

(Analyst) 김충현, CFA choonghyun.kim@miraeasset.com



228670 · 의료장비 및 용품

레이

보릿고개를 넘어야하는 2024년

(하향)

Trading Buy

목표주가

21,000원 ▼

상승여력

15.3%

현재주가(24/2/19)

18,220원

KOSDAQ	858.47	시가총액(십억원)	278	발행주식수(백만주)	15	외국인 보유비중(%)	21.9
--------	--------	-----------	-----	------------	----	-------------	------

## Report summary

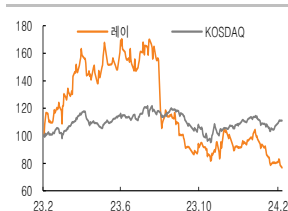
**실적추정치 하향을 반영하여 목표주가는 21,000원으로 하향하며, 투자 의견도 Trading Buy로 하향**

동사에 대한 12개월 선행 EPS 추정치 하향조정을 반영하여 동사의 목표주가를 21,000원(기존 32,000원)으로 하향한다. 상승여력이 15%인 점을 고려하여 투자 의견은 Trading Buy(기존 매수)로 하향한다.

기존 예상대로 4Q23은 사상최대 분기실적을 경신했으나, 중국과 미국이 부진이 발목을 잡았다. 중국과 미국의 부진은 2024년에도 빠르게 개선되기는 어려워 보인다. 다만, 법인장 교체를 완료한 일본과 최근 성장세가 좋은 유럽은 2024년에 견조한 성장을 할 것으로 기대되는 부분은 긍정적이다. 이를 반영한 2024년 실적은 매출 1,547억원 (6% YoY), 영업이익 143억원(133% YoY, OPM 9.2%)를 예상한다. 현 주가는 12개월 선행 P/E 26배로 글로벌 Peer(26배)와 유사하다.

## Key data

## Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	-17.9	-30.7	-34.2
상대주가	-19.4	-29.2	-40.6

## Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	90	129	146	155	185
영업이익 (십억원)	3	16	6	14	23
영업이익률 (%)	3.3	12.4	4.1	9.0	12.4
순이익 (십억원)	0	8	-4	10	17
EPS (원)	-1	551	-237	617	1,111
ROE (%)	0.0	7.3	-2.9	7.0	11.5
P/E (배)	-	43.4	-	30.2	16.8
P/B (배)	4.1	3.0	2.7	2.1	1.8
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

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

## 4Q23 Review

### 매출 및 영업이익 모두 시장기대치 하회하는 실적 달성

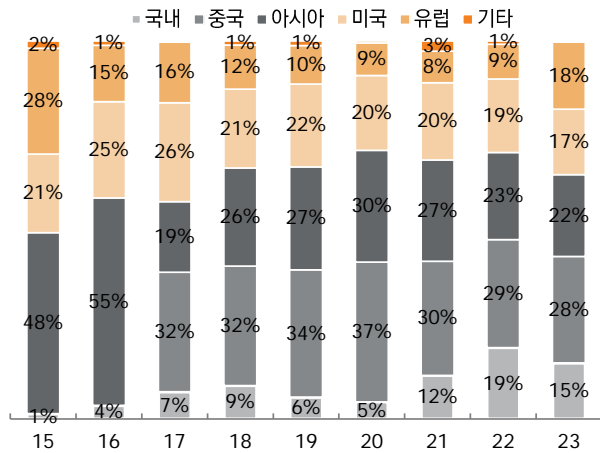
동사의 매출액은 전년 대비 2% 증가한 480억원을 기록하며 시장기대치를 하회했다. 품목별로 디지털 치료 솔루션은 전년 대비 5% 감소한 318억원을 기록하였고, 디지털 진단 시스템은 전년 대비 19% 증가한 162억원을 기록했다.

지역별로는 한국이 전년 대비 29% 증가한 102억원을, 중국이 전년 대비 15% 감소한 114억원, 일본이 전년 대비 26% 감소한 23억원, 기타 아시아가 전년 대비 3% 감소한 66억원, 미국이 전년 대비 17% 감소한 89억원, 유럽이 전년 대비 67% 증가한 82억원을 기록했다.

