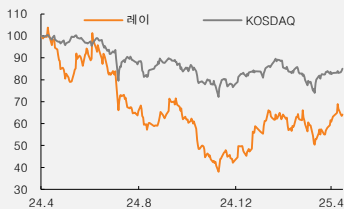


투자의견(하향)	중립
목표주가(상향)	▲ 9,300원
현재주가(25/5/14)	8,600원
상승여력	8.1%

영업이익(25F,십억원)	2
Consensus 영업이익(25F,십억원)	10
EPS 성장률(25F,%)	흑전
MKT EPS 성장률(25F,%)	25.0
P/E(25F,x)	58.0
MKT P/E(25F,x)	9.5
KOSDAQ	731.88
시가총액(십억원)	132
발행주식수(백만주)	16
유동주식비율(%)	90.5
외국인 보유비중(%)	11.6
베타(12M) 일간수익률	1.52
52주 최저가(원)	5,100
52주 최고가(원)	13,570

(%)	1M	6M	12M
절대주가	15.4	32.5	-34.7
상대주가	10.7	22.2	-23.8



[첨단의료기기/디지털헬스]

김충현, CFA
choonghyun.kim@miraeeasset.com

박선영
seunyoung.park@miraeeasset.com

레이

이제 밑바닥부터 다시 시작해야 한다

1Q25 Review: 매출 41% YoY, 영업이익 흑자전환

매출액은 전년 대비 41% 증가한 245억원, 영업이익은 2억원으로 전년 대비 흑자 전환했다. 다만, 대손상각비 37억원 환입을 감안하여 조정 EBITDA는 -10억원을 기록했다.

품목별로 디지털 치료 솔루션은 전년 대비 45% 증가한 148억원을 기록하였고, 디지털 진단 시스템은 전년 대비 36% 증가한 97억원을 기록했다.

지역별로는 한국이 전년 대비 55% 감소한 10억원을, 중국이 전년 대비 48% 증가한 37억원, 일본이 전년 대비 22% 증가한 37억원, 기타 아시아가 전년 대비 25% 증가한 82억원, 미국이 전년 대비 950% 증가한 68억원, 유럽이 전년 대비 48% 감소한 12억원을 기록했다.

목표주가 9,300원으로 상향하나, 투자의견 중립으로 하향

실적추정치 상향(12개월 선행 조정 EBITDA 기준)을 적용하여 동사의 목표주가를 9,300원(기존 7,400원)으로 상향한다. 상승여력이 8.1%인 점을 고려하여 투자의견은 중립으로 하향한다.

1Q25 전년 대비 큰 폭의 외형성장을 달성했고, 1분기가 가장 계절적 비수기라는 점에서 2025년 매출은 전년 대비 40% 이상 성장 가능할 것으로 예상한다. 이로 인해 조정 EBITDA 및 영업이익 모두 흑자전환이 가능할 것으로 보이나, 과거 몇 년간 늘어난 고정비 부담으로 흑자 폭은 제한적이다. 2025년 실적은 매출 1,150억원 (44% YoY), 조정 EBITDA 84억원(흑자전환)을 예상한다.

전방산업 분위기는 여전히 좋지 않다. 비용 상승을 최대한 억제하면서 재무구조 개선 노력을 지속할 필요가 있다. 현 주가는 12개월 선행 EV/EBITDA 17배로 글로벌 Peer(10배) 대비 프리미엄을 받고 있다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	146	80	115	137	163
영업이익 (십억원)	6	-44	2	8	12
영업이익률 (%)	4.1	-55.0	1.7	5.8	7.4
순이익 (십억원)	-2	-60	2	4	8
EPS (원)	-141	-3,885	147	266	499
ROE (%)	-1.8	-60.2	3.0	5.2	9.0
P/E (배)	-	-	58.0	32.0	17.0
P/B (배)	2.8	1.2	1.7	1.6	1.5
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 레이, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 1Q25 실적 비교표

(십억원, %, %p)

	1Q24	4Q24	1Q25			성장률	
			확정실적	미래에셋증권	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	17.4	15.3	24.5	27.5	20.0	40.9	60.3
영업이익	-6.7	-19.1	0.2	0.1	1.3	흑전	흑전
영업이익률 (%)	-38.7	-125.0	0.9	0.4	6.5	39.6	125.9
순이익	-5.2	-36.4	2.5	-1.1	-0.2	흑전	흑전

