Formulary
	진료 중 임상데이터, 약물 정보	처방 중 환자 본인 부담금, 보험 적용 범위
제공시점	진료 중	처방 중
제공정보	임상데이터, 약물 정보	환자 본인 부담금, 보험 적용 범위
화면예시		

출처: 동사 IR, SMIC 4팀

(2) 화력을 더해주는 Client portal

P 증가의 핵심,  
클라이언트 포털

동사의 Client portal(이하 포털)은 P의 증가를 가속화할 수 있는 혁신적인 도구다. 23년 3분기에 베타 서비스로 시작된 동사의 포털 서비스는 제약사 및 의료기기 회사와 광고 대행사를 위한 디지털 마케팅 관리 포털이다. 포털을 통해 동사 플랫폼에 광고를 게시한 제약사들은 마케팅 성과 분석을 확인하거나, 확장 가능한 광고 제품에 대한 정보를 얻을 수 있다.

업셀을 유도하는 데  
효과적인 도구, 포털

동사는 포털을 통해 마케팅 효과를 더욱 개선할 수 있는 광고를 맞춤형으로 추천하여 업셀을 유도한다. 동사의 포털이 제공하는 서비스 중 하나인 타겟 확장 툴은 제약사의 니즈를 완벽히 파고든 도구다. 산업분석에서 전술했듯이 미국은 전문 간호사인 NP가 의사의 감독 없이 진료와 처방이 가능하기 때문에, 제약사 입장에서 NP는 의사만큼이나 도달하고 싶은 표적층중이다. 따라서 NP의 60%가 가입한 동사의 플랫폼은 그 자체만으로도 매력도가 높지만, 여기에 더해 포털은 의사와 함께 일하는 NP를 식별하여 기존 마케팅에 추가할 수 있는 기능을 제공한다. 제약사 입장에서 약간의 비용 추가로 NP를 타겟으로 포함할 수 있는 선택지는 매우 매력적이기 때문에 실제로 가장 인기있는 기능이며, 이는 곧 동사의 ASP 증가로 이어진다.

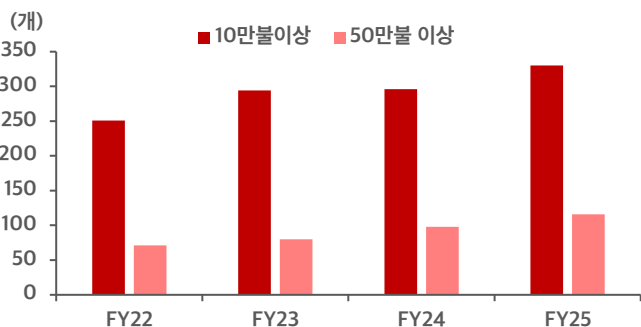
실적으로 이어지는  
높은 이용자 만족도

포털은 제약사와 광고 대행사 모두에게 매력적이다. 회사와 직접 접촉 없이도 성과 확인과 전략 수립이 가능해 대형 고객사에게는 전략적 활용을 돕고, 중소형 고객사에게는 접근성을 확대하는 효과가 있다. 광고 대행사와의 파트너십 체결은 추가 비용 없이 고객 접점을 확장할 수 있는 훌륭한 수단이며, 동사는 광고 대행사 전용 프로그램을 통해 협력관계를 맺고 있다. 실제로 작년 말 새로운 10개 광고 대행사를 포털의 파트너로 영입했으며, 최근 대행사가 50만 달러 규모의 신규 고객을 유치했다. 포털을 도입한 뒤 상위 20개 고객의 매출은 21% 성장을 보였으며, 50만 달러 이상 매출을 올린 고객 수가 102개사로 전년 대비 16% 증가했다. [도표 4-18.]

AI와 함께 발전하는  
포털 서비스

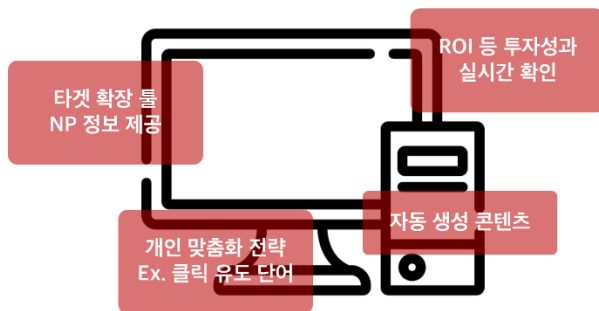
포털은 AI를 이용하여 제약사가 직접 마케팅 효과를 확인하고 광고를 최적화할 수 있게 지원하기 때문에, 앞으로 포털 이용자는 더욱 증가할 것이다. 24년 말 기준 고객의 50%가 사용중인 포털은 25년 내 모든 고객에게 확대될 것이다. 포털은 AI를 활용하여 클릭을 유도하는 단어를 의사별로 분석하여 개인화된 콘텐츠 최적화를 실현한다. 비디오 콘텐츠의 경우 이탈 시점을 분석하여 어떤 포인트에서 관심이 집중되고, 어디서 흥미를 잃는지도 파악이 가능하다. 또한 일반적으로 연간으로 제시되는 ROI와 달리 동사는 현재 일간 ROI 정보를 실시간으로 포털이 접속하여 확인할 수 있기 때문에, 고객사는 동사를 믿고 업셀 의사결정을 내릴 수 있는 것이다. AI 기술을 통해 브랜드 웹사이트의 URL을 입력하면 그 안의 이미지나 문구를 기반으로 20초 광고 콘텐츠를 자동 생성하는 서비스도 구현될 예정이다. [도표 4-19.]

도표 4-18. 클라이언트 포털 도입 후 성과



출처: 동사 IR, SMIC 4팀

도표 4-19. 클라이언트 포털 제공 서비스



출처: 동사 IR, SMIC 4팀

#### 4.8. 수익화의 피날레, DoximityGPT

새로운 수익원,  
DoximityGPT  
유료화

DocsGPT는 동사의 새로운 수익 창출원이 될 것이다. 당위성과 가능성 모두 근시일 내에 수익화를 진행할 미래를 가리키고 있다. 비록 동사가 수익화 계획을 공시한 적이 없지만, 이는 전술했듯이 오히려 주가에 전혀 반영되지 않은 기회를 제공한다. 무료로 서비스를 제공한 후 유료화한 AI 기업들과, 독과점 기업들의 수익화 사례들을 통해 동사의 수익화 가능성을 점쳐보자.

이미 AI 서비스  
기업들이 걸어온  
유료화의 길

대표적인 AI 서비스 기업들은 모두 무료 서비스에서 시작하여 1년 정도의 기간이 지난 뒤 유료화했다. AI 모델을 제공하는 기업들은 초기에 무료 서비스를 통해 이용자를 확보한 뒤, 1~2년 내에 유료 구독 모델을 도입하는 패턴을 보인다. ChatGPT와 Perplexity, Copilot 모두 서비스 제공을 시작한 지 평균적으로 10.2개월이 지난 뒤 유료 서비스를 실시했다. 유료 서비스 정도의 품질을 제공하기 위해 데이터와 모델이 충분히 안정화되는 데 보통 6개월에서 1년 이상이 걸리기 때문에 통상적으로 기업들이 1년 가량의 텀을 두고 유료화에 착수하는 것이다. [도표 4-20.]

전문분야 AI는  
수익화가 더욱 용이

특히 동사와 같이 보안이 중요한 전문 분야에서 AI 서비스를 제공하는 경우, 무료로 서비스를 제공하는 기업은 매우 드물다. 법률, 의료, 회계 등 전문분야에서 AI 서비스를 제공하는 기업의 경우 법률 및 의료 데이터의 민감성과 규제 등으로 인해 필요한 서비스를 제공하는 것이 까다로워 수요에 비해 공급자가 적고, 소득이 높은 전문직의 특성상 구매력이 높아 수익화가 용이하기 때문이다. 따라서 사용료 역시 ChatGPT와 같은 일반 AI 서비스 기업에 비해 의료업계 AI의 평균 구독료는 4.95배 높게 책정되었으며, 무료 체험 기간 외에는 모두 유료이다. 전문분야 AI 시장에서 완전 무료로 제공되는 서비스는 전체의 5% 미만으로, 이용자를 확보하기 위해 무료 서비스를 제공하는 스타트업이 대부분이기에 동사가 매우 이례적인 경우이다.

실제로 고가 수요가  
있는 전문분야 AI

유료 AI임에도 불구하고 전문 분야 AI 서비스에 대한 시장 수요는 견조하다. Thomson Reuters는 법률 리서치와 계약 분석 등 소송 준비를 보조하는 기능을 제공하는 CoCounsel이라는 AI 서비스를 운영한다. 월 구독료는 할인된 가격이 227달러이며, 이는 ChatGPT에 비해 무려 11.35배나 비싸지만 23년의 초기 서비스 제공 당시에도 무려 150개 로펌이 서비스를 이용했다. 회계사를 대상으로 영수증과 송장 등에 대한 자동처리 및 정확성 향상 기능을 제공하는 Dext의 경우 월 \$25로 50개 항목에 대한 서비스만 제공하는 모델부터 월 \$249로 3000개 항목과 기타 추가 서비스를 제공받을 수 있는 모델까지 네 단계의 유료 모델을 제공하며, 전 세계적으로 25,000개 이상의 회계법인을 고객으로 보유하고 있다. [도표 4-21.]