영업이익은 전년 대비 68% 감소한 31억원을 기록하며 역시 시장기대치를 하회했다. 중국 시장에서 경쟁을 위해 판가인하를 단행하며 매출총이익률이 하락하였고, 약 38억원의 대손충당금이 반영되며 사상최대 매출을 기록했음에도 영업이익률은 전년 대비 13.8%p 감소한 6.5%를 기록했다.

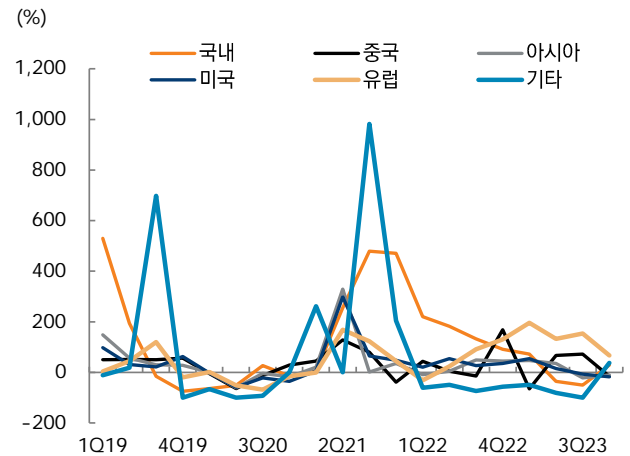
또한, 동사는 순손실 56억원을 기록했는데 파생상품평가손실(DDS 풋옵션 기말평가, 전환우선주 콜옵션 공정가치평가), 파생상품처분손실(전환사채 콜 옵션 행사), 무형자산 감액(일부 개발 프로젝트 손상인식, 중국법인 영업권 상각) 등 영업외비용이 다수 발생하였기 때문이다.

그림 1. 지역별 매출 비중



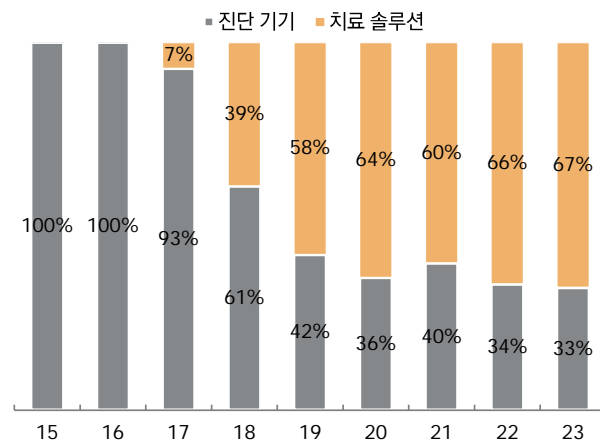
자료: 레이, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 지역별 매출 성장률 추이



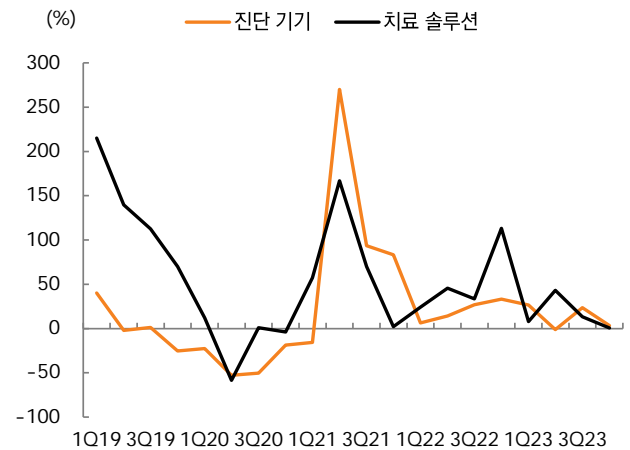
자료: 레이, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 품목별 매출 비중