주: K-IFRS 기준

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 수익예상 변경표

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	25F	26F	25F	26F	25F	26F	
매출액	120.9	142.6	115.0	137.4	-4.8	-3.6	1Q25 실적반영
영업이익	3.4	7.1	1.8	7.9	-45.6	10.8	
순이익	-2.3	0.5	2.3	4.1	-198.3	723.0	

주: K-IFRS 기준

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 분기별 실적 전망표

(십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	17.4	24.7	22.5	15.3	24.5	29.0	31.7	29.9	79.8	115.0	137.4
중국	2.5	3.0	1.2	-2.8	3.7	3.9	4.0	4.2	3.9	15.8	19.0
미국	0.6	3.7	3.4	-0.5	6.8	6.9	7.0	7.2	7.2	27.9	33.4
아시아	9.6	10.9	11.1	7.1	11.9	13.7	13.8	8.9	38.6	48.3	57.9
유럽	2.3	4.8	4.6	5.6	1.2	2.4	3.6	5.5	17.3	12.7	15.3
국내	2.1	1.8	2.2	5.9	1.0	2.0	3.0	4.0	12.1	10.0	11.5
조정 EBITDA	-4.1	-4.2	4.7	-9.1	-1.0	2.6	3.6	3.3	-12.7	8.4	18.8
영업이익	-6.7	-18.8	0.3	-19.1	0.2	-0.0	0.9	0.7	-44.3	1.8	7.9
순이익(지배)	-5.2	-16.8	-2.1	-36.4	2.5	-0.5	0.2	0.0	-60.4	2.3	4.1
매출 성장률 (%)	-13.3	-37.1	-41.7	-68.2	40.9	17.0	41.1	95.9	-45.3	44.0	19.5
중국	-3.6	-74.7	-91.9	-124.7	48.1	27.6	228.0	-250.7	-90.5	304.3	20.0
미국	-83.4	-52.1	-30.5	-105.5	950.3	87.9	108.8	-1,566.6	-71.5	287.4	20.0
아시아	40.0	15.3	74.4	-20.6	24.0	25.6	25.0	25.0	22.4	24.9	20.0
유럽	-36.2	-10.7	-45.9	-32.5	-47.8	-50.0	-20.9	-2.0	-32.8	-26.6	20.0
국내	-29.9	-61.5	-39.7	-42.3	-54.6	7.7	36.1	-31.8	-44.4	-17.4	15.0
조정 EBITDA 마진 (%)	-23.5	-17.2	20.9	-59.7	-4.2	9.0	11.2	11.1	-16.0	7.3	13.7
영업이익률 (%)	-38.7	-75.9	1.5	-125.0	0.9	-0.1	3.0	2.3	-55.4	1.6	5.7
순이익률 (지배, %)	-31.3	-73.5	-9.0	-246.9	10.6	-1.8	0.8	0.1	-75.7	2.0	3.0

자료: 레이, 미래에셋증권 리서치센터

리스크

1) 재무적 리스크: 최근 몇 년간 현금흐름 악화

동사는 2020년에는 팬데믹으로 인한 실적부진, 2021년~2022년은 사옥 및 공장 매입으로 인한 CAPEX 증가로 2020년부터 현금흐름이 악화되었다. 2022년 들어 운전자본이 크게 증가하였는데 최근 매출채권 정상화 노력으로 운전자본 증가세는 줄어들고 있다. 부채비율은 168%에 달한다. 1Q25 기준 현금성자산(공정가치금융자산 포함)으로 248억원을 보유하고 있다.

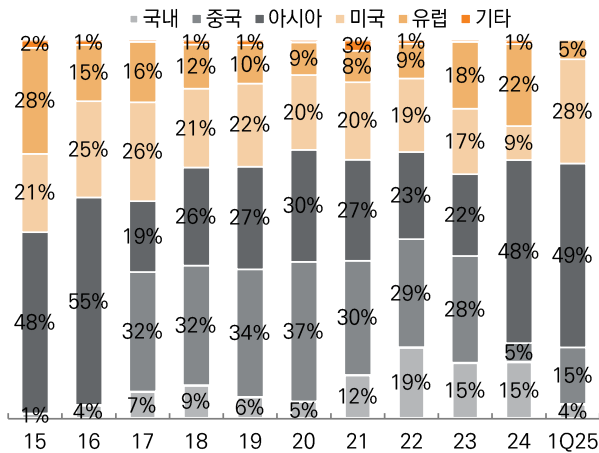
2) 사업적 리스크: 디지털 덴티스트리 도입 지연과 지역적 다각화 필요성

