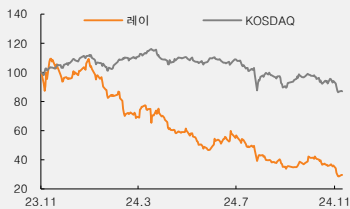


투자의견(유지)	Trading Buy
목표주가(하향)	▼ 7,400원
현재주가(24/11/19)	6,690원
상승여력	10.6%

영업이익(24F,십억원)	-25
Consensus 영업이익(24F,십억원)	0
EPS 성장률(24F,%)	적지
MKT EPS 성장률(24F,%)	72.6
P/E(24F,x)	-
MKT P/E(24F,x)	10.2
KOSDAQ	686.12
시가총액(십억원)	104
발행주식수(백만주)	15
유동주식비율(%)	90.4
외국인 보유비중(%)	11.7
베타(12M) 일간수익률	1.21
52주 최저가(원)	6,490
52주 최고가(원)	24,800
(%)	1M 6M 12M
절대주가	-27.2 -47.2 -69.0
상대주가	-20.1 -34.2 -63.9



[첨단의료기기/디지털헬스]

김충현, CFA  
choonghyun.kim@miraeasset.com박선영  
seunyoung.park@miraeasset.com

## 레이

## 젓먹던 힘까지 버티는 중

## 3Q24 Review: 매출 및 영업이익 모두 시장기대치 크게 하회

매출액은 전년 대비 42% 감소한 225억원을 기록하며 시장기대치를 하회했다. 영업이익은 전년 대비 92% 하락한 3억원으로 시장기대치를 하회했다.

품목별로 디지털 치료 솔루션은 전년 대비 46% 감소한 134억원을 기록하였고, 디지털 진단 시스템은 전년 대비 35% 감소한 91억원을 기록했다.

지역별로는 한국이 전년 대비 37% 감소한 23억원을, 중국이 전년 대비 92% 감소한 12억원, 일본이 전년 대비 143% 증가한 37억원, 기타 아시아가 전년 대비 53% 증가한 74억원, 미국이 전년 대비 31% 감소한 34억원, 유럽이 전년 대비 46% 감소한 46억원을 기록했다.

## 목표주가 7,400원으로 하향하며 Trading Buy 의견 유지

실적추정치 하향을 적용하여 동사의 목표주가를 7,400원(기존 14,700원)으로 하향한다. 상승여력이 11%인 점을 고려하여 투자의견은 Trading Buy를 유지한다.

글로벌 치과 시장 업황부진 영향이 지속되고 있다. 이로 인해 훼손된 재무구조를 개선시키는 것이 중요하다. 재무구조 개선 노력으로 909억원까지 상승했던 매출채권이 731억원까지 감소하였고, 319억원에 달했던 재고자산도 234억원으로 감소하였다. 영업현금흐름도 9분기만에 흑자로 돌아섰다.

다만, 4Q24에도 여전히 큰 폭의 실적개선을 기대하기는 어렵다. 2024년 실적은 매출 921억원 (-37% YoY), 조정 EBITDA -7억원(적자전환)을 예상한다. 현 주가는 12개월 선행 EV/EBITDA 13배로 글로벌 Peer(11배) 대비 고평가 상태다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	129	146	92	121	143
영업이익 (십억원)	16	6	-25	3	7
영업이익률 (%)	12.4	4.1	-27.2	2.5	4.9
순이익 (십억원)	8	-2	-25	-2	1
EPS (원)	551	-141	-1,612	-149	32
ROE (%)	7.3	-1.8	-21.5	-2.2	0.5
P/E (배)	43.4	-	-	-	207.0
P/B (배)	3.0	2.8	1.0	1.0	1.0
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. 3Q24 실적 비교표 (십억원, %, %p)