도표 4-20. AI 서비스 유료화 전환 소요 기간

대표적인 AI 서비스 기업			
모델명	유료 전환까지 소요 기간	유료 모델명	모델 가격(월 기준)
ChatGPT	22.11 ~ 23.02 (2.1개월)	Plus	\$20
		Team	\$30
		Pro	\$200
Perplexity	22.12 ~ 23.12 (12개월)	Professional	\$20
		Enterprise	\$40
Copilot	23.09 ~ 25.02 (16.5개월)	Pro	\$20
		MS 365	\$30
		Studio	\$200/25,000메시지

출처: 각사, 언론종합, SMIC 4팀

도표 4-21. 전문 분야 AI 기업

전문 분야 AI 기업			
기업명	분야	AI 서비스 기능	금액(월 기준)
Thomson Reuters	법률	리서치, 검토, 계약 분석	\$227~490
MyCase	법률	케이스 관리, 리드 관리	\$39~109
Clearbrief	법률	사실 검증, 요약, 오류 탐지	\$150~300
Luminance	법률	계약 분석, 챗봇, 자동 초안	\$99~299
Dext	회계	영수증 자동처리, 데이터 추출	\$25~249
Futrlri	회계	재무 리포트, 시나리오 분석	\$40~550
Augmedix	의료	NLP 기반 임상 문서 자동화	\$1,800
Omada Health	의료	만성 질환 원격 관리	\$50~150
WELL AI Voice	의료	AI 음성 인식 기반 차트 자동화	\$49.99~129
의료업계 평균			\$99~299

출처: 각사, 언론종합, Freed, SMIC 4팀

**근시일 내 수익화할 동사** 동사 역시 근시일 내에 수익화에 착수할 것이다. 동사 플랫폼을 사용하는 활성 이용자 수는 DocsGPT 도입 이후로 YoY 10% 증가하여 61만명에 달한다. DocsGPT는 23년 2월부터 서비스를 제공하기 시작하여 2년 간 행정직원이 입력하는 PA 정보를 수집하여 학습하였으며, [Point 1]에서 전술했듯이 DocsGPT를 활용한 효용 역시 증명되었으므로 **평균적인 AI 기업들의 유료화 기간을 고려했을 때 올해 말에서 내년 초 유료 모델을 제공할 것으로 예상된다.** [도표 4-22.]

**의료 + 서류 작업의 헤자는 독점력** 동사가 압도적인 점유율을 자랑하는 독점 플랫폼이라는 점은 수익화를 용이하게 한다. 사용을 통해 학습이 강화되는 AI의 특성상, 의사의 80%와 NP의 60%가 이용하는 플랫폼이라는 동사의 지위는 의료 업계의 서류 작업에 특화된 AI를 제공할 수 있는 막강한 헤자가 된다. 보안 등의 문제로 병원 내 LLM 사용이 제한된 상황에서, 동사의 DocsGPT의 가치는 헤아릴 수 없다.

**독점기업의 레퍼토리 무료로 모아서 유료로 전환하기** 독점 기업들은 무료로 점유율을 확대하여 사용자들을 락인 시킨 후 유료로 전환한다. 대표적으로 Zoom이 코로나 때 시장 장악을 위해 무료로 이용자들 끌어들이었으나, 1년 4개월 경과 후 교육기관의 70% 이상이 사용하던 상황에서 인원수 및 회의 시간 제한을 두고 추가 사용을 유료화한 사례를 들 수 있다. 구글포토의 경우 15년 5월 출시 당시 용량 제한 없이 사진과 동영상을 무료로 클라우드에 저장할 수 있게 했으나, 20년 경 사실상 대체제가 없는 대표적 사진 백업 서비스로 자리잡자 1년 뒤인 21년 6월 15GB를 초과하는 저장 공간에 대해 유료화를 진행했다. 유튜브 역시 초창기에 1,000명 이상의 구독자를 보유한 채널에만 광고를 붙였으나 21년 6월부터 모든 채널에 광고를 삽입하고, 광고없이 서비스를 이용하려면 구독하도록 전환했다. [도표 4-23.]

**국내 독점기업도 마찬가지** 이는 비단 해외에 국한되지 않는, 독점력을 지닌 기업이라면 당연히 걸어가는 길이다. 국내 역시 카카오 모빌리티가 택시 플랫폼으로서 점유율 93%를 차지한 지 2년만에 택시 기사에게 월 9만 9천원의 정액 요금을 부과하기 시작했다. 쿠팡 역시 막대한 적자를 감수하며 지속적으로 시장 점유율을 높여 23년 이커머스 시장 점유율 30%를 돌파하며 시장 지배력을 행사할 수 있게 되자 월 4,990원이던 와우 회원 요금을 7,890원으로 무려 58%나 인상했다. 영화관 역시 멀티플렉스 3사가 시장을 장악한 뒤 영화관람료는 물가상승률을 크게 상회하는 수준으로 반복인상됐다.

**DoximityGPT 는 유료화될 것** 모든 것은 준비됐다. 지금까지 의료인들에게 각종 무료 서비스를 제공하며 독점력을 형성한 동사의 지위를 위협할 플랫폼은 존재하지 않는다. 이미 편리함을 경험한 의사들은 번거로운 사전 승인 과정을 단축시켜주는 DocsGPT가 부분 유료화 되더라도 지불할 용의가 충분하며, 구매력이 높은 이용자를 대상으로 하는 동사의 수익화 전략은 동사의 매출을 한 단계 더 도약시킬 것이다.

도표 4-22. DoximityGPT 유료화

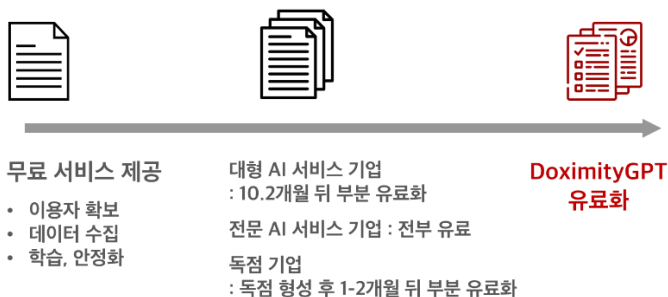


도표 4-23. 독점 기업의 수익화 사례

독과점 기업의 유료화 사례				
서비스	독점력 확보	유료 전환 시점	기간	내용
구글 포토	19년 7월 (10억 사용자)	21년 6월	2년	15GB까지만 무료 제공 2,400원~11,900원
줌	20년 3월 (70%+ 점유율)	21년 8월	1.4년	인원 수 및 회의 시간 제한 추가 사용은 유료 전환
카카오 모빌리티	19년 (93% 점유율)	21년 4월	2년	택시 기사에게 과금 월 9만 9천원
유튜브	15년 이후	15년	1년	유튜브 프리미엄
쿠팡	22~23년 (25%+ 점유율)	1차 인상 21년 2차 인상 24년	1.5년	월 2,900 → 4,990 (72.1% 인상) 월 4,990 → 7,890 (60% 인상)

출처: SMIC 4팀

출처: 언론종합, SMIC 4팀

## 매출추정

상기 투자포인트를 종합하여 도출한 매출 추정 테이블은 다음과 같다. 매출 추정은 Case 1과 Case 2 두 방식으로 나누어 진행하였는데, 전자는 마케팅 서비스 성격에 따라 나누어진 네 사업 부를 중심으로 추정하였고, 후자는 Case 1에 동사의 생성형 AI 서비스 DocsGPT 유료화로 인한 매출만을 더해 추정하였다. Case 1 최종 매출 추정 테이블은 [Appx 7-1.]에 첨부하였다.