치과 및 치기공소의 디지털 덴티스트리 도입이 지연될 경우, 개별 장비보다 솔루션으로서 강점이 큰 동사에게 부정적일 수 있다. 주력시장인 아시아에서 중국 로컬 기업들의 영향력이 커지고 있어 경쟁심화 우려가 있다. 또한, 국내 경쟁사인 바텍에 비해 전체 매출에서 선진국 시장보다 아시아 시장 비중이 크다. 선진국 비중을 앞으로 높여나갈 필요가 있다.

3) 추가 리스크: EPS 훼손에 의한 밸류에이션 부담

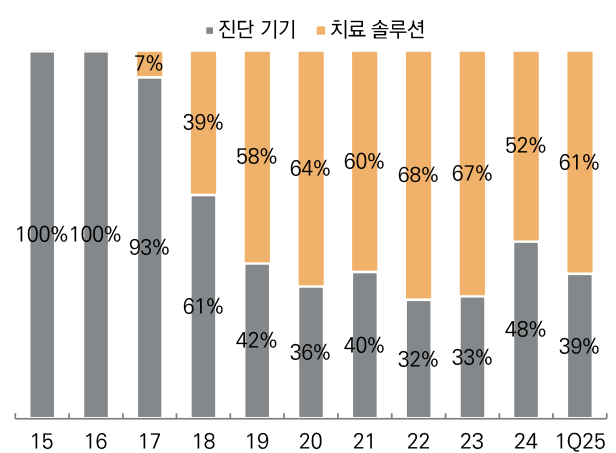
현 주가는 12개월 선행 EV/EBITDA 17배로 글로벌 Peer(10배) 대비 고평가 상태다.

그림 1. 지역별 매출 비중



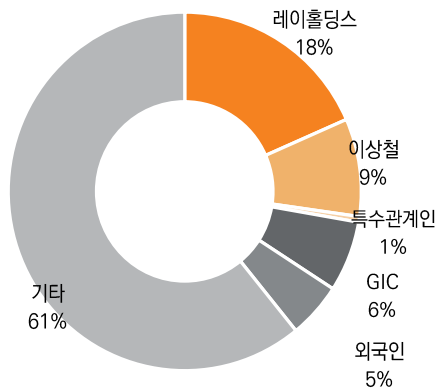
자료: 레이, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 품목별 매출 비중



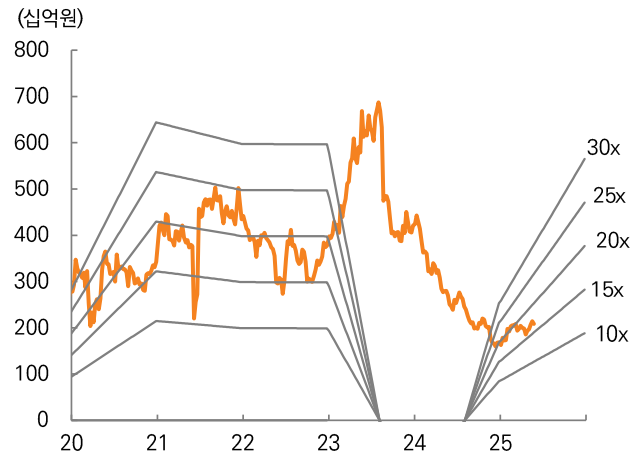
자료: 레이, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 지분율



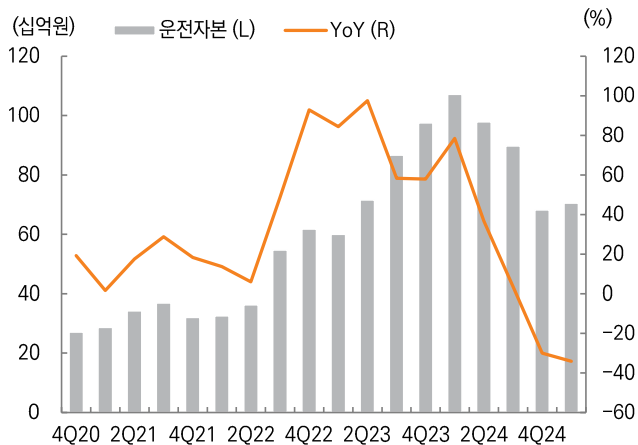
자료: 레이, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 12개월 선행 EV/EBITDA 밴드 차트