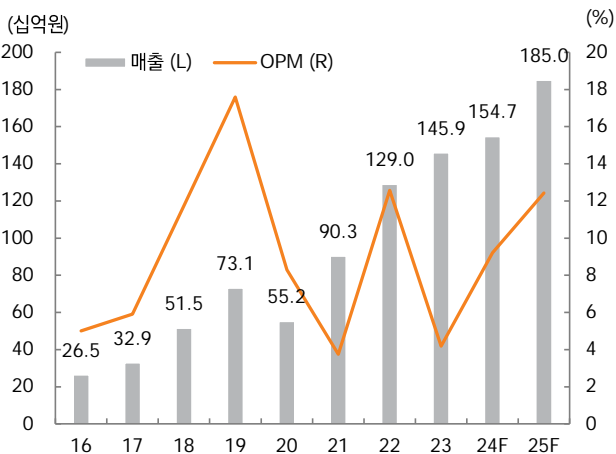
자료: 레이, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 품목별 매출 성장률 추이



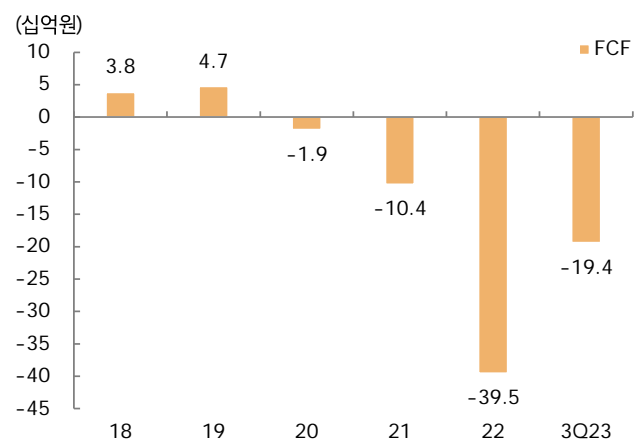
자료: 레이, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 매출 및 영업이익률 추이



자료: 레이, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. FCF 추이



자료: 레이, 미래에셋증권 리서치센터

## 밸류에이션 및 투자전략

### 목표주가 21,000원으로 하향하며, 투자의견도 Trading Buy로 하향

동사에 대한 12개월 선행 EPS 추정치 하향조정을 반영하여 동사의 목표주가를 21,000원(기존 32,000원)으로 하향한다. 상승여력이 15%인 점을 고려하여 투자의견은 Trading Buy(기존 매수)로 하향한다. 현 주가는 12개월 선행 P/E 26배로 글로벌 Peer(26배)와 유사하다.

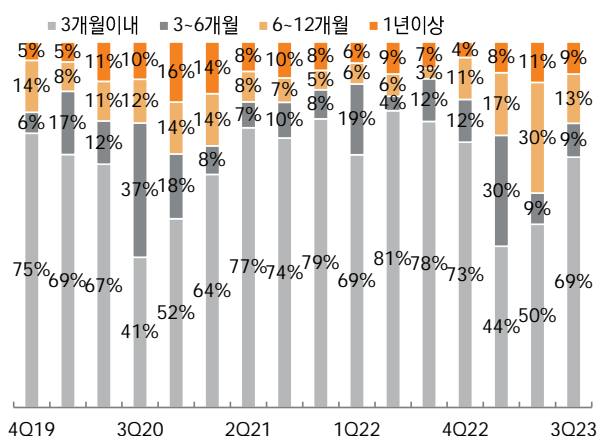
4Q23 실적은 사상최대 분기 매출을 경신했으나, 중국과 미국이 부진하며 전년대비 2% 상승에 그쳤다. 중국과 미국의 부진은 2024년에도 빠르게 개선되기는 어려워 보인다. 중국과 미국은 고금리로 인한 신규수요 위축은 적어도 상반기에는 해소되기 어려워 보인다. 미국 서부 지역 외 다른 지역에서 신규 달러 계약이 빨리 진행된다면 실적 개선 속도는 빨라질 수 있다. 법인장 교체를 완료한 일본과 최근 성장세가 좋은 유럽은 2024년에 견조한 성장을 할 것으로 기대되는 부분은 긍정적이다.

이를 반영한 2024년 실적은 매출 1,547억원 (6% YoY), 영업이익 143억원(133% YoY, OPM 9.2%)를 예상한다.

