

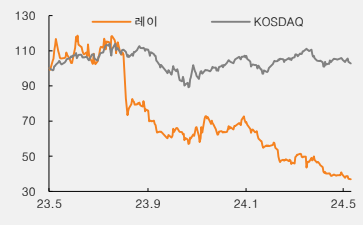
투자 의견(유지)	Trading Buy
목표주가(하향)	▼ 14,700원
현재주가(24/5/20)	12,570원
상승여력	16.9%

영업이익(24F,십억원)	2
Consensus 영업이익(24F,십억원)	14

EPS 성장률(24F,%)	흑자전환
MKT EPS 성장률(24F,%)	76.3
P/E(24F,x)	154.3
MKT P/E(24F,x)	11.1
KOSDAQ	847.08

시가총액(십억원)	194
발행주식수(백만주)	15
유동주식비율(%)	71.4
외국인 보유비중(%)	17.2
베타(12M) 일간수익률	1.21
52주 최저가(원)	12,570
52주 최고가(원)	40,400

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-8.2	-48.4	-68.4
상대주가	-8.7	-50.4	-68.6



[첨단의료기기/디지털헬스]

김충현, CFA
choonghyun.kim@miraeasset.com

레이

금리 인하로 인한 전방산업 회복이 중요하다

1Q24 Review: 매출 및 영업이익 모두 시장기대치 크게 하회

매출액은 전년 대비 13% 감소한 174억원을 기록하며 시장기대치를 하회했다. 매출 원가에 반영되는 감가상각 증가로 인해 매출총이익률이 전년 대비 4.1%p 감소했고, 매출이 역성장함에 따른 고정비 부담으로 영업손실 67억원을 기록했다. 품목별로 디지털 치료 솔루션은 전년 대비 22% 감소한 102억원을 기록하였고, 디지털 진단 시스템은 전년 대비 3% 증가한 71억원을 기록했다.

지역별로는 한국이 전년 대비 30% 감소한 21억원을, 중국이 전년 대비 4% 감소한 25억원, 일본이 전년 대비 66% 증가한 30억원, 기타 아시아가 전년 대비 31% 증가한 66억원, 미국이 전년 대비 83% 감소한 6억원, 유럽이 전년 대비 36% 감소한 23억원을 기록했다.

목표주가 14,700원으로 하향하며 Trading Buy 의견 유지

실적추정치 하향과 목표주가배수 변경(P/E 29배 → EV/EBITDA 11.5배, Peer 평균의 30% 할인)을 적용하여 동사의 목표주가를 14,700원(기존 21,000원)으로 하향한다. 상승여력이 16.9%인 점을 고려하여 투자 의견은 Trading Buy를 유지한다.

일본과 아시아(중국, 일본, 국내 제외)를 제외한 대부분의 시장이 부진하다. 금리인하가 본격화되어 전방산업 투자가 회복되기 전까지 빠른 실적 회복을 기대하기는 어려워 보인다. 실적부진으로 인한 현금흐름 악화, 부채비율 상승, 매출채권 증가로 인한 운전자본 증가 등 단기 재무 리스크가 확대되었으나 전환사채 250억원 조달로 숨통이 트였다. 전사적 비용 통제로 판관비가 어느정도 관리되고 있는 것(2% YoY, -18% QoQ)은 긍정적이다.

2024년 실적은 매출 1,286억원 (-12% YoY), 조정 EBITDA 214억원(8% YoY, 조정 EBITDA 마진 16.7%)를 예상한다. 현 주가는 12개월 선형 EV/EBITDA 10배로 글로벌 Peer(15배) 및 동사의 지난 3년 평균(20배) 대비 저평가 상태다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	129	146	129	152	176
영업이익 (십억원)	16	6	2	11	17
영업이익률 (%)	12.4	4.1	1.6	7.2	9.7
순이익 (십억원)	8	-2	1	5	11
EPS (원)	551	-141	81	349	680
ROE (%)	7.3	-1.8	1.0	4.0	7.3
P/E (배)	43.4	-	154.3	36.0	18.5
P/B (배)	3.0	2.8	1.5	1.4	1.3
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