	3Q23	2Q24	3Q24			성장률	
			확정실적	미래에셋증권	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	38.5	24.7	22.5	34.9	34.9	-41.7	-9.2
영업이익	4.0	-18.8	0.3	2.5	2.5	-91.5	흑전
영업이익률 (%)	10.4	-75.9	1.5	7.2	7.2	-8.9	77.5
순이익	3.6	-16.8	-2.1	1.1	1.1	적전	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	128.6	151.6	92.1	120.9	-28.4	-20.3	3Q24 실적반영
영업이익	2.3	11.1	-25.0	3.4	적전	-69.7	
세전이익	2.4	6.6	-27.8	-2.8	적전	적전	
순이익	1.3	5.4	-25.1	-2.3	적전	적전	
EPS (원)	81	349	-1,612	-149	적전	적전	

주: K-IFRS 기준  
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 분기별 실적 전망표 (십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출액	20.0	39.4	38.5	48.0	17.4	24.7	22.5	27.5	145.9	92.1	120.9
중국	2.6	11.9	15.2	11.4	2.5	3.0	1.2	2.3	41.1	9.0	12.8
미국	3.9	7.7	4.8	8.9	0.6	3.7	3.4	4.4	25.3	12.1	18.7
아시아	6.9	9.4	6.3	8.9	9.6	10.9	11.1	12.0	31.6	43.6	52.6
유럽	3.6	5.4	8.5	8.2	2.3	4.8	4.6	4.9	25.8	16.7	20.8
국내	3.0	4.8	3.7	10.2	2.1	1.8	2.2	3.6	21.7	9.8	15.2
조정 EBITDA	-1.5	6.5	6.9	8.0	-4.1	-4.2	4.7	2.9	19.9	-0.7	14.9
영업이익	-4.3	3.3	4.0	3.1	-6.7	-18.8	0.3	0.1	6.1	-25.0	3.4
순이익(지배)	-2.9	1.3	3.6	-4.2	-5.2	-16.8	-2.1	-1.1	-2.1	-25.1	-2.3
매출 성장률 (%)	13.6	26.3	16.8	1.6	-13.3	-37.1	-41.7	-42.7	13.1	-36.9	31.3
중국	-65.1	67.2	71.9	-15.4	-3.6	-74.7	-91.9	-80.0	11.7	-78.1	42.3
미국	53.9	14.7	-6.5	-17.2	-83.4	-52.1	-30.5	-50.0	0.6	-52.0	54.1
아시아	47.3	35.1	-22.3	-10.1	40.0	15.3	74.4	35.0	6.2	38.1	20.6
유럽	195.9	133.0	153.6	66.6	-36.2	-10.7	-45.9	-40.0	117.6	-35.2	24.4
국내	72.6	-35.3	-50.3	28.6	-29.9	-61.5	-39.7	-64.7	-11.2	-54.9	55.4
조정 EBITDA 마진 (%)	-7.6	16.4	18.0	16.7	-23.5	-17.2	20.9	10.6	13.6	-0.8	12.3
영업이익률 (%)	-21.6	8.5	10.4	6.5	-38.7	-75.9	1.5	0.5	4.2	-27.2	2.8
순이익률 (지배,%)	-14.3	3.2	9.1	-10.3	-31.3	-73.5	-9.2	-3.9	-1.5	-27.2	-1.9

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. 운전자본 증가와 현금흐름 악화로 인해 2024년 들어 부채비율도 110%대로 상승했다.

결국 현금흐름이 개선되어야 하는데, 3Q24 12분기만에 잉여현금흐름을 기록했다. 3Q24 기준 현금성자산(공정가치금융자산 포함)으로 238억원을 보유하고 있다.