Doximity Revenue 추정 - Case 2						
(U.S. dollars in thousands)	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E
Revenue	343,548	419,052	475,422	570,399	690,136	1,028,580
<i>YoY(%)</i>	-	<b>22.0%</b>	<b>13.5%</b>	<b>20.0%</b>	<b>21.0%</b>	<b>49.0%</b>
Marketing Solution	240,484	301,717	304,270	342,239	392,317	456,362
<i>% of sales</i>	70.0%	72.0%	64.0%	60.0%	56.8%	44.4%
Workflow Solution	-	-	45,000	95,580	145,091	213,500
<i>% of sales</i>	-	-	9.5%	16.8%	21.0%	20.8%
Recruitment Solution	99,629	113,144	121,040	127,301	145,123	169,794
<i>% of sales</i>	29.0%	27.0%	25.5%	22.3%	21.0%	16.5%
Telemedicine	3,435	4,191	5,112	6,235	7,605	9,277
<i>% of sales</i>	1.0%	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%	0.9%
Paid DocsGPT						179,647
<i>% of sales</i>						17.5%

### 5.1. Marketing Solution 매출 추정

Marketing Solution 매출 추정						
(U.S. dollars in thousands)	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E
Marketing Solution Revenue	240,484	301,717	304,270	342,239	392,317	456,362
<i>YoY(%)</i>	<b>45.3%</b>	<b>25.5%</b>	<b>0.8%</b>	<b>12.5%</b>	<b>14.6%</b>	<b>16.3%</b>
Incremental Revenue	74,966	61,234	36,077	37,969	50,077	64,045
Existing Customers	56,225	45,925	30,923	31,489	43,898	56,815
Marketing Solution User Base (k)	322	374	394	446	464	479
Client Portal Sign-Up Rate	-	-	20%	50%	67%	84%
Client Portal Sign-Up Base (k)	-	-	79	223	311	402
<i>YoY(%)</i>	-	-	-	<b>183%</b>	<b>39%</b>	<b>29%</b>
New Customers	18,742	15,308	5,154	5,420	6,179	7,230
Active User Base (k)	530	550	580	610	695	814

#### (1) Existing Customers 매출 추정

Marketing Solution(이하 Marketing)에서 발생한 매출은 투자포인트 논리에 따라 크게 기존 고객들에게서 발생한 것과 신규 고객들에게서 발생한 것으로 나누어 추정하였다. 우선 기존 고객 매출은 Q가 고정되어 있기에 각 고객이 지출하는 금액, 즉 P에 그 성장이 달려있다. P의 성장은 한 기존 고객이 의뢰하는 광고의 수가 늘어나거나, 광고의 가격이 높아질 때 발생한다. 그리고 전술했듯, 마케팅 의뢰 고객들이 더 많은 금액을 지불하도록 유도하는 것은 얼마 전 출시된 서비스 Client Portal이다. 가입자 수가 늘어날수록 지불 금액을 늘리도록 유도할 수 있는 대상이 확대되는 것이기에, 기존 고객 매출의 증가는 Client Portal 가입자 수와 관련이 깊다.

따라서 Client Portal 가입자 수는 Marketing 서비스 이용 고객 수에 동사가 어닝콜에서 제시한 향후 Client Portal 가입률을 적용해 추정하였다. 동사는 가입률 100% 달성까지 걸릴 시간을 3년으로 제시하였고, FY25 기준 가입률이 50%이기에 남은 50%의 상승분을 FY26과 FY27에 17%씩 안분해 각 시기의 가입률이 67%와 84%가 될 것으로 가정하였다. 그리고 이렇게 구해진 Client Portal 가입자 수의 YoY 증가율을 기존 고객 매출 증가액에 적용해 추정하였다.

Client Portal 서비스 제공 전에도 기존 고객 매출이 꾸준히 증가해왔다는 점에서 이러한 추정은 충분히 보수적이다. Client Portal은 고객 매출의 상승을 가속화하지만 서비스 출시 전에도 매출은 꾸준히 증가해왔다. 이를 통해 동사 플랫폼의 기존 역량으로 인한 매출 증가액 역시 적지 않을 것임을 확인할 수 있으나, 본 추정에는 포함하지 않았다.

## (2) New Customers 매출 추정

다음으로, 신규 고객 매출액 증가는 활성 이용자 수 증가율로 추정하였다. 이때 활성 이용자는 동사의 플랫폼이 제공하는 AI 도구, 팩스, 원격 진료 등의 서비스를 활발히 이용하는 자들이다. 이들은 동사의 플랫폼 이용자이자, 동사의 고객들이 의뢰하는 의료 마케팅의 타겟이기도 하다. 활성 이용자의 증가는 마케팅의 타겟이 될 수 있는 사람이 많아진다는 뜻이고, 이는 곧 동사의 플랫폼이 마케팅 의뢰자들에게 더 매력적인 존재가 됨을 의미한다. 따라서 활성 이용자 수의 증가는 신규 고객 유입의 가장 큰 유인이다.

활성 이용자 수는 LinkedIn의 자체 생성형 AI 서비스 출시 후 활성 이용자 수 증가율을 Proxy로 삼아 추정하였다. 동사는 흔히 '의료계의 LinkedIn'이라고 불릴 정도로 두 플랫폼의 BM은 매우 유사하다. 전술했듯 두 기업 모두 특정 직업군을 대상으로 하며 독점적인 지위를 유지하고, 그들을 대상으로 채용 등 여러 분야의 광고 사업을 영위해 수익을 창출한다.

과거 LinkedIn의 생성형 AI 출시는 활성 이용자 수 증가에 큰 영향을 미쳤고, 이는 동사의 DocsGPT로 인한 활성 이용자 수 증가 추이를 잘 보여주는 사례가 될 수 있다. LinkedIn의 생성형 AI는 전체 이용자의 약 70%가 최소 한 번 이상 사용했으며, 이는 실제로 활성 이용자수 증가로 이어졌다. 심지어 LinkedIn의 생성형 AI는 자체 프롬프트를 이용해 자소서 작성을 돕는 서비스를 제공한다는 점에서 자체 프롬프트를 이용해 각종 의료 문서 작성을 돕는 동사의 DocsGPT와 매우 유사하다. LinkedIn의 활성 이용자 수 변화는 [Appx 7-2.]에 첨부하였다.

단, [Appx 7-3.]에서 확인할 수 있듯 동사의 DocsGPT는 FY25부터 본격적으로 프롬프트를 쌓아 갔다는 사실을 감안해 LinkedIn의 AI 서비스 직후 2년 간의 이용자 수 증가율을 각각 FY26과 FY27에 적용하였다. 서비스 출시는 FY24였다는 점을 고려할 때 이는 보수적인 적용이다.

## 5.2. Workflow Solution 매출 추정

Workflow Soution 매출 추정						
(U.S. dollars in thousands)	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E
Workflow Solution Revenue	-	-	45,000	95,580	145,091	213,500
<i>YoY(%)</i>	-	-	-	-	<b>51.8%</b>	<b>47.1%</b>
Incremental Revenue	-	-	-	50,580	49,511	68,409
Zocdoc Practice Solution Revenue	80,038	170,000	258,061	379,734	-	-
<i>YoY(%)</i>	-	-	<b>51.8%</b>	<b>47.1%</b>	-	-

Workflow Solution(이하 Workflow)의 매출액은 해당 서비스와 매우 유사한 방식의 광고 서비스인, 미국 Zocdoc의 Practice Solution(이하 Practice)의 매출액 증가율을 이용해 추정하였다. Zocdoc은 환자가 병원 진료를 예약할 수 있는, 미국의 의료 플랫폼 기업이다. 이 플랫폼에는 2500만 명 이상이 가입되어 있을 만큼 규모가 크고, Zocdoc은 이 가입자들을 상대로 여러 의료 광고 대행 사업을 전개해 수익을 창출한다. 동사와 Zocdoc미국의 의료 플랫폼을 운영하며 광고로 수익을 창출한다는 점에서 BM 자체의 성격도 유사하나, 그 중에서도 특히 Practice Solution은 환자와 의사를 연결하는 채팅, 전화, 화상 통화 등의 소통 창구로, 동사의 Workflow와 다음 두 가지 측면에서 상당한 정도의 유사성을 갖는다.

① 광고를 의뢰하는 주체와 광고의 타겟이 되는 객체, 그리고 광고를 통해 홍보하고자 하는 대상이 모두 의학 분야로 한정되어 있는, 매우 까다로운 광고 사업을 전개한다는 점에서 유사하다. 전술했듯 동사의 Workflow의 의뢰 주체는 주로 제약 회사, 타겟은 Workflow로 환자와 소통하는 의사, 홍보 대상은 약물이다. 그리고 Practice의 의뢰 주체는 병원 혹은 의사, 타겟은 의사와 소통하는 환자, 홍보 대상은 병원, 약물 등이다. 의료 광고는 까다로운 HIPPA 규제를 충족해야 하므로, 다른 광고 기업들과는 다른 전문성을 요한다.

② 환자와 의사의 소통이라는 상황에 맞는 적절한 대상인 약물, 병원 등을 홍보하는 맥락 기반 광고가 가능하다는 점에서 다른 의료 광고 회사들에 비해 경쟁력을 갖는다는 점에서 유사하다. 두 서비스 모두 환자와 의사가 건강에 관해 소통할 때 적절한 약품이나 병원에 대한 광고를 노출시키는데, 이러한 방식은 매우 효과적일 뿐만 아니라 오직 환자와 의사의 소통 창구 역할을 하는 플랫폼만이 제공할 수 있는 서비스이다.