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

표 1. 1Q24 실적 비교표

(십억원, %, %p)

	1Q23	4Q23	1Q24			성장률	
			확정실적	미래에셋증권	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	20.0	48.0	17.4	28.0	22.6	-13.3	-63.8
영업이익	-4.3	3.1	-6.7	1.3	-2.1	적지	적전
영업이익률 (%)	-21.6	6.5	-38.7	4.6	-9.1	-17.1	-45.1
순이익	-2.9	-4.2	-5.2	-	-1.8	적지	적지

주: K-IFRS 기준
 자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 수익예상 변경표

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	24F	25F	24F	25F	24F	25F	
매출액	154.7	185.0	128.6	151.6	-16.8	-18.0	1Q24 실적반영
영업이익	14.3	23.0	2.3	11.1	-83.7	-51.6	
세전이익	11.7	21.0	2.4	6.6	-79.5	-68.5	
순이익	9.6	17.2	1.3	5.4	-86.8	-68.5	
EPS(원)	617	1,111	81	349	-86.8	-68.6	

주: K-IFRS 기준
 자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 분기별 실적 전망표

(십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출액	20.0	39.4	38.5	48.0	17.4	33.2	34.9	43.1	145.9	128.6	151.6
중국	2.6	11.9	15.2	11.4	2.5	10.7	9.1	12.0	41.1	34.3	41.0
미국	3.9	7.7	4.8	8.9	0.6	3.8	5.3	8.0	25.3	17.8	20.4
아시아	6.9	9.4	6.3	8.9	9.6	10.3	10.9	11.3	31.6	42.2	50.8
유럽	3.6	5.4	8.5	8.2	2.3	4.3	5.9	6.6	25.8	19.2	23.6
국내	3.0	4.8	3.7	10.2	2.1	3.8	3.5	5.1	21.7	14.5	15.2
조정 EBITDA	-1.5	6.5	6.9	8.0	-2.0	6.6	7.3	9.5	19.9	21.4	30.7
영업이익	-4.3	3.3	4.0	3.1	-6.7	1.8	2.5	4.7	6.1	2.3	11.1
순이익(지배)	-2.9	1.3	3.6	-4.2	-5.2	2.5	1.1	2.9	-2.1	1.3	5.4
매출 성장률 (%)	13.6	26.3	16.8	1.6	-13.3	-15.6	-9.4	-10.0	13.1	-11.8	17.9
중국	-65.1	67.2	71.9	-15.4	-3.6	-10.0	-40.0	5.0	11.7	-16.5	19.4
미국	53.9	14.7	-6.5	-17.2	-83.4	-50.0	10.0	-10.0	0.6	-29.6	14.3
아시아	47.3	35.1	-22.3	-10.1	40.0	9.5	71.8	27.1	6.2	33.7	20.5
유럽	195.9	133.0	153.6	66.6	-36.2	-20.0	-30.0	-20.0	117.6	-25.6	22.7
국내	72.6	-35.3	-50.3	28.6	-29.9	-20.0	-5.0	-50.0	-11.2	-33.0	5.0
조정 EBITDA 마진 (%)	-7.6	16.4	18.0	16.7	-11.5	19.8	21.0	22.0	13.6	16.7	20.3
영업이익률 (%)	-21.6	8.5	10.4	6.5	-38.7	5.5	7.3	10.8	4.2	1.8	7.3
순이익률 (지배,%)	-14	3	9	-10	-30	7	3	7	-1	1	4

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 CAPEX증가로 2020년부터 현금흐름이 악화되었다. 또한 2022년 들어 운전자본이 크게 증가하였고, 부채비율도 110%로 상승한 것도 부담스럽다.

결국 현금흐름이 개선되어야 하는데, 글로벌 금리 상승에 의해 신규장비 수요가 둔화되면서 영업현금흐름이 빠르게 개선되지 않고 있다. 대형 CAPEX 집행이 마무리되었다는 점은 긍정적이다. 24년 3월 250억원의 전환사채 발행에 성공하며, 1Q24 기준 현금성자산(공정가치금융자산 포함)으로 370억원을 보유하고 있다.