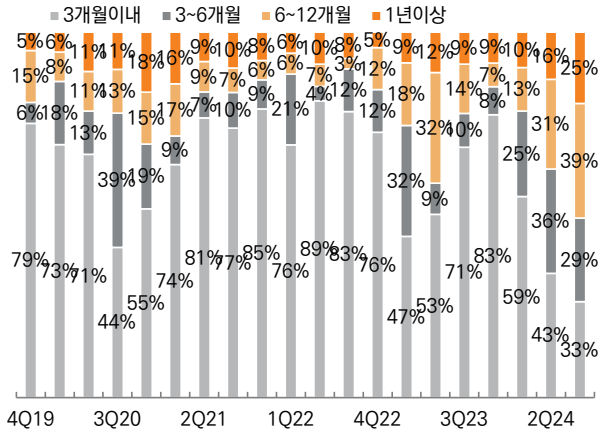
### 2) 사업적 리스크: 디지털 덴티스트리 도입 지연과 지역적 다각화 필요성

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

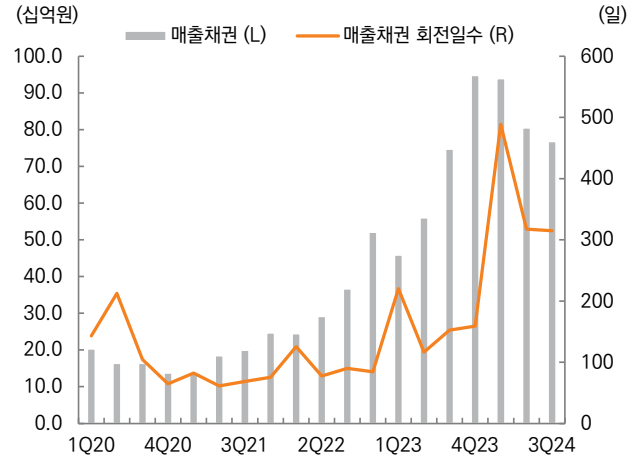
현 주가는 12개월 선행 EV/EBITDA 13배로 글로벌 Peer(11배) 대비 고평가 상태다.

그림 1. 매출채권 연령 추이



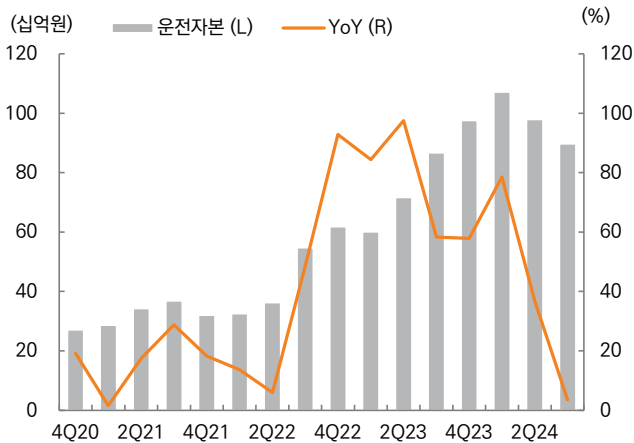
자료: 레이, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 매출채권 및 매출채권 회전일수 추이



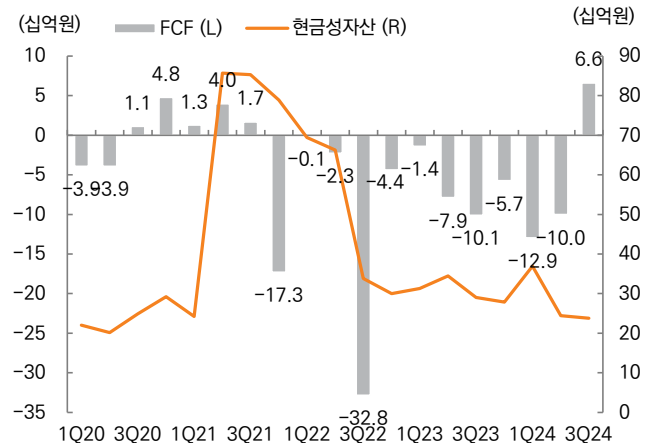
자료: 레이, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 운전자본(매출채권+재고자산-매입채무) 추이