#### Q) 매출채권 증가 이유는?

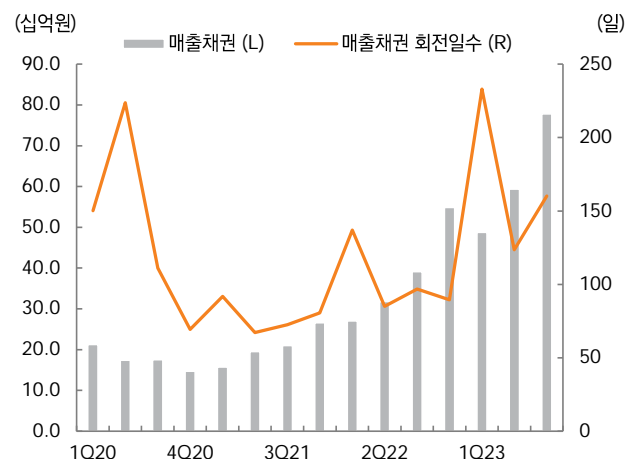
A) 크게 중국과 유럽의 요인이 있다. 중국은 기존 달러를 인수하면서, 채권회수를 고객으로부터 직접하다보니 길어지게 되었다. 또한, 2022년까지 전체 매출의 8~9%를 차지했던 유럽이 2023년 전체 매출의 18%까지 성장했다. 유럽은 매출은 출고 기준으로 잡지만, 실제 고객에게 도달하는데 5~6개월이 소요되기도 한다. 3Q23 기준 매출채권 연령의 70%가 3개월 이내다. 회수에는 크게 문제가 없다고 생각한다.

그림 7. 매출채권 연령 추이



자료: 레이, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 매출채권 및 매출채권 회전일수 추이



자료: 레이, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 4Q23 실적 비교표 (십억원, %, %p)

	4Q22	3Q23	4Q23P			성장률	
			확정실적	미래에셋증권	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	47.2	38.5	48.0	51.5	54.5	1.6	24.5
영업이익	9.6	4.0	3.1	9.7	9.1	-67.6	-22.8
영업이익률 (%)	20.3	10.4	6.5	18.8	16.7	-13.8	-3.9
순이익	5.5	3.6	-5.6	7.3	0.0	적전	적전

주: K-IFRS 기준  
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 수익예상 변경표 (십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	23F	24F	23F	24F	23F	24F	
매출액	149.4	187.0	145.9	154.7	-2.3	-17.3	4Q23 실적 반영
영업이익	12.7	29.3	6.1	14.3	-51.8	-51.4	2024년 매출추정 변경
세전이익	12.0	27.3	-4.2	11.7	-135.3	-57.2	
순이익	9.3	21.8	-3.6	9.6	-138.9	-56.2	
EPS (원)	610	1,408	-237	617	-138.9	-56.2	

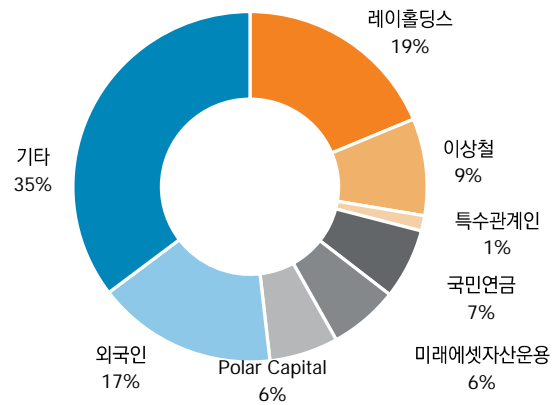
주: K-IFRS 기준  
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 분기별 실적 전망표 (십억원, %)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	2022	2023P	2024F
매출액	17.6	31.2	33.0	47.2	20.0	39.4	38.5	48.0	129.0	145.9	154.7
중국	7.4	7.1	8.8	13.5	2.6	11.9	15.2	11.4	36.8	41.1	37.1
미국	2.5	6.7	5.2	10.7	3.9	7.7	4.8	8.9	25.1	25.3	27.8
아시아	4.7	7.0	8.2	9.9	6.9	9.4	6.3	8.9	29.7	31.6	40.6
유럽	1.2	2.3	3.4	5.0	3.6	5.4	8.5	8.2	11.9	25.8	29.3
국내	1.7	7.4	7.3	7.9	3.0	4.8	3.7	10.2	24.4	21.7	19.2
영업이익	-0.9	3.3	4.2	9.6	-4.3	3.3	4.0	3.1	16.2	6.1	14.3
순이익(지배)	-0.3	0.2	2.5	5.5	-2.9	1.3	3.6	-5.6	8.0	-3.6	9.6
매출 성장률 (%)	18.0	31.7	31.1	77.6	13.6	26.3	16.8	1.6	42.8	13.1	6.0
중국	43.7	5.0	-14.2	168.8	-65.1	67.2	71.9	-15.4	35.1	11.7	-9.6
미국	20.7	53.9	26.5	35.4	53.9	14.7	-6.5	-17.2	36.1	0.6	10.1
아시아	-9.4	4.2	49.0	44.6	47.3	35.1	-22.3	-10.1	22.9	6.2	28.8
유럽	-31.1	23.9	90.8	130.6	195.9	133.0	153.6	66.6	56.7	117.6	13.4
국내	220.3	182.6	132.0	91.8	72.6	-35.3	-50.3	28.6	133.3	-11.2	-11.5
영업이익률 (%)	-5.3	10.7	12.9	20.3	-21.6	8.5	10.4	6.5	12.6	4.2	9.2
순이익률 (지배, %)	-2.0	0.5	8.0	11.6	-14.3	3.2	9.1	-11.8	6.2	-2.5	6.2