이러한 높은 유사성에 의거하여 동사의 Workflow 광고 서비스 도입이 Zocdoc의 Practice와 유사한 성장률을 보일 것이라 추정하였다. 단, Zocdoc의 Practice는 FY22 전까지는 문자와 통화의 기능을 제공하지 않았기에 동사의 Workflow와 그 서비스의 성격이 달랐다. 따라서 Workflow의 광고 서비스 시작 후 2년이 지난 시점인 FY26부터의 매출액 성장률에는 Practice가 문자와 통화 서비스를 시작한 지 2년이 지난 시점인 FY24부터의 성장률을 적용해 추정하였다. Zocdoc의 Practice는 추가 서비스를 제공하기 전에도 다른 서비스들로 인한 매출액 증가분이 이미 반영되어 있었음을 고려할 때, 이러한 추정은 충분히 보수적이다.

### 5.3. Recruitment Solution & Telemedicine 매출 추정

Recruitment Solution Revenue						
(U.S. dollars in thousands)	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E
Recruitment Solution Revenue	99,629	113,144	121,040	127,301	145,123	169,794
<b>YoY(%)</b>	-	<b>13.6%</b>	<b>7.0%</b>	<b>5.2%</b>	<b>14.0%</b>	<b>17.0%</b>
Active User Base (k)	530	550	580	610	695	814

Recruitment Solution(이하 Recruitment) 매출 추정은 활성 이용자 수의 성장률을 이용해 추정하였다. 의료인을 채용하려는 병원 등의 주체가 광고를 의뢰하려고 할 때, 해당 광고를 노출시킬 수 있는 사람이 많을수록 그 광고의 효과는 더 커진다. 전술한 Marketing, Workflow의 매출은 Client Portal, DocsGPT 등 새로운 서비스의 도입의 영향을 직접적으로 강하게 받으며 보다 큰 폭으로 성장할 유인이 있는 영역이었으나, Recruitment는 그러한 특정 서비스들로 인한 직접적인 수혜보다는 플랫폼 전반의 활성 이용자 수로 인해 영향을 받는 매출액 변화가 더 크다.

실제로 지난 3년 간 동사의 Recruitment 매출액과 활성 이용자 수의 상관관계수는 0.93으로, 두 지표는 높은 상관 관계를 보이기에 이러한 방식의 추정은 매우 합리적으로 보인다. 이를 보여주는 회귀분석 자료는 [Appx 7-4.]에서 확인할 수 있다. 또한, 최근 미국에서는 진료 외의 관행 업무 과다 등의 이유로 번아웃을 겪는 의사가 많아지며 이직이 활발해지는 추세이고, 이로 인해 채용 광고 의뢰가 더욱 증가할 것임을 고려할 때 이러한 매출 추정 방식은 보수적이다

마지막으로, 전체 매출에서 약 1% 정도를 차지하는 Telemedicine의 매출 추정은 과거 CAGR 성장률을 적용하여 추정하였다. 앞으로 원격 진료 시장이 점점 더 확대될 것임을 고려할 때, Telemedicine은 이러한 보수적 추정치보다 더 높은 성장률을 보일 것이다.

## 5.4. Paid DocsGPT Revenue 추정

Paid DocsGPT Revenue 추정						
(U.S. dollars in thousands)	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E
Paid DocsGPT Revenue						179,647
Paid DocsGPT User Base (k)						374
Active User Base (k)						814
Paid DocsGPT User Rate						46%

DocsGPT 유료화로 인해 발생하는 매출은 최종 매출 추정 Table 중 Case 2에만 포함되는 것으로, 출시 당해 연도의 매출만 보수적으로 추정하였다. 우선, DocsGPT이 유료화될 때의 예상 사용자 수 추정에는 LinkedIn의 자체 생성형 AI Hiring Assistant(Hiring)의 활성 이용자 수 대비 사용률을 적용하였다. 전술했듯 LinkedIn은 동사와 플랫폼 자체의 성격이 매우 유사할 뿐 아니라 자체 생성형 AI 역시 동사의 DocsGPT와 유사한 서비스를 제공한다. 그런데 생성형 AI의 성격상 활성 이용자 중 서비스 사용자 수의 비율은 다음 두 가지 측면에서 LinkedIn 보다 동사가 훨씬 높을 수밖에 없기에 이러한 추정은 매우 보수적이다.

① Hiring의 주요 제공 서비스는 구직에 필요한 자소서 작성으로, 해당 서비스를 이용하는 사람은 새로운 직업을 얻고자 할 때 일회적으로 사용한다. 따라서 한 번 사용하기 시작한 사람이 장기적으로 서비스를 이용할 확률이 매우 낮고, 한 사람 당 생성형 AI를 사용하는 기간이 짧을 확률이 높다. 반면, DocsGPT의 문서 처리 서비스는 의료인의 업무 전반에 대한 서비스를 제공하는데, 그 업무가 쉽게 변하지 않고 매일 일상적으로 반복된다는 점에서 서비스를 사용하기 시작한 사람이 장기적으로 그 서비스를 이용할 확률이 높다. 이처럼 DocsGPT는 Hiring에 비해 한 이용자 당 서비스 구독 유지 기간이 훨씬 길 수밖에 없다.

② 다음으로, DocsGPT는 플랫폼의 활성 이용자 대부분을 타겟으로 할 수 있는 서비스를 제공하지만, Hiring은 활성 이용자의 일부만을 타겟으로 할 수 있다. DocsGPT는 의사와 간호사, 보조 의료인 각각에게 필요한 서비스 모두를 제공하기에 활성 이용자 수 대부분에게 그 서비스는 유용하다. 그러나 LinkedIn의 플랫폼에는 구직자 외에도 다양한 사람들이 특정 직업군에 대한 정보를 공유하기 위해 가입해 있는데, Hiring은 자소서 작성 기능만 제공하기에 활성 이용자 중 일부만이 해당 서비스를 유용하게 사용할 수 있다.

Paid DocsGPT의 가격은 시중에 출시된 유사 서비스들 중 가장 낮은 가격인 월 40 달러로, 보수적으로 가정하였다. 전술했듯 시장에는 DocsGPT와 같이 특정 전문 분야들을 대상으로 제공하는 생성형 AI 서비스들이 많다. 그리고 그 서비스들은 최소 월 40 달러 이상의 가격으로 책정되어 있다. 가장 널리 쓰이는 생성형 AI ChatGPT의 서비스 가격이 20달러부터 시작된다는 점을 고려할 때 이러한 전문 분야 대상 AI는 범용적인 생성형 AI에 비해 훨씬 높은 가격으로 책정된다는 점을 확인할 수 있다. 심지어 의료 업계의 경우 평균 가격이 99 달러 이상으로 특히 더 비싸다. 앞서 언급한 40 달러 가격의 생성형 AI는 영국 Futrli가 제공하는 회계 분야 생성형 AI라는 점에서, 의료 생성형 AI인 동사의 DocsGPT는 더 높은 가격으로 책정될 확률이 매우 높다.

이와 같은 논리로 시중의 DocsGPT와 유사한 모델을 이용해 매우 보수적으로 추정한 활성 이용자 수 대비 Paid DocsGPT 이용자 수 비율(46%)과 서비스 구독료(월 40 달러)를 이용해 서비스 출시 FY27의 Paid DocsGPT 매출을 추정하였다. 전자를 앞서 추정한 동사의 FY27 활성 이용자 수에 적용해 DocsGPT 예상 이용자 수를 추정하였으며, 이 수와 추정한 서비스 구독료를 통해 해당 사업의 총 매출액을 추정하였다.

## Valuation - EV/EBITDA Method

### 6.1. 비용추정

최종 매출원가 및 판매관리비 추정 Table은 아래와 같다. 본격적인 추정 논리 설명에 앞서, 당사는 Fiscal Year을 채택하여, 24FY의 경우 24.3.31에 종료되는 1년의 회계기간을 뜻한다.