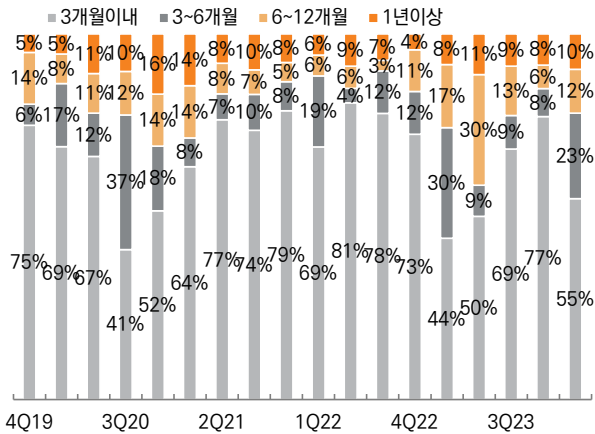
2) 사업적 리스크: 디지털 덴티스트리 도입 지연과 지역적 다각화 필요성

치과 및 치기공소의 디지털 덴티스트리 도입이 지연될 경우, 개별 장비보다 솔루션으로써 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) 주가 리스크: EPS 훼손에 의한 밸류에이션 부담

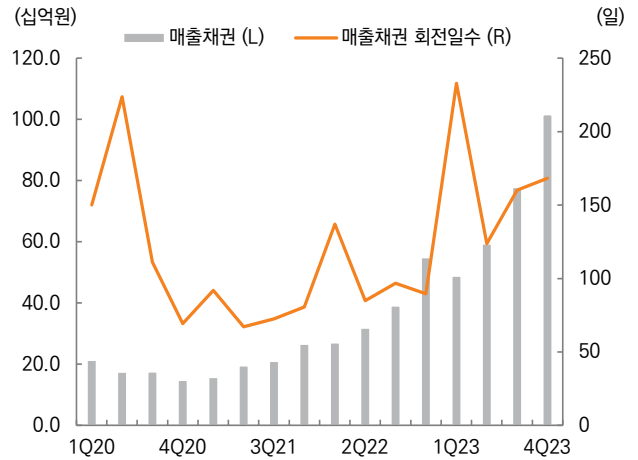
동사의 주가는 작년 상반기 대비 크게 하락하며, 현 주가는 12개월 선행 EV/EBITDA 10배로 글로벌 Peer(15배) 및 동사의 지난 3년 평균(20배) 대비 저평가 상태다. 다만, 유무형 감가상각비가 크게 증가하였고 외형 성장 둔화에 의한 고정비 부담이 증가하고 있어 P/E 관점에서는 저평가라고 보기 어렵다.

그림 1. 매출채권 연령 추이



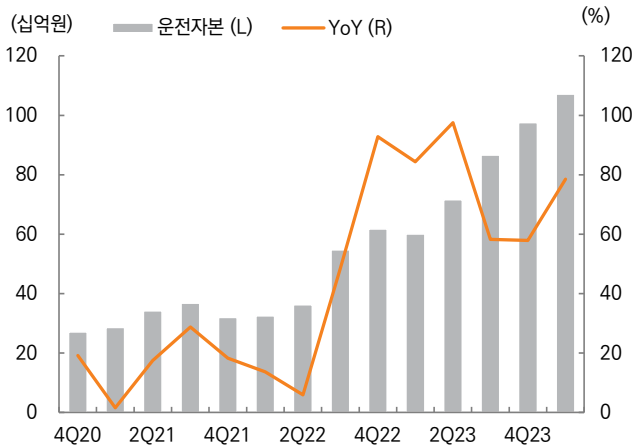
자료: 레이, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 매출채권 및 매출채권 회전일수 추이