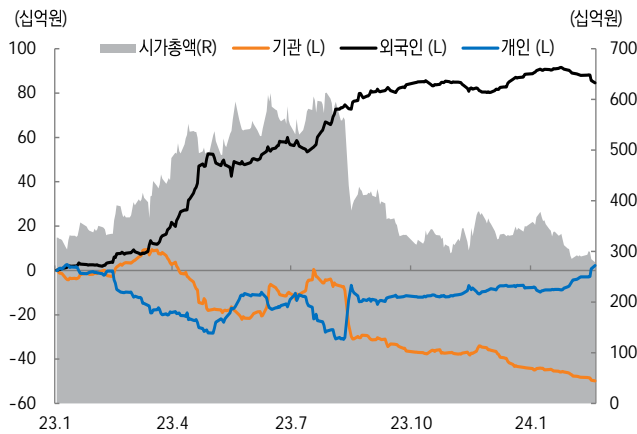
자료: 레이, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 지분율



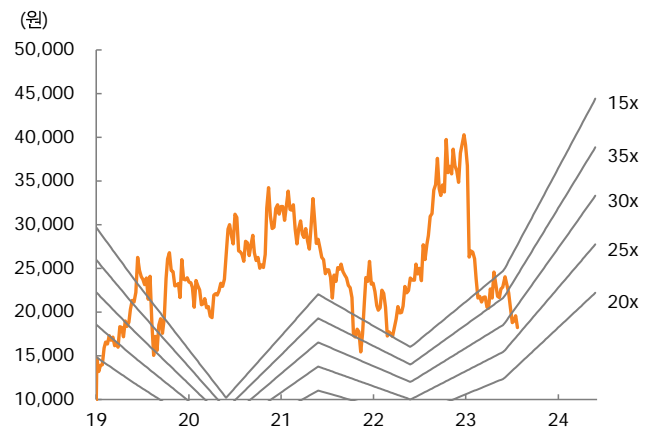
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 투자자별 순매수량 vs. 시가총액 추이



자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. 12개월 선행 PER 밴드 차트



자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. Global Peer valuation

회사명	시가총액 (십억원)	영업이익률 (%)			PER (배)			PSR (배)			ROE (%)			매출액(십억원)		
		22	23F	24F	22	23F	24F	22	23F	24F	22	23F	24F	22	23F	24F
스트라우만	34,891	23.1	24.5	25.0	61.5	49.3	43.1	9.8	9.6	8.9	20.6	22.2	22.4	3,139.0	3,658.1	3,951.8
얼라인 테크놀로지	31,509	16.7	19.8	20.4	51.4	33.5	29.3	6.1	5.8	5.3	12.3	17.1	17.4	5,046.7	5,386.0	5,921.3
덴츠플라이 시로나	9,479	(23.9)	14.3	15.4	30.9	18.4	16.4	1.8	1.8	1.8	(6.1)	11.0	11.4	5,068.6	5,224.7	5,319.6
Envista	5,150	1.2	15.1	16.1	21.9	15.9	14.0	1.5	1.5	1.4	(2.4)	5.7	5.8	3,353.6	3,467.8	3,620.5
허페이 메이야	3,002	34.8	37.1	37.2	21.9	20.4	18.0	7.1	6.8	5.9	29.2	29.1	30.8	406.1	442.9	509.5
Angel Align	1,675	16.1	(1.4)	7.4	41.8	114.0	46.0	7.0	6.4	5.3	6.2	1.8	5.5	243.5	260.6	314.6
레이	285	12.6	6.7	13.7	43.4	23.6	18.7	2.0	1.9	1.6	6.1	15.3	16.5	129.0	169.0	206.0
전체 평균		11.5	16.6	19.3	39.0	39.3	26.5	5.0	4.8	4.3	9.4	14.6	15.7	2,483	2,658	2,834