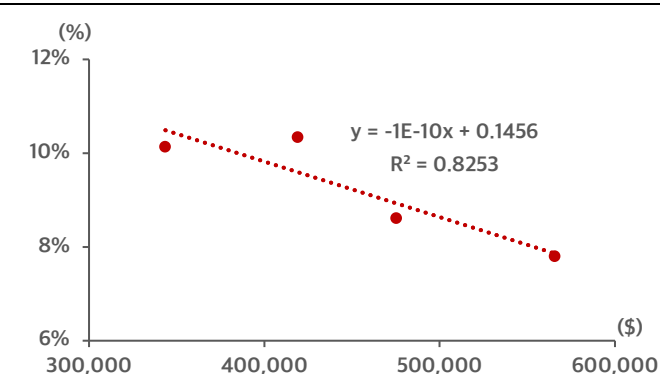
매출원가 및 판매관리비 추정						
(U.S. dollars in thousands)	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E
<b>Revenue</b>	<b>343,548</b>	<b>419,052</b>	<b>475,422</b>	<b>570,399</b>	<b>686,897</b>	<b>845,693</b>
<i>YoY(%)</i>	<i>66.0%</i>	<i>22.0%</i>	<i>13.5%</i>	<i>20.0%</i>	<i>20.4%</i>	<i>23.1%</i>
<b>Cost of revenue</b>	<b>34,808</b>	<b>43,308</b>	<b>40,916</b>	<b>44,873</b>	<b>54,038</b>	<b>66,530</b>
<i>매출원가율(%)</i>	<i>10.1%</i>	<i>10.3%</i>	<i>8.6%</i>	<i>7.9%</i>	<i>7.9%</i>	<i>7.9%</i>
<i>GPM(%)</i>	<i>89.9%</i>	<i>89.7%</i>	<i>91.4%</i>	<i>92.1%</i>	<i>92.1%</i>	<i>92.1%</i>
<b>Operating expense</b>	<b>162,461</b>	<b>197,332</b>	<b>217,729</b>	<b>223,036</b>	<b>253,570</b>	<b>290,805</b>
<i>판매비율(%)</i>	<i>47.3%</i>	<i>47.1%</i>	<i>45.8%</i>	<i>39.1%</i>	<i>36.9%</i>	<i>34.4%</i>
<i>OPM(%)</i>	<i>43%</i>	<i>43%</i>	<i>46%</i>	<i>53%</i>	<i>55%</i>	<i>58%</i>
<b>Research and development</b>	<b>55,285</b>	<b>67,603</b>	<b>70,005</b>	<b>73,644</b>	<b>77,519</b>	<b>79,069</b>
<i>% of Sales</i>	<i>16.1%</i>	<i>16.1%</i>	<i>14.7%</i>	<i>12.9%</i>	<i>11.3%</i>	<i>9.3%</i>
<b>Sales and marketing</b>	<b>82,974</b>	<b>101,692</b>	<b>111,077</b>	<b>119,390</b>	<b>143,774</b>	<b>177,012</b>
<i>% of Sales</i>	<i>24.2%</i>	<i>24.3%</i>	<i>23.4%</i>	<i>20.9%</i>	<i>20.9%</i>	<i>20.9%</i>
<b>General and administrative</b>	<b>24,202</b>	<b>28,037</b>	<b>28,711</b>	<b>30,002</b>	<b>32,277</b>	<b>34,724</b>
<i>% of Sales</i>	<i>7.0%</i>	<i>6.7%</i>	<i>6.0%</i>	<i>5.3%</i>	<i>4.7%</i>	<i>4.1%</i>
<b>Restructing</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>7,936</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<i>% of Sales</i>	<i>0.0%</i>	<i>0.0%</i>	<i>1.7%</i>	<i>0.0%</i>	<i>0.0%</i>	<i>0.0%</i>

#### (1) 매출원가 추정

당사가 제공하는 AI모델의 기술적 특성을 드러내지 않기 위해 사업보고서 상 매출원가 각 세부 계정의 정확한 금액을 공시하지 않는다. 다만 매출원가가 매출액에 연동되는 변동비임은 명확하고, 세부 계정 각각의 금액을 알 수 없어 사실상 합리적인 추정이 불가능하여 FY26, FY27의 매출원가율이 FY25의 그것인 7.8%를 유지한다 가정하였다.

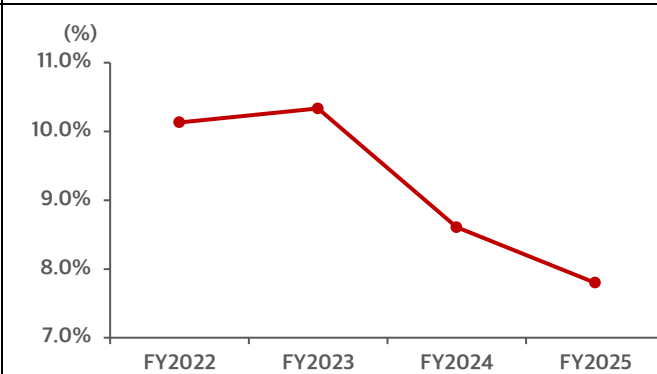
FY25의 값을 그대로 차용하는 것은 회귀분석, 최근 추이를 살폈을 때 두가지 측면 모두에서 매우 보수적인 추정임을 확인할 수 있다. 먼저, [도표 6-1]에서 확인할 수 있듯 매출액과 매출원가율의 선형회귀분석에 따르면 FY26, FY27의 매출원가율은 각각 7.69%, 6.1%로, 추정치인 7.8%보다 낮은 값이 도출된다. 본 회귀분석의 결정계수는 0.825로, 높은 설명력을 지니기에 보수적 추정의 근거로 충분히 활용될 수 있다. 또한, 당사는 AI를 이용한 비용 효율화 노력으로 FY22 상장 이후 꾸준히 매출원가율을 줄여왔다. 매년 평균적으로 0.8%씩 감소해왔던 매출원가율이 유지된다는 가정은 매우 보수적인 가정이다. [도표 6-2]

도표 6-1. 매출액, 매출원가율 선형회귀분석



출처: EDGAR, SMIC 4팀

도표 6-2. 매출원가율 추이



출처: EDGAR, SMIC 4팀

**(2) 판매비와 관리비 추정**

금액적 중요성을 보이는 ①. Research and development, ②. Sales and marketing, ③. General and administrative, ④. D&A를 중심으로 엄밀하게 추정하였다.

**① Research and development 추정**

Research and development 추정						
(U.S. dollars in thousands)	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E
Research and development	55,285	67,603	70,005	73,644	77,519	79,069
개발자 신규 채용	-	11,086	-	-	-	-
외부 개발자 신규 계약	-	1,232	1,441	2,183	1,441	1,441
소프트웨어 라이선스 비용 증가	-	-	961	1,456	961	961

Research and development 비용은 크게 신규 개발자 채용, 외부 개발자 계약, 소프트웨어 라이선스 비용으로 이루어진다. FY25, 수익성 개선을 위해 개발자 인원 감축을 완료하고 이후로 신규 채용 계획이 없다는 동사의 입장에 따라 개발자 신규 채용 비용을 배제하고 외부 개발자, 소프트웨어 라이선스 비용 증가는 기존 투자액이 그대로 유지된다 가정하였다.

**② Sales and marketing 추정**

Sales and marketing 추정						
(U.S. dollars in thousands)	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E
Sales and marketing	82,974	101,692	111,077	119,390	143,774	177,012
% of Sales	24.2%	24.3%	23.4%	20.9%	20.9%	20.9%
Revenue	343,548	419,052	475,422	570,399	686,897	845,693

Sales and marketing 비용은 일반적으로 고정비 성격이 강하지만 동사는 지속적인 marketing 활동으로 광고를 유치해야 하기에 매출액에 연동된다 가정하고, FY25의 %of sales인 20.6%가 유지된다 가정했다. 상장 이후 꾸준히 % of sales가 감소 추세를 감안하면 충분히 보수적이다.

**③ General and administrative 추정**

General and administrative 추정						
(U.S. dollars in thousands)	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E
General and administrative	24,202	28,037	28,711	30,002	32,277	34,724
YoY(%)	81.7%	15.8%	2.4%	4.5%	7.6%	7.6%
Revenue	343,548	419,052	475,422	570,399	686,897	845,693
% of Sales	7.0%	6.7%	6.0%	5.3%	4.7%	4.1%

법률 및 회계 비용, 사무실 운영비 등이 포함된 General and administrative 비용은 매출과 직접적으로 연관되진 않지만 탑라인 성장에 따라 필수 경비는 증가할 수밖에 없다. 따라서 3개년 YoY 증가율의 평균값인 7%를 적용하였다. 동사의 BM이 정착하고 영업이 안정된 FY24 이후로는 YoY증가율이 2%초반에 불과하게 유지되었음을 감안하면 충분히 보수적인 추정이다.

**④ D&A 추정**

Depreciation 추정						
(U.S. dollars in thousands)	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E
Depreciation	3,993	5,571	5,747	6,037	6,922	7,574
취득원가						
Furniture and equipment	336	2,816	2,833	2,140	-	-
Computer and software	769	745	745	689	-	-
Leasehold improvements	797	888	992	816	-	-
Internal-use software development costs	15,057	20,405	26,827	33,141	-	-
감가상각누계액	8,470	13,575	19,079	23,309	-	-
장부가액	8,488	11,279	12,318	13,477	14,745	16,132
장부가액 대비 감가상각액 비율	47.0%	49.4%	46.7%	44.8%	46.9%	46.9%

감가상각비는 취득원가와 감가상각누계액을 활용하여 과거 장부가액을 구한 후 장부가액 대비 비율을 활용하여 추정하였다. 무형자산상각비 추정 논리의 경우 [appx 7-5.]에 첨부하였다.