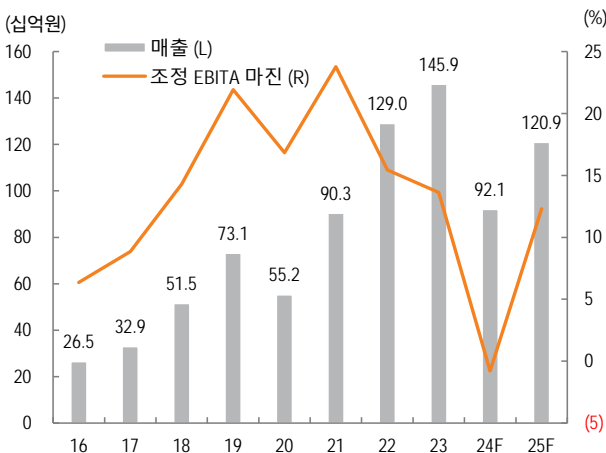
자료: 레이, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. FCF 및 현금성자산 추이



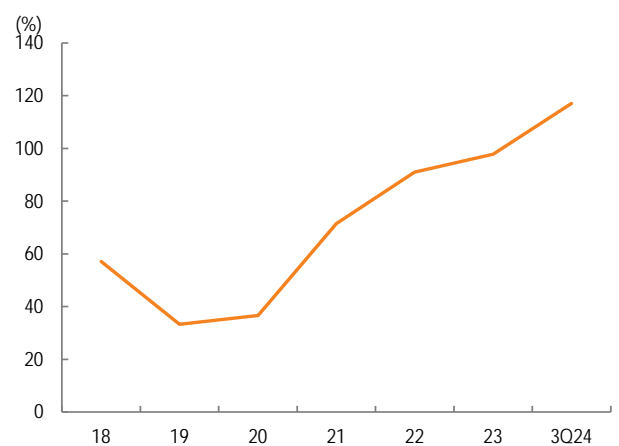
자료: 레이, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 매출 및 조정 EBITDA 마진 추이



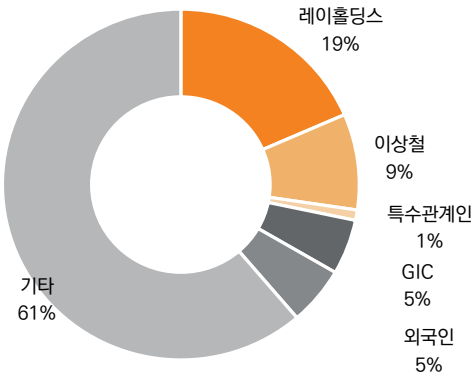
자료: 레이, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 부채비율 추이



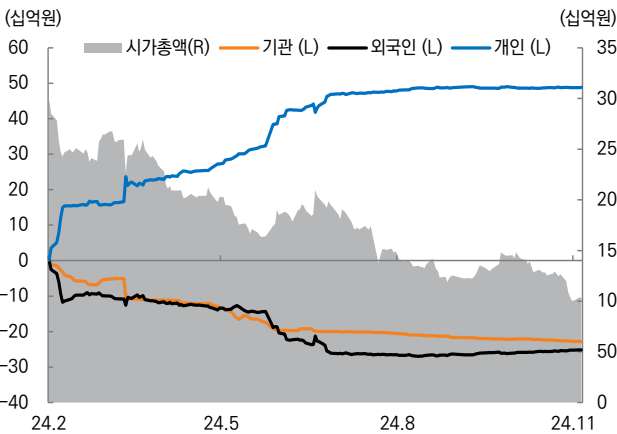
자료: 레이, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 지분율



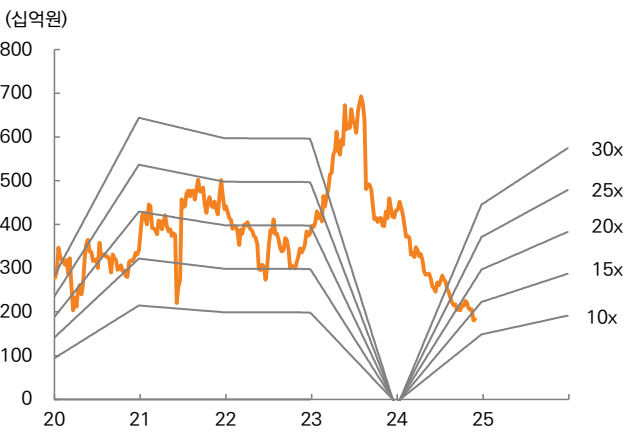
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 투자자별 순매수량 vs. 시가총액 추이