자료: Bloomberg, 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 98%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. 동사는 3Q23기준 현금성자산(공정가치금융자산 포함)으로 290억 원을 보유하고 있다.

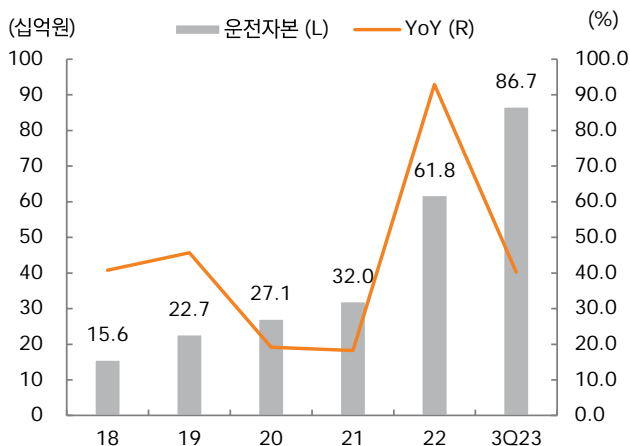
### 2) 사업적 리스크: 디지털 덴티스트리 도입지연과 지역적 다각화 필요성

치과 및 치기공소의 디지털 덴티스트리 도입이 지연될 경우, 개별장비보다 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

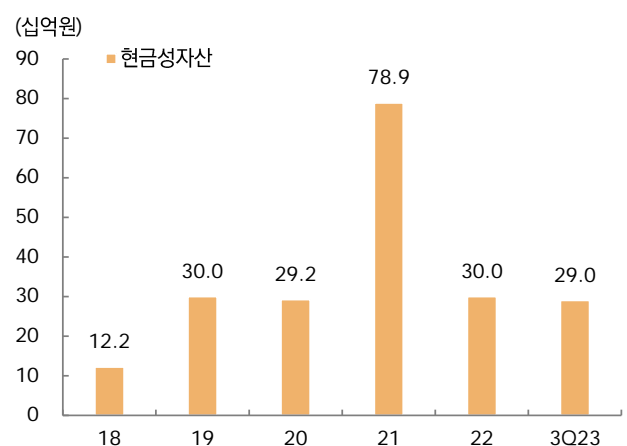
동사의 주가는 작년 상반기 대비 크게 하락하였음에도 12개월 선행 P/E 기준 26배로 글로벌 Peer(26배) 대비 매력적이지 않다. 전방산업 수요둔화로 인해 EPS 성장이 단기적으로 둔화되면서 분모가 상승하였기 때문이다. 밸류에이션 부담을 해소하기 위해서는 실적개선이 중요하다.

그림 12. 운전자본(매출채권+재고자산-매입채무) 추이



자료: 레이, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. 현금성자산 추이



자료: 레이, 미래에셋증권 리서치센터

## 레이 (228670)

## 예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	129	146	155	185
매출원가	66	74	78	94
매출총이익	63	72	77	91
판매비와관리비	46	65	62	68
조정영업이익	16	6	14	23
영업이익	16	6	14	23
비영업손익	-5	-10	-2	-2
금융손익	-2	-2	-3	-2
관계기업등 투자손익	1	0	0	0
세전계속사업손익	11	-4	12	21
계속사업법인세비용	4	-1	2	4
계속사업이익	8	-4	10	17
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	8	-4	10	17
지배주주	8	-4	10	17
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	9	-4	10	17
지배주주	9	-3	9	16
비지배주주	0	-1	1	1
EBITDA	23	16	24	32
FCF	-40	-33	10	24
EBITDA 마진율 (%)	17.8	11.0	15.5	17.3
영업이익률 (%)	12.4	4.1	9.0	12.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	6.2	-2.7	6.5	9.2