## (3) 최종 손익계산서 Table

추정 손익계산서 - Case 1						
(U.S. dollars in thousands)	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E
Revenue	343,548	419,052	475,422	565,742	686,897	845,693
YoY(%)	66.0%	22.0%	13.5%	19.0%	21.4%	23.1%
Operating expenses	197,269	240,640	258,645	262,678	303,034	351,910
Adjusted operating expenses	192,276	230,269	248,298	252,396	292,001	340,102
EBITDA	151,272	188,783	227,124	313,345	394,896	505,591
EBITDA margin (%)	44.0%	45.1%	47.8%	55.4%	57.5%	59.8%
Depreciation and Amortization	4,993	10,371	10,347	10,282	11,033	11,808
Operating income	146,279	178,412	216,777	303,064	383,863	493,783
OPM(%)	42.6%	42.6%	45.6%	53.6%	55.9%	58.4%
Interest income	2,418	9,287	21,664	34,576	21,056	21,056
non-operating income	(448)	(146)	62	82	-	-
Income before income tax expense	148,249	187,553	238,503	337,721	404,919	514,840
Income tax expense	22,534	28,508	36,252	51,334	61,548	78,256
Net income	125,715	159,045	202,251	286,388	343,372	436,584
NPM(%)	36.6%	38.0%	42.5%	50.6%	50.0%	51.6%

상기 논의를 바탕으로 도출된 Case 1 최종 손익계산서는 다음과 같다. Case 2 최종 손익계산서는 [appx 7-6.]에 첨부하였다. 주목해야할 점은, Case와 무관하게 모든 비용은 동일하게 지출된다는 것이다. CASE 2는 그저 본래 영위하던 모든 사업을 그대로 유지하고 DocsGPT 유료화가 더해진 것뿐이다. 따라서 추가적 비용 지출의 유인이 전혀 없어 모든 비용추정은 Case 1 매출을 기준으로 진행하고 도출된 비용을 Case 2 비용으로 그대로 차용하였다.

## 5.2. Valuation - EV/EBITDA Method

## (1) 고 멀티플에 대해 - AI와 SW가 만날 때

대 AI시대, AI가 시장 내러티브의 독보적인 중심이라는 것은 자명한 사실이다. AI가 단순한 기술적 트렌드를 넘어, 사업의 본질을 재정의하는 무기가 되며 AI를 능동적으로 내재화한 기업들은 시장에서 전례 없는 밸류에이션 프리미엄을 부여받고 있다.

수많은 AI 수혜 기업이 탄생했지만, 특히 AI를 내재화한 SaaS기업들은 그 중에서도 단연 가장 높은 프리미엄을 받고 있다. SaaS 기업들은 근본적으로 사용자 로그, 행동 패턴 등의 실시간 데이터가 끊임없이 쌓이는 BM을 가진다. 이는 데이터 연료로 움직이는 AI의 연료 탱크를 이미 보유하고 있다는 것을 의미하고, 결국 BM의 구조적 특성이 AI의 본질과 최고의 시너지를 보이게 된다. AI가 SaaS BM에 적용될수록 빠르게 기능이 강화되고, 그것이 다시 업셀링, 프리미엄화, 사용자 Lock in 등의 부가가치를 창출해 점유율을 늘리고 해자를 공고히 하는, 무한동력과 같은 시너지를 낼 수 있어 단순히 기능이 향상되는 수준을 넘어 차원이 다른 시너지를 보인다.

고성장 SaaS 기업이라도 20~30배의 EV/EBITDA가 한계였던 과거와는 달리, 효과적으로 AI를 내재화한 기업은 80~90배의 EV/EBITDA로 평가받을 정도로 AI와 SaaS의 결합은 강력하다. 실제로 실적과 매력적인 내러티브로 시장에 스스로를 증명하는 Reddit, Palantir, Duolingo같은 SaaS기업들은 80이 넘는 EV/EBITDA를 유지하기도 한다. 이제, 실적으로 증명하는 SaaS기업에 AI 내재화가 붙으면, 40이상의 EV/EBITDA로 평가받는 건 특별한 일이 아니다. [appx 7-7.]

24년 하반기, 처음으로 AI SaaS 기업으로 시장에 출사표를 던진 동사는 기존 현재 300이상의 12m forward EV/EBITDA로 평가받으며 두배 이상의 멀티플 리레이팅을 경험했다. 높은 멀티플은 AI기대감을 받는 SaaS기업이라면 당연하다. 하지만 선술했듯, 실적으로 증명하는 기업만이 고멀티플이라는 훈장을 계속 달고 다닐 수 있다. [투자포인트]에서 AI외 함께하는 구조적 고성장을 증명했으니, 고 멀티플이 정당화된 동사가 어디까지 성장할 수 있을지 TP를 가능해보자.

## (2) TP산정 및 밸류에이션에 대한 소고

Valuation - Case 1 (FY2027E)		Valuation - Case 2 (FY2027E)	
2027E EBITDA (thous USD)	500,166	2027E EBITDA (thous USD)	679,813
Target EV/EBITDA	27.3x	Target EV/EBITDA	36.1x
Target EV (thous USD)	13,654,524	Target EV (thous USD)	24,541,233
Net debt (thous USD)	(844,940)	Net debt (thous USD)	(844,940)
Target market cap (m USD)	14,499	Target market cap (m USD)	25,386
Shares outstanding	192,288,162	Shares outstanding	193,545,574
Target price (USD)	75.40	Target price (USD)	131.16
Current price (USD)	46.25	Current price (USD)	46.25
Upside	63.0%	Upside	183.6%

## ① Case 1 - Historical EV/EBITDA Method

Case 1에서는 '구조적 성장 속 AI 수혜주'로서의 동사의 가치를 조명한다. [투자포인트]에서 논증했듯 동사는 뛰어난 AI활용력으로 의료 커뮤니티 시장을 독점하고 있으며 양질의 서비스를 제공하며 활성이용자수를 높이고, 제약사들의 지출을 구조, 점진적으로 늘릴 구조적 준비를 마쳤다.

결국 Case 1은 이미 AI로 인한 구조적 성장을 24년 하반기부터 시작한 동사가 그것을 '꾸준히, 잘'했을 경우를 나타낸다. 따라서 Case 1에서 동사의 기대감의 크기는 AI를 통한 수익성 향상을 시작했을때와 다르지 않다. 동사가 AI 기반 워크플로우, DocsGPT, Client Portal 등을 발표하고 시장이 이를 성장 기반으로 인식했을 때의 멀티플은 동사가 AI와 함께하는 성장을 지속했을 때 시장이 얼마나 지불할 준비가 되어 있었는지를 보여주는 가장 적절한 척도다. 24년 하반기, AI기대감을 받기 시작했을 때부터 현재까지의 12mf EV/EBITDA의 평균인 27.3를 Target Multiple로 삼고[appx 7-8.] FY27E EBITDA에 곱해 목표주가 75.40(\$)상승여력 63.0%를 제시한다.

## ② Case 2 - Historical Peer EV/EBITDA Method

Case 2에서는 '숨겨진 AI 진짜 수혜주'로서 동사의 가치를 의미한다. 선술했지만, 숨겨진 AI 수혜주에 투자한다는 것은 로드맵이 정확하게 제시되어 있지 않아 시가총액은 반영하지 않고 있지만 숨겨진 가치가 무궁무진한 AI 시스템이 폭발적인 수익을 낼 가능성에 배팅하는 Case이다.

동사의 과거 성장 기대감을 따라가는 Case 1과는 달리, Case 2에서는 기존의 광고 수익 모델에서 Docs GPT의 구독권을 직접 판매하는 전인미답의 영역으로 나아간다. 따라서 동사의 과거 멀티플은 적절하지 않고, 유료 AI 모델의 런칭으로 시장의 높은 기대를 받았던 SaaS기업, Veeva Systems을 Peer로 선정한다. Veeva는 19년, 단순 CRM SaaS를 넘어 AI 기반 콘텐츠 관리 및 의사결정 툴을 유료화하며 구독 매출의 질이 획기적으로 변화했다. 동사의 DocsGPT 유료화도 기존 광고 매출에서 구독 기반으로 수익 구조가 바뀌는 전환기, 즉 질적 도약의 분기점이라는 점에서 정확히 맞아떨어진다.

Veeva Systems가 유료 AI 구독 서비스를 처음 런칭했을 당시인 19년의 12mf EV/EBITDA 평균값인 36.1을 Target Multiple로 삼는다. [appx 7-9.] 동사가 AI기업으로 평가받기 시작한 후, 12mf EV/EBITDA는 40대 후반까지 높아졌다는 점을 감안하면 Target Multiple은 합리적이다. Target Multiple을 FY27년 Target EBITDA에 곱해 목표주가 131.16 상승여력 183.6%를 제시한다.

확신의 영역에 존재하는 Case 1과는 달리, Case 2는 본질적 불확실성을 내재하고 있다. 하지만 본래 숨겨진 투자 기회라는 것의 본질이 그렇다. Docs GPT에 대해 아직 가시화된 사항은 없지만 유료화의 기술적, 상황적 준비는 모두 마친 채 결국엔 유료화 할 수밖에 없는 가능성과 당위성을 마주하고 있다. Case 1만으로도 동사에 투자할 매력은 충분하다. 여기에 더해, Docs GPT의 유료화 여부를 지켜보며 Case 2 TP까지 동사를 지속 팔로우하기를 권한다.