자료: QuantWise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 12개월 선행 EV/EBITDA 밴드 차트



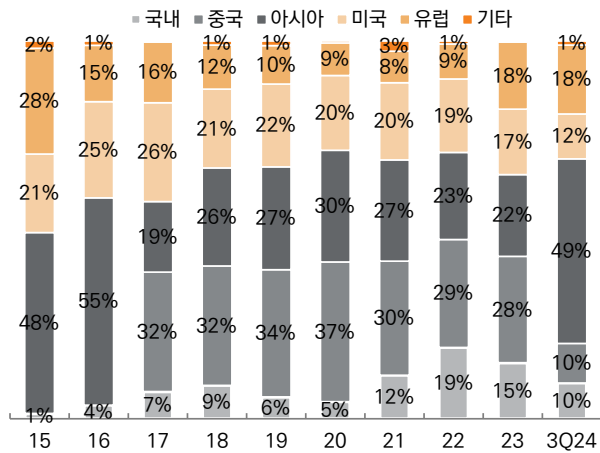
자료: QuantWise, 미래에셋증권 리서치센터

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	27,943	17.0	26.1	26.7	57.6	35.2	30.4	7.2	7.1	6.5	30.4	22.6	20.4	3,509.4	3,968.4	4,326
얼라인 테크놀로지	23,153	16.7	21.7	20.4	34.4	23.8	21.7	4.2	4.1	3.9	23.3	16.4	15.9	5,046.7	5,632.2	5,956
덴츠플라이 시로나	5,229	(2.1)	13.7	14.9	19.9	10.3	9.8	1.0	1.0	1.0	151.1	8.6	8.3	5,180.9	5,323.5	5,237
Envista	4,858	1.2	9.7	12.3	58.8	28.0	17.7	1.4	1.4	1.4	-	13.7	10.9	3,353.6	3,500.4	3,603
허페이 메이야	2,603	-	31.7	31.7	-	20.2	18.0	-	5.6	5.0	-	-	-	-	467.1	523
Angel Align	1,872	-	1.6	5.3	-	-	-	-	5.5	4.5	-	-	-	-	344.8	417
레이	104	4.2	-	-	43.4	23.6	18.7	0.8	-	-	-	-	-	145.9	-	-
전체 평균		7.4	17.4	18.6	42.8	23.5	19.4	2.9	4.1	3.7	68.3	15.3	13.9	3,447.3	3,206.1	3,344

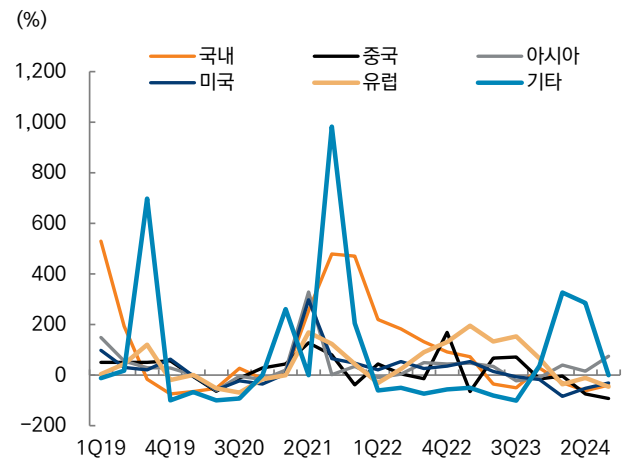
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 지역별 매출 비중