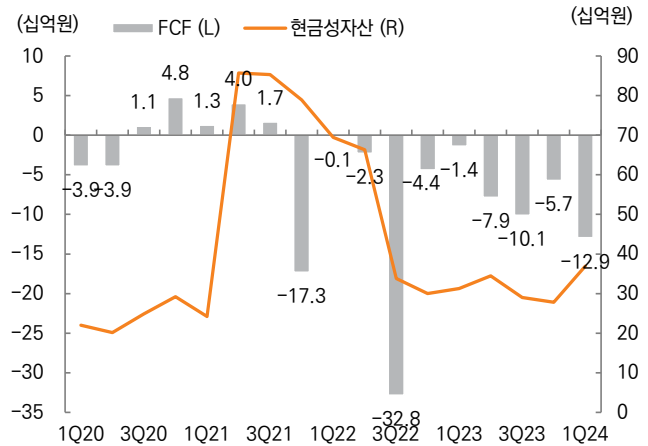
자료: 레이, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 운전자본(매출채권+재고자산-매입채무) 추이



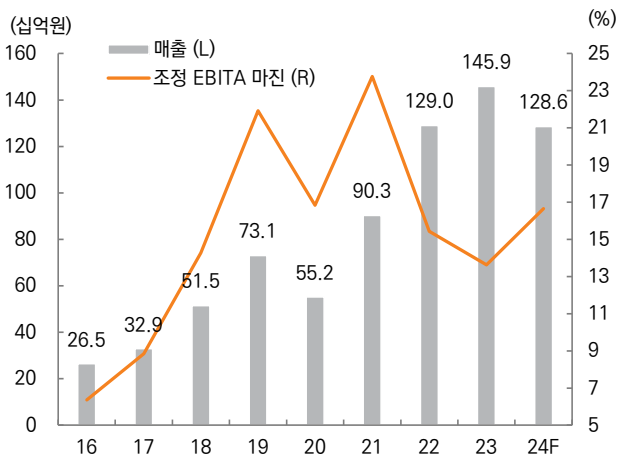
자료: 레이, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. FCF 및 현금성자산 추이



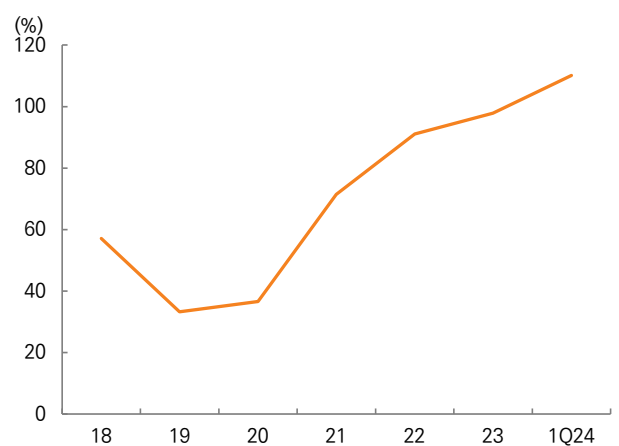
자료: 레이, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 매출 및 조정 EBITDA 마진 추이



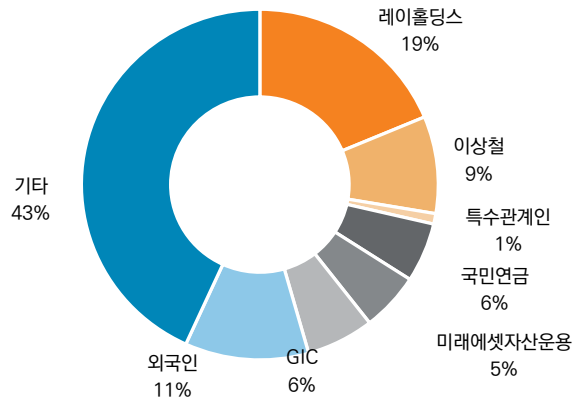
자료: 레이, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 부채비율 추이