## 예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	-8	-29	18	25
당기순이익	8	-4	10	17
비현금수익비용가감	14	13	15	14
유형자산감가상각비	5	7	7	7
무형자산상각비	2	3	3	2
기타	7	3	5	5
영업활동으로인한자산및부채의변동	-27	-36	-2	-1
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-29	-32	2	1
재고자산 감소(증가)	5	-10	-6	-8
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-4	6	1	3
법인세납부	-2	0	-2	-4
투자활동으로 인한 현금흐름	-23	-3	-9	-3
유형자산처분(취득)	-29	-4	-8	-1
무형자산감소(증가)	-1	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-4	0	-1	-2
기타투자활동	11	1	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	17	26	0	0
장단기금융부채의 증가(감소)	24	14	0	0
자본의 증가(감소)	1	21	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-8	-9	0	0
현금의 증가	-14	-6	9	28
기초현금	32	17	12	21
기말현금	17	12	21	49

자료: 레이, 미래에셋증권 리서치센터

## 예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	101	138	151	187
현금 및 현금성자산	17	12	21	49
매출채권 및 기타채권	48	81	79	78
재고자산	22	32	38	45
기타유동자산	14	13	13	15
비유동자산	121	120	118	107
관계기업투자등	7	6	6	0
유형자산	50	51	52	46
무형자산	30	28	25	23
자산총계	222	258	269	294
유동부채	62	82	84	90
매입채무 및 기타채무	11	17	19	22
단기금융부채	45	58	58	59
기타유동부채	6	7	7	9
비유동부채	43	44	45	46
장기금융부채	37	38	38	38
기타비유동부채	6	6	7	8
부채총계	106	127	129	136
지배주주지분	116	131	141	158
자본금	7	8	8	8
자본잉여금	72	93	93	93
이익잉여금	28	24	34	51
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	116	131	141	158

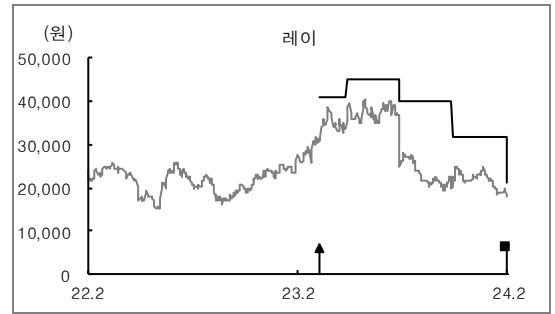
## 예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	43.4	-	30.2	16.8
P/CF (x)	15.9	36.5	11.9	9.2
P/B (x)	3.0	2.7	2.1	1.8
EV/EBITDA (x)	17.3	26.9	14.3	10.2
EPS (원)	551	-237	617	1,111
CFPS (원)	1,499	627	1,566	2,022
BPS (원)	7,972	8,457	9,074	10,185
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 (%)	42.8	13.1	6.0	19.6
EBITDA증가율 (%)	147.8	-30.3	55.6	29.0
조정영업이익증가율 (%)	378.4	-62.2	133.0	61.2
EPS증가율 (%)	-	-	-	80.0
매출채권 회전율 (회)	3.6	2.3	2.0	2.4
재고자산 회전율 (회)	7.7	5.4	4.4	4.4
매입채무 회전율 (회)	11.2	6.7	5.2	5.5
ROA (%)	4.0	-1.6	3.6	6.1
ROE (%)	7.3	-2.9	7.0	11.5
ROIC (%)	10.9	2.8	6.8	11.2
부채비율 (%)	91.0	96.5	91.5	86.0
유동비율 (%)	161.8	167.7	180.0	208.3
순차입금/자기자본 (%)	55.2	55.4	45.1	22.7
조정영업이익/금융비용 (x)	5.9	2.1	4.4	7.1



## 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
레이 (228670)				
2024.02.19	Trading Buy	21,000	-	-
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
88.55%	6.63%	4.22%	0.6%

\* 2023년 12월 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.