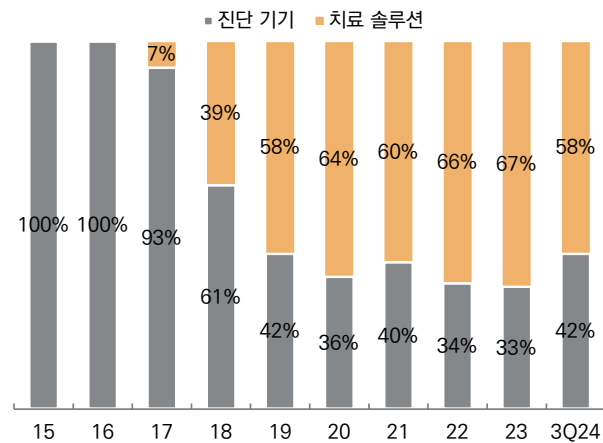
자료: 레이, 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. 지역별 매출 성장률 추이



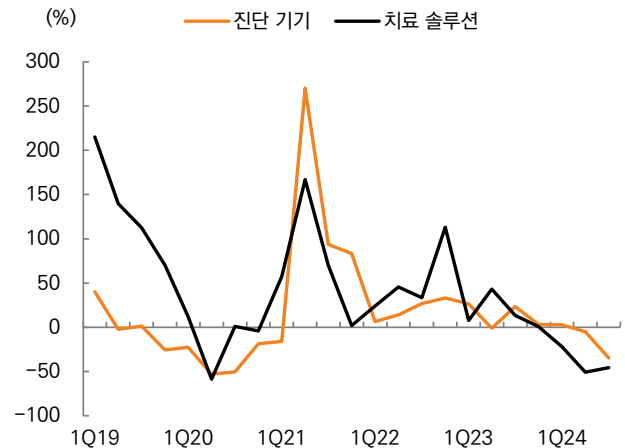
자료: 레이, 미래에셋증권 리서치센터

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
<b>매출액</b>	<b>146</b>	<b>92</b>	<b>121</b>	<b>143</b>
매출원가	75	48	62	73
매출총이익	71	44	59	70
판매비와관리비	65	70	55	62
조정영업이익	6	-25	3	7
영업이익	6	-25	3	7
비영업손익	-10	-3	-6	-6
금융손익	-3	-5	-6	-6
관계기업등 투자손익	0	-1	0	0
세전계속사업손익	-4	-28	-3	1
계속사업법인세비용	-1	-1	-1	0
계속사업이익	-3	-27	-2	1
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-3	-27	-2	1
지배주주	-2	-25	-2	1
비지배주주	-1	-2	0	0
<b>총포괄이익</b>	<b>-4</b>	<b>-27</b>	<b>-2</b>	<b>1</b>
지배주주	-3	-25	-2	0
비지배주주	-1	-2	0	0
EBITDA	15	-21	2	5
FCF	-25	2	-10	-13
EBITDA 마진율 (%)	10.3	-22.8	1.7	3.5
영업이익률 (%)	4.1	-27.2	2.5	4.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	-1.4	-27.2	-1.7	0.7

## 예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
<b>유동자산</b>	<b>147</b>	<b>130</b>	<b>124</b>	<b>120</b>
현금 및 현금성자산	20	45	35	22
매출채권 및 기타채권	91	54	55	59
재고자산	25	22	23	28
기타유동자산	11	9	11	11
<b>비유동자산</b>	<b>113</b>	<b>110</b>	<b>120</b>	<b>131</b>
관계기업투자등	6	2	2	2
유형자산	47	45	56	67
무형자산	23	24	23	22
<b>자산총계</b>	<b>260</b>	<b>241</b>	<b>244</b>	<b>252</b>
<b>유동부채</b>	<b>110</b>	<b>92</b>	<b>96</b>	<b>101</b>
매입채무 및 기타채무	21	9	11	13
단기금융부채	82	75	76	77
기타유동부채	7	8	9	11
<b>비유동부채</b>	<b>19</b>	<b>41</b>	<b>43</b>	<b>45</b>
장기금융부채	11	33	33	33
기타비유동부채	8	8	10	12
<b>부채총계</b>	<b>128</b>	<b>133</b>	<b>139</b>	<b>146</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>127</b>	<b>106</b>	<b>103</b>	<b>104</b>
자본금	8	8	8	8
자본잉여금	93	97	97	97
이익잉여금	25	0	-2	-2
<b>비지배주주지분</b>	<b>4</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>
<b>자본총계</b>	<b>131</b>	<b>108</b>	<b>105</b>	<b>106</b>