## Appendix

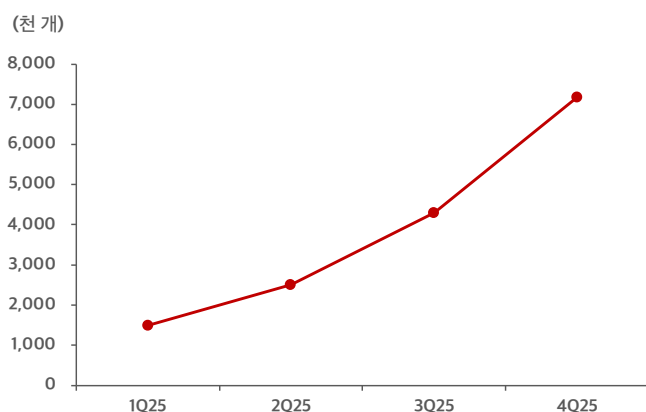
### 7.1. Docimity Revenue 추정 - Case 1

Doximity Revenue 추정 - Case 1							
(U.S. dollars in thousands)	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	
Revenue	343,548	419,052	475,422	570,399	690,136	848,933	
	<i>YoY(%)</i>	-	22.0%	13.5%	20.0%	21.0%	23.0%
Marketing Solution	240,484	301,717	304,270	342,239	392,317	456,362	
	<i>% of sales</i>	70.0%	72.0%	64.0%	60.0%	56.8%	53.8%
Workflow Solution	-	-	45,000	95,580	145,091	213,500	
	<i>% of sales</i>	-	-	9.5%	16.8%	21.0%	25.1%
Recruitment Solution	99,629	113,144	121,040	127,301	145,123	169,794	
	<i>% of sales</i>	29.0%	27.0%	25.5%	22.3%	21.0%	20.0%
Telemedicine	3,435	4,191	5,112	6,235	7,605	9,277	
	<i>% of sales</i>	1.0%	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%

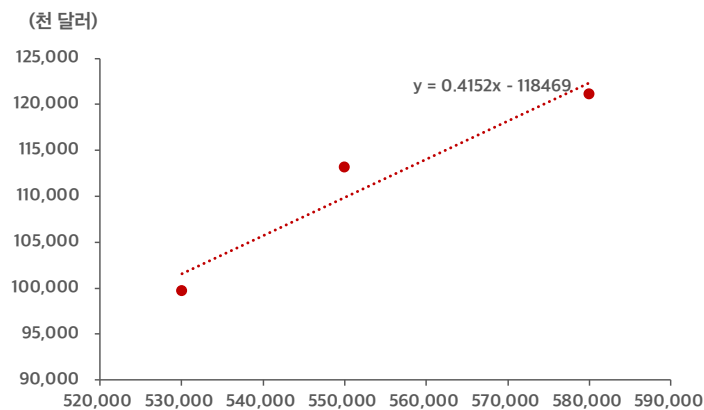
### 7.2. LinkedIn Active User Base

LinkedIn Active User Base										
(People in millions)	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	
Active User Base	900	922	958	990	1,030	1,070	1,100	1,150	1,200	
	<i>QoQ(%)</i>	2.5%	3.9%	3.3%	3.6%	4.5%	2.9%	4.6%	4.1%	4.1%
	<i>YoY(%)</i>					14%	16%	15%	16%	17%

### 7.3. DocsGPT 프롬프트 수



### 7.4. 연도별 활성이용자 수 - 채용 매출액 회귀분석



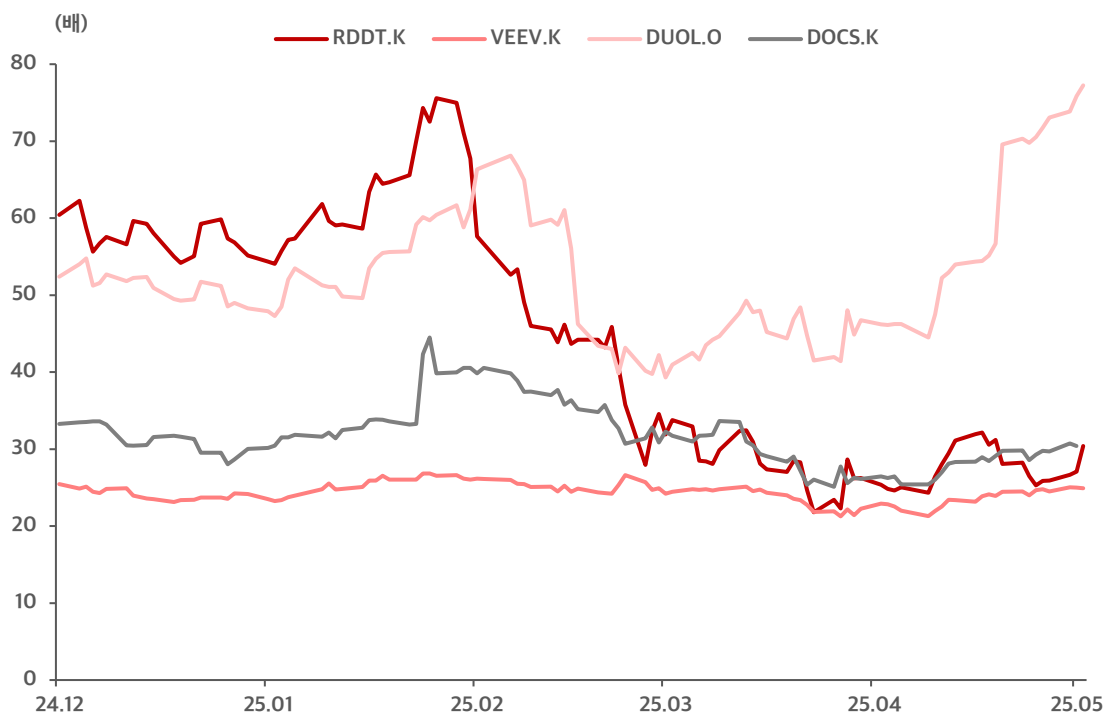
## 7.5. 무형자산상각비 추정

Amortization 추정						
(U.S. dollars in thousands)	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E
<b>Amortization</b>	<b>1,000</b>	<b>4,800</b>	<b>4,600</b>	<b>4,245</b>	<b>4,111</b>	<b>4,234</b>
취득원가						
Customer relationships	9,869	37,069	37,069	37,069	-	-
Other intangibles	11	1,531	1,531	1,531	-	-
감가상각누계액	1,971	11,283	6,764	14,466	-	-
<b>장부가액</b>	<b>7,909</b>	<b>27,317</b>	<b>31,836</b>	<b>24,134</b>	<b>24,858</b>	<b>25,604</b>
장부가액 대비 감가상각액 비율	12.6%	17.6%	14.4%	17.6%	16.5%	16.5%