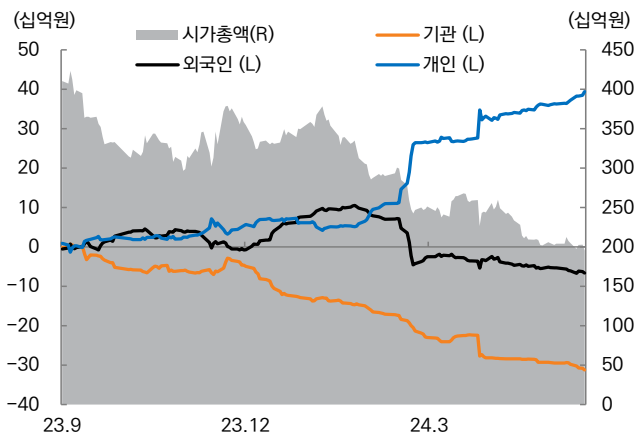
자료: 레이, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 지분율



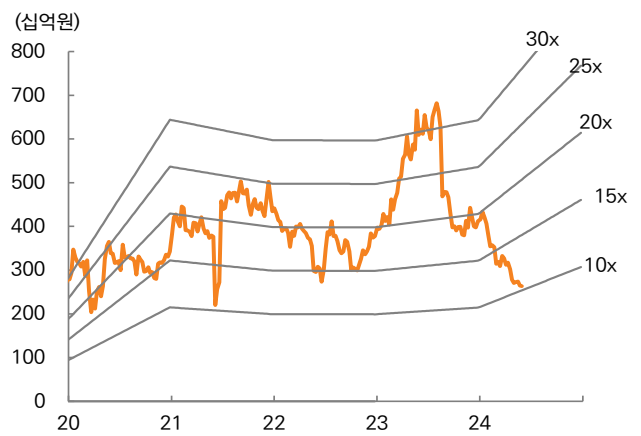
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 투자자별 순매수량 vs. 시가총액 추이



자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 12개월 선행 EV/EBITDA 밴드 차트



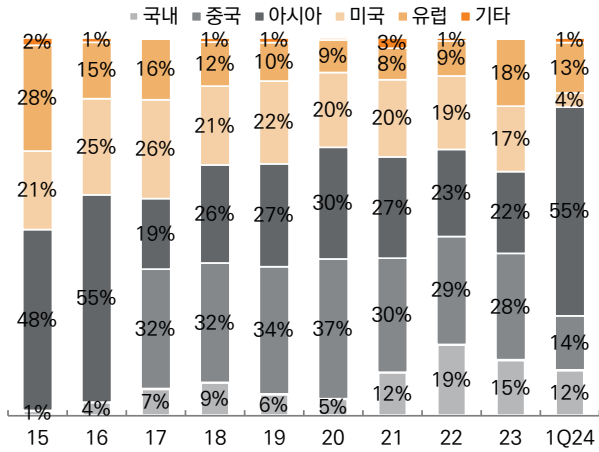
자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. Global peer valuation

회사명	시가총액 (십억원)	영업이익률 (%)			P/E (X)			P/S (X)			EV/EBITDA(x)			매출 (십억원)		
		23	24F	25F	23	24F	25F	23	24F	25F	23	24F	25F	23	24F	25F
스트라우만	28,931	17.0	24.5	25.4	78.7	40.0	32.7	8.0	7.5	6.7	40.0	25.0	21.7	3,509.4	3,859.8	4,320
얼라인 테크놀로지	27,766	16.7	20.1	20.8	43.4	28.1	24.7	5.3	5.0	4.5	29.8	20.5	18.3	5,046.7	5,582.2	6,113
덴츠플라이 시로나	7,976	(2.1)	14.8	16.4	20.6	14.0	11.9	1.5	1.5	1.4	29.0	10.7	9.5	5,180.9	5,329.2	5,524
Envista	4,326	1.2	13.5	14.4	20.0	14.9	13.1	1.2	1.2	1.2	31.5	9.6	8.7	3,353.6	3,480.7	3,604
허페이 메이야	2,910	-	34.7	35.1	-	18.0	15.7	-	5.5	4.8	-	-	-	-	531.6	610
Angel Align	2,225	-	2.6	5.9	-	-	-	-	6.8	5.6	-	-	-	-	327.8	399
레이	194	4.2	11.2	14.2	43.4	23.6	18.7	1.3	1.2	1.0	28.2	9.8	7.1	145.9	164.2	199.8
전체 평균		7.4	17.3	18.9	41.2	23.1	19.5	3.5	4.1	3.6	31.7	15.1	13.1	3,447.3	2,753.7	2,967