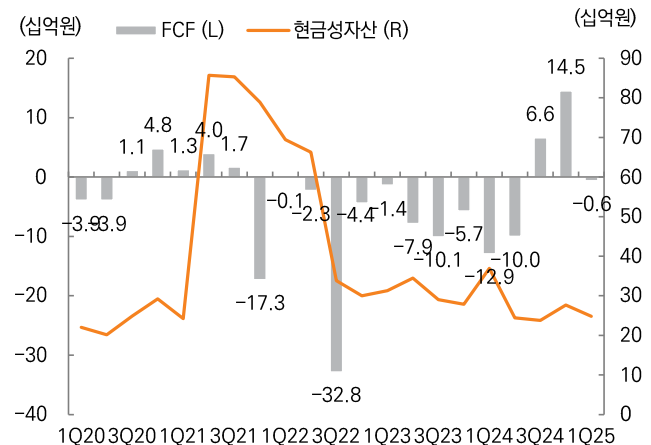
자료: 레이, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 운전자본(매출채권+재고자산-매입채무) 추이



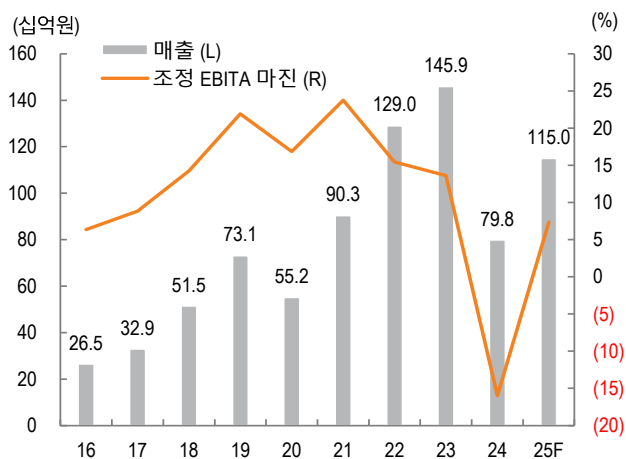
자료: 레이, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. FCF 및 현금성자산 추이



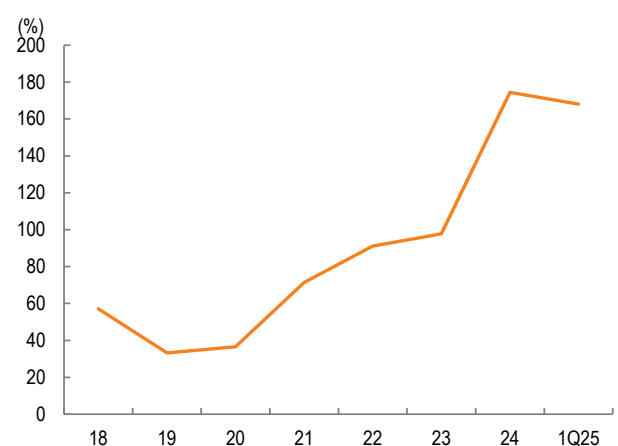
자료: 레이, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 매출 및 조정 EBITDA 마진 추이



자료: 레이, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 부채비율 추이



자료: 레이, 미래에셋증권 리서치센터

레이 (228670)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	80	115	137	163
매출원가	44	60	71	84
매출총이익	36	55	66	79
판매비와관리비	80	54	58	66
조정영업이익	-44	2	8	12
영업이익	-44	2	8	12
비영업손익	-12	1	-3	-2
금융손익	-5	-2	-3	-3
관계기업등 투자손익	-2	0	0	0
세전계속사업손익	-56	3	5	10
계속사업법인세비용	7	0	1	2
계속사업이익	-63	2	4	8
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-63	2	4	8
지배주주	-60	2	4	8
비지배주주	-3	0	0	0
총포괄이익	-63	2	4	8
지배주주	-61	2	4	8
비지배주주	-3	0	0	0
EBITDA	-36	11	16	21
FCF	-2	-5	1	4
EBITDA 마진율 (%)	-45.0	9.6	11.7	12.9
영업이익률 (%)	-55.0	1.7	5.8	7.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	-75.0	1.7	2.9	4.9