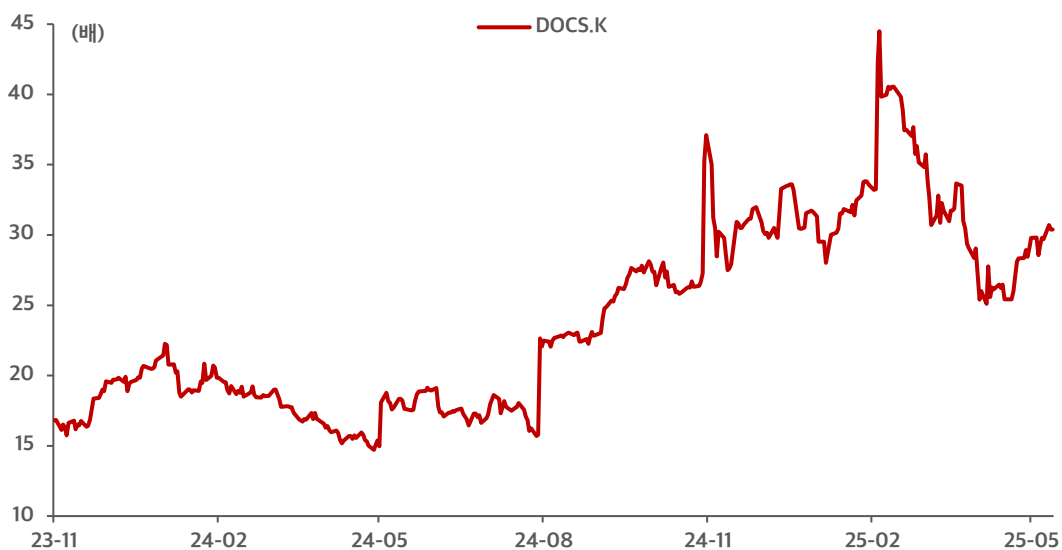
## 7.6. Case 2 최종 손익계산서

추정 손익계산서 - Case 2						
(U.S. dollars in thousands)	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E
<b>Revenue</b>	<b>343,548</b>	<b>419,052</b>	<b>475,422</b>	<b>570,399</b>	<b>686,897</b>	<b>1,025,340</b>
<i>YoY(%)</i>	<i>66.0%</i>	<i>22.0%</i>	<i>13.5%</i>	<i>20.0%</i>	<i>20.4%</i>	<i>49.3%</i>
Operating expenses	197,269	240,640	258,645	267,909	307,608	357,335
Adjusted operating expenses	192,276	230,269	248,298	257,627	296,575	345,528
<b>EBITDA</b>	<b>151,272</b>	<b>188,783</b>	<b>227,124</b>	<b>312,772</b>	<b>390,322</b>	<b>679,813</b>
<i>EBITDA margin (%)</i>	<i>44.0%</i>	<i>45.1%</i>	<i>47.8%</i>	<i>54.8%</i>	<i>56.8%</i>	<i>66.3%</i>
Depreciation and Amortization	4,993	10,371	10,347	10,282	11,033	11,808
<b>Operating income</b>	<b>146,279</b>	<b>178,412</b>	<b>216,777</b>	<b>302,490</b>	<b>379,289</b>	<b>668,005</b>
<i>OPM(%)</i>	<i>42.6%</i>	<i>42.6%</i>	<i>45.6%</i>	<i>53.0%</i>	<i>55.2%</i>	<i>65.1%</i>
Interest income	2,418	9,287	21,664	34,576	21,056	21,056
non-operating income	(448)	(146)	62	82	-	-
Income before income tax expense	148,249	187,553	238,503	337,148	400,345	689,061
Income tax expense	22,534	28,508	36,252	51,246	60,853	104,737
<b>Net income</b>	<b>125,715</b>	<b>159,045</b>	<b>202,251</b>	<b>285,901</b>	<b>339,493</b>	<b>584,324</b>
<i>NPM(%)</i>	<i>36.6%</i>	<i>38.0%</i>	<i>42.5%</i>	<i>50.1%</i>	<i>49.4%</i>	<i>57.0%</i>

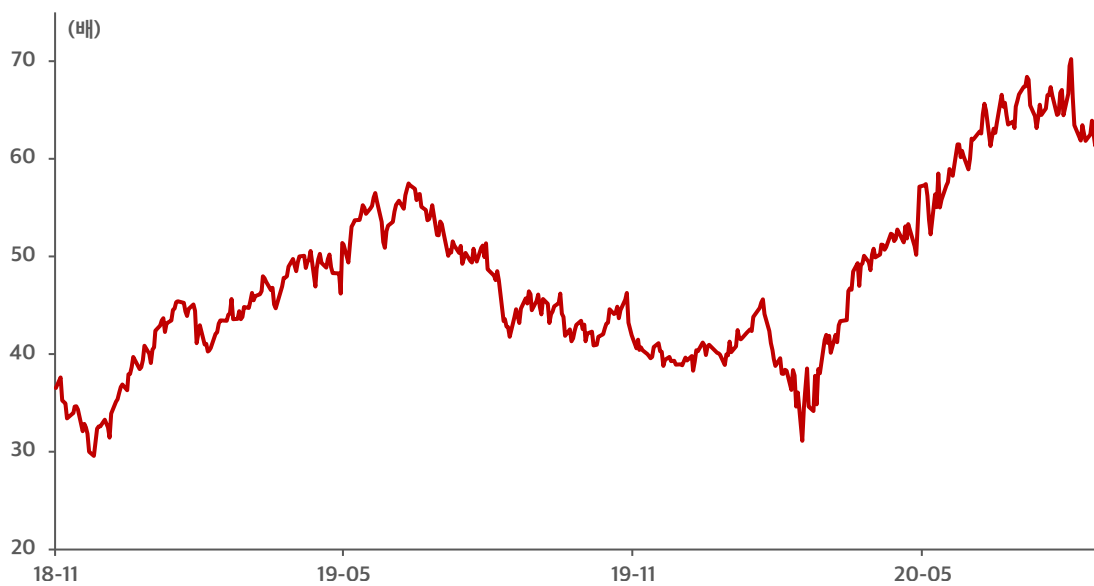
## 7.7. AI + SaaS = 높은 멀티플



7.8. 동사 12mf EV/EBITDA



7.9. Veeva Systems 12mf EV/EBITDA



## 7.10. 동사 BS, CF

BS					CF				
(U.S. dollars in thousands)	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025	(U.S. dollars in thousands)	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025
<b>Assets</b>	<b>991,357</b>	<b>1,136,888</b>	<b>1,079,374</b>	<b>1,172,157</b>	<b>Cash flows from operating activities</b>	<b>154,783</b>	<b>112,818</b>	<b>147,582</b>	<b>203,152</b>
Current assets	904,137	975,453	912,941	1,012,703	Depreciation & Amortization	5,040	10,283	10,265	9,865
Cash and cash equivalents	112,809	158,027	96,785	165,270	Depreciation	4,040	5,483	5,665	5,620
Marketable securities	685,304	682,972	666,115	679,670	Amortization	1,000	4,800	4,600	4,245
Accounts receivable, net	81,073	107,047	101,332	137,504	Deferred income taxes	(41,247)	13,226	(8,593)	2,196
Prepaid expenses and other current assets	19,439	22,289	48,709	30,259	Stock-based compensation, net	31,442	47,834	51,076	71,030
Deferred contract costs, current	5,512	5,118	-	-	Other	410	1,454	1,230	3,004
Total current assets	904,137	975,453	912,941	1,012,703	Non-cash lease expense	1,159	2,027	2,074	1,833
Property and equipment, net	8,488	11,279	12,318	13,477	Amortization of premium on marketable securities	4,332	3,115	(5,238)	(10,736)
Deferred income tax assets	48,558	34,907	45,068	43,079	Loss on sale of marketable securities	1,231	1,093	402	-
Operating lease right-of-use assets	1,087	13,819	12,332	9,332	Amortization of deferred contract costs	9,755	8,785	8,871	8,329
Intangible assets, net	7,909	31,836	27,317	24,134	Change value of contingent consideration liability	-	-	951	-
Goodwill	18,915	67,940	67,940	67,940	Accounts receivable	(31,017)	(26,242)	3,993	(30,618)
Other assets	2,263	1,654	1,458	1,492	Prepaid expenses and other assets	(9,089)	(3,448)	(20,483)	9,079
<b>Liabilities</b>	<b>112,763</b>	<b>170,772</b>	<b>177,977</b>	<b>141,074</b>	Deferred contract costs	(9,609)	(8,608)	(8,608)	(9,069)
Current liabilities:	111,282	139,507	147,250	115,881	Accounts payable	8,664	(195)	8,332	5,256
Accounts payable	463	1,272	2,253	1,636	Accrued expenses	-	-	-	(3,089)
Accrued expenses and current liabilities	25,270	31,245	43,703	42,793	Deferred revenue	1,828	17,527	(6,080)	(30,085)
Deferred revenue, current	84,907	105,238	99,145	69,197	Operating lease liabilities	(1,107)	(213)	(1,678)	(1,599)
Operating lease liabilities, current	642	1,752	2,149	2,255	<b>Net cash provided by operating activities</b>	<b>126,575</b>	<b>179,602</b>	<b>184,096</b>	<b>228,548</b>
Deferred revenue, non-current	78	198	211	73	Purchases of property and equipment	(1,912)	(1,701)	(147)	(134)
Operating lease liabilities, non-current	447	13,885	12,397	10,692	Capitalized internal-use software	(3,785)	(4,483)	(5,654)	(6,622)
Contingent earn-out consideration liability	-	15,942	10,895	5,498	Purchases of marketable securities	(1,317,193)	(190,560)	(472,867)	(531,833)
Income taxes payable, non-current	-	99	-	-	Maturities of marketable securities	47,919	83,139	435,179	517,221
Other liabilities, non-current	956	1,141	7,224	8,930	<b>Net cash used in investing activities</b>	<b>(640,574)</b>	<b>(59,923)</b>	<b>31,186</b>	<b>(6,562)</b>
Redeemable convertible preferred stock	-	-	-	-	Proceeds from issuance of common stock upon IP	553,905	-	-	-
<b>Stockholders' Equity</b>	<b>878,594</b>	<b>966,116</b>	<b>901,397</b>	<b>1,031,120</b>	Payments of deferred offering costs	(3,982)	-	-	-
Preferred stock	-	-	-	-	Proceeds from issuance of common stock	12,612	9,926	12,892	16,600
Class A and Class B common stock	192	194	187	188	Proceeds from issuance of common stock in ESO	1,395	4,759	3,446	1,422
Additional paid-in capital	702,589	762,150	823,885	878,701	Taxes paid related share settlement of equity aw:	(817)	(3,822)	(6,756)	(16,329)
Accumulated other comprehensive loss	(15,294)	(14,083)	(2,664)	1,015	Repurchase and retirement of common stock	(2,698)	(85,324)	(280,716)	(118,505)
Retained earnings	191,107	217,855	79,989	151,216	Payment contingent consideration related acombi	-	-	(5,390)	(6,141)
Sale of marketable securities	-	633,802	107,182	74,675	Net cash provided by financing activities	560,415	(74,461)	(276,524)	(122,953)

## Notice.

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자 시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 그리고 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.