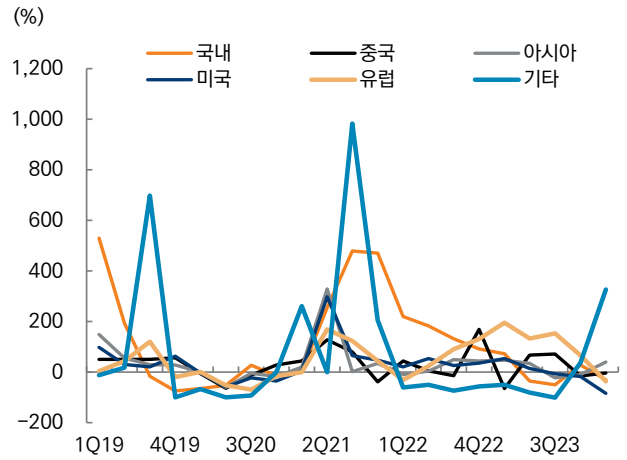
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 지역별 매출 비중



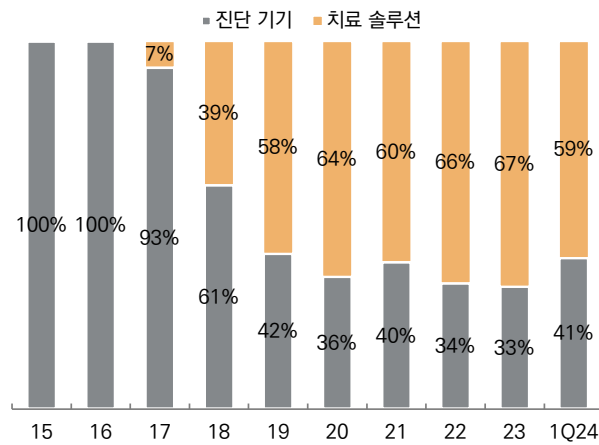
자료: 레이, 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. 지역별 매출 성장률 추이



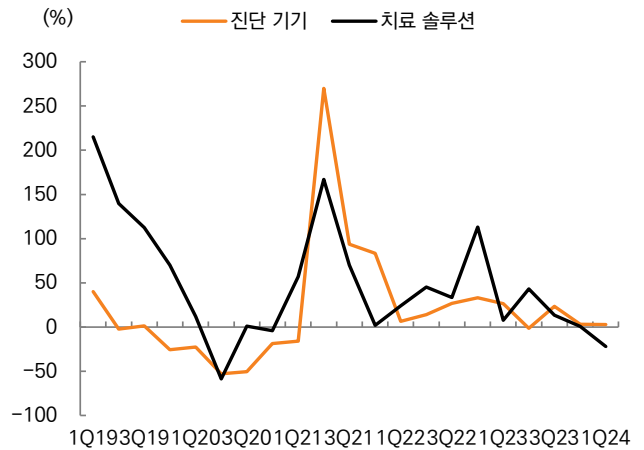
자료: 레이, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. 품목별 매출 비중



자료: 레이, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. 품목별 매출 성장률 추이



자료: 레이, 미래에셋증권 리서치센터

레이 (228670)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	146	129	152	176
매출원가	75	67	78	91
매출총이익	71	62	74	85
판매비와관리비	65	60	62	68
조정영업이익	6	2	11	17
영업이익	6	2	11	17
비영업손익	-10	0	-4	-4
금융손익	-3	-5	-4	-4
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	-4	2	7	13
계속사업법인세비용	-1	1	1	2
계속사업이익	-3	1	5	11
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-3	1	5	11
지배주주	-2	1	5	11
비지배주주	-1	0	0	0
총포괄이익	-4	1	5	11
지배주주	-3	1	5	9
비지배주주	-1	0	1	1
EBITDA	15	9	17	23
FCF	-25	3	-10	9
EBITDA 마진율 (%)	10.3	7.0	11.2	13.1
영업이익률 (%)	4.1	1.6	7.2	9.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	-1.4	0.8	3.3	6.3