## 예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
<b>영업활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-23</b>	<b>5</b>	<b>-2</b>	<b>-5</b>
당기순이익	-3	-27	-2	1
비현금수익비용가감	26	20	5	4
유형자산감가상각비	6	2	-3	-3
무형자산상각비	2	2	1	1
기타	18	16	7	6
영업활동으로인한자산및부채의변동	-40	17	1	-4
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-48	23	-1	-4
재고자산 감소(증가)	-3	5	-2	-5
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	11	-11	1	2
법인세납부	-3	-1	1	0
<b>투자활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>3</b>	<b>-1</b>	<b>-9</b>	<b>-9</b>
유형자산처분(취득)	-2	-1	-8	-8
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	4	2	-1	-1
기타투자활동	1	-2	0	0
<b>재무활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>22</b>	<b>18</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
장단기금융부채의 증가(감소)	10	16	1	1
자본의 증가(감소)	21	4	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-9	-2	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>2</b>	<b>25</b>	<b>-10</b>	<b>-13</b>
기초현금	17	20	45	35
기말현금	20	45	35	22

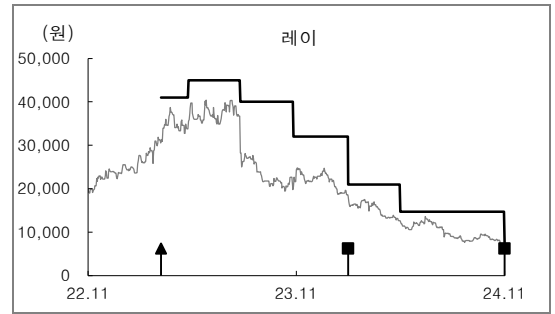
자료: 레이, 미래에셋증권 리서치센터

## 예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	-	-	-	207.0
P/CF (x)	15.2	-	47.3	20.9
P/B (x)	2.8	1.0	1.0	1.0
EV/EBITDA (x)	28.8	-	78.6	37.7
EPS (원)	-141	-1,612	-149	32
CFPS (원)	1,508	-418	142	319
BPS (원)	8,212	6,779	6,629	6,661
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	-36.9	31.3	18.0
EBITDA증가율 (%)	-34.6	적전	흑전	125.8
조정영업이익증가율 (%)	-62.2	적전	흑전	110.3
EPS증가율 (%)	적전	적지	적지	흑전
매출채권 회전율 (회)	2.1	1.3	2.2	2.5
재고자산 회전율 (회)	6.2	3.9	5.4	5.5
매입채무 회전율 (회)	5.7	3.5	7.1	7.1
ROA (%)	-1.3	-10.7	-1.0	0.2
ROE (%)	-1.8	-21.5	-2.2	0.5
ROIC (%)	2.9	-16.1	2.1	3.9
부채비율 (%)	97.8	123.1	131.4	137.4
유동비율 (%)	134.0	141.9	129.1	119.4
순차입금/자기자본 (%)	54.7	52.3	63.9	77.0
조정영업이익/금융비용 (x)	1.9	-4.0	0.5	1.0

## 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
레이 (228670)				
2024.11.19	Trading Buy	7,400	-	-
2024.05.20	Trading Buy	14,700	-32.31	-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

## 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 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

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

## 투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
82.38%	10.23%	7.39%	0%

\* 2024년 09월 30일 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.