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	119	130	141	156
현금 및 현금성자산	22	13	12	13
매출채권 및 기타채권	56	57	59	62
재고자산	27	41	48	57
기타유동자산	14	19	22	24
비유동자산	85	85	86	88
관계기업투자등	2	5	5	6
유형자산	43	42	43	44
무형자산	17	15	14	12
자산총계	204	216	227	244
유동부채	90	96	102	108
매입채무 및 기타채무	16	21	25	30
단기금융부채	67	68	69	69
기타유동부채	7	7	8	9
비유동부채	39	41	42	44
장기금융부채	33	33	33	33
기타비유동부채	6	8	9	11
부채총계	130	136	144	153
지배주주지분	73	78	83	90
자본금	8	8	8	8
자본잉여금	100	103	103	103
이익잉여금	-35	-33	-29	-21
비지배주주지분	1	1	1	2
자본총계	74	79	84	92

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	0	1	9	12
당기순이익	-63	2	4	8
비현금수익비용가감	55	12	12	13
유형자산감가상각비	7	7	7	7
무형자산상각비	2	2	2	1
기타	46	3	3	5
영업활동으로인한자산및부채의변동	16	-10	-4	-5
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	27	-1	-2	-2
재고자산 감소(증가)	-18	-14	-7	-9
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	6	5	3	4
법인세납부	-5	0	-1	-2
투자활동으로 인한 현금흐름	-6	-10	-10	-10
유형자산처분(취득)	-2	-6	-8	-8
무형자산감소(증가)	-1	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	0	-4	-2	-2
기타투자활동	-3	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	9	3	1	1
장단기금융부채의 증가(감소)	8	0	1	1
자본의 증가(감소)	7	3	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-6	0	0	0
현금의 증가	3	-9	-1	1
기초현금	20	22	13	12
기말현금	22	13	12	13

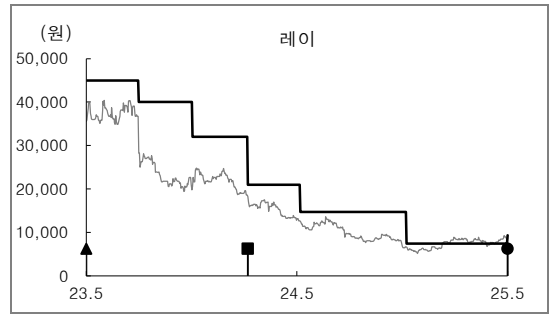
자료: 레이, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	-	58.0	32.0	17.0
P/CF (x)	-	9.5	8.1	6.4
P/B (x)	1.2	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA (x)	-	19.8	12.8	10.0
EPS (원)	-3,885	147	266	499
CFPS (원)	-562	896	1,053	1,339
BPS (원)	4,707	5,014	5,280	5,779
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	-45.3	44.0	19.5	18.7
EBITDA증가율 (%)	적전	흑전	55.8	27.2
조정영업이익증가율 (%)	적전	흑전	328.4	58.3
EPS증가율 (%)	적지	흑전	81.1	87.8
매출채권 회전율 (회)	1.1	2.1	2.5	2.8
재고자산 회전율 (회)	3.1	3.4	3.1	3.1
매입채무 회전율 (회)	2.8	3.9	3.7	3.7
ROA (%)	-27.3	1.1	1.9	3.4
ROE (%)	-60.2	3.0	5.2	9.0
ROIC (%)	-33.6	1.3	4.8	7.2
부채비율 (%)	174.4	171.9	172.1	166.5
유동비율 (%)	131.8	136.3	139.0	144.5
순차입금/자기자본 (%)	100.8	94.8	91.1	81.3
조정영업이익/금융비용 (x)	-8.4	0.5	2.3	3.6

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
레이 (228670)				
2025.05.14	중립	9,300	-	-
2024.11.20	Trading Buy	7,400	-0.60	24.73
2024.05.20	Trading Buy	14,700	-32.49	-7.69
2024.02.19	Trading Buy	21,000	-27.17	-16.57
2023.11.15	매수	32,000	-31.36	-22.50
2023.08.14	매수	40,000	-41.74	-29.75
2023.05.15	매수	45,000	-16.83	-10.22
2023.03.28	매수	41,000	-14.77	-5.61



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자 의견 분류 및 적용 기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(—), Not covered(■)

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자 의견 분류 기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 추가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
83.98%	6.63%	8.84%	0.55%

* 2025년 03월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.