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	147	156	177	195
현금 및 현금성자산	20	34	28	35
매출채권 및 기타채권	91	82	97	101
재고자산	25	31	41	47
기타유동자산	11	9	11	12
비유동자산	113	120	111	109
관계기업투자등	6	6	0	0
유형자산	47	47	42	38
무형자산	23	23	22	21
자산총계	260	276	287	304
유동부채	110	106	111	116
매입채무 및 기타채무	21	19	22	25
단기금융부채	82	81	82	82
기타유동부채	7	6	7	9
비유동부채	19	31	33	34
장기금융부채	11	24	24	24
기타비유동부채	8	7	9	10
부채총계	128	138	144	150
지배주주지분	127	134	140	150
자본금	8	8	8	8
자본잉여금	93	93	93	93
이익잉여금	25	26	32	42
비지배주주지분	4	4	4	4
자본총계	131	138	144	154

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	-23	9	-9	10
당기순이익	-3	1	5	11
비현금수익비용가감	26	13	12	12
유형자산감가상각비	6	6	6	5
무형자산상각비	2	1	1	1
기타	18	6	5	6
영업활동으로인한자산및부채의변동	-40	1	-21	-6
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-48	9	-15	-4
재고자산 감소(증가)	-3	-5	-10	-6
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	11	-2	3	3
법인세납부	-3	-1	-1	-2
투자활동으로 인한 현금흐름	3	-14	-3	-3
유형자산처분(취득)	-2	-6	-1	-1
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	4	-8	-2	-2
기타투자활동	1	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	22	19	1	1
장단기금융부채의 증가(감소)	10	13	1	1
자본의 증가(감소)	21	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-9	6	0	0
현금의 증가	2	14	-6	8
기초현금	17	20	34	27
기말현금	20	34	27	35

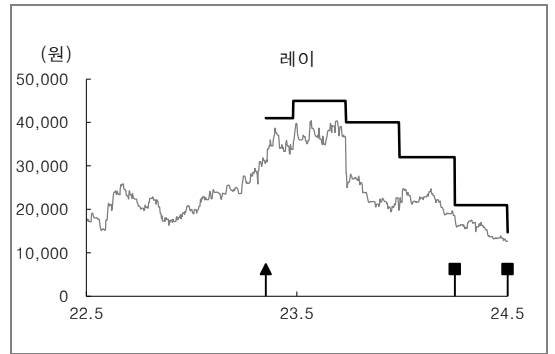
자료: 레이, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	-	154.3	36.0	18.5
P/CF (x)	15.2	13.9	11.1	8.6
P/B (x)	2.8	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA (x)	28.8	28.7	15.4	11.5
EPS (원)	-141	81	349	680
CFPS (원)	1,508	907	1,130	1,470
BPS (원)	8,212	8,648	8,998	9,677
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 (%)	13.1	-11.8	17.9	16.0
EBITDA증가율 (%)	-34.6	-38.2	90.8	30.4
조정영업이익증가율 (%)	-62.2	-61.9	377.4	55.4
EPS증가율 (%)	-	-	328.9	94.6
매출채권 회전율 (회)	2.1	1.5	1.7	1.8
재고자산 회전율 (회)	6.2	4.6	4.2	4.0
매입채무 회전율 (회)	5.7	3.7	4.3	4.3
ROA (%)	-1.3	0.5	1.9	3.6
ROE (%)	-1.8	1.0	4.0	7.3
ROIC (%)	2.9	0.7	5.4	7.9
부채비율 (%)	97.8	99.6	99.9	97.0
유동비율 (%)	134.0	146.9	158.8	168.4
순차입금/자기자본 (%)	54.7	46.4	49.2	41.1
조정영업이익/금융비용 (x)	1.9	0.5	2.2	3.3

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
레이 (228670)				
2024.05.20	Trading Buy	14,700	-	-
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

투자의견 분류 및 적용기준

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

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

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
85.36%	9.15%	5.49%	0%

* 2024년 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.