

## BUY 유지

목표주가 하향 20,000원

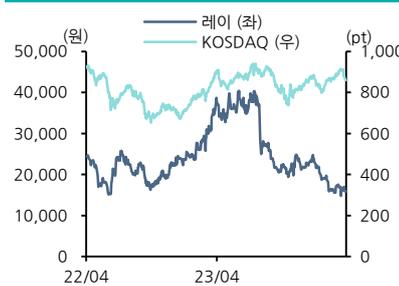
종가(24.04.12) 15,290원

상승여력 30.8%

## Stock Data

KOSDAQ(04/12)	860.5pt
시가총액	2,337억원
액면가	500원
52주 최고가	42,150원
52주 최저가	25,500원
외국인지분율	18.3%
90일 일평균거래대금	31억원
주요주주지분율	
레이홀딩스 (외 7인)	28.6%
유동주식비율	71.2%

## Stock Price



## 1Q24 Preview : 전방시장 주시

## 치과 시장 회복 필요

레이는 치과용 디지털 의료기기 전문업체다. 23년 매출액은 1,459억원(+13% YoY), 영업이익은 61억원(-62% YoY)을 기록했다. 국내를 제외한 전지역이 성장했으나, 미국 서부 지역 달러 교체, 중국 경기 둔화, 일본 법인장 교체 등으로 기대치를 하회했다. 4Q23에 장기채권에 대한 대손충당금이 발생해 연간 영업이익이 전년대비 크게 감소했다. 1Q24 매출액은 167억원(-16% YoY), 영업이익 -74억원(적지 YoY)을 기록할 것으로 전망한다. 중국, 국내, 미국에서 성장세가 낮아진 것으로 파악된다. 고금리 여파로 리스 비용이 증가하고 인건비도 상승함에 따라 치과장비에 대한 투자가 저조하다. 반면 유럽 지역에서 동사는 신제품 '레이페이스'를 통해 입지를 강화하고 있으며 ASP가 높은 지역인 만큼 수익성 개선도 기대된다. 일본의 경우 법인장 교체 이후 셋업이 마무리되어 영업이 원활하게 진행될 예정이다. 한편 치과용으로 판매 중인 신제품 레이페이스는 미용 분야로 확장될 것으로 기대되는 만큼 추가적인 업사이드가 기대된다. 24년 매출액은 1,543억원(+6% YoY), 영업이익은 132억원(+116% YoY)을 기록하고 상저하고 흐름이 예상된다.

## 투자이견 Buy 유지, 목표주가 20,000원으로 하향

레이에 대한 투자이견 Buy, 목표주가는 31,000원에서 20,000원으로 하향한다. 목표주가는 고금리 및 중국 의료기기 단속 영향이 감소할 것으로 예상되는 2025년 예상 EPS에 유사기업 텐티움, 디오, Straumann의 평균 PER 21배를 적용해서 산출했다. 2025년 매출액은 1,714억원(+11% YoY), 영업이익은 192억원(+45% YoY)을 기록할 것으로 전망한다.

## Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2022	129	16	8	568	42.1	17.3	3.0	7.3	0.0
2023	146	6	-2	-140	n/a	28.6	2.8	-1.8	0.0
2024E	154	13	10	681	22.4	13.9	1.7	7.9	0.0
2025E	171	19	15	968	15.8	10.8	1.6	10.2	0.0
2026E	187	24	18	1,210	12.6	9.1	1.4	11.4	0.0

자료 : K-IFRS연결기준, 상상인증권



QR코드로 간편하게

상상인증권

더 많은 리포트 찾아보기

**실적이 계속 좋아질 수 밖에 없다**

23년 3월 4년만에 개최된 국제 치과기자재 전시회 “IDS 2023”에서 디지털 솔루션에 대한 관심이 높았으며, 행사에 참석한 동사의 제품들에 대한 니즈도 확인되었다. 치과 내 디지털 장비들에 대한 침투율은 10~20% 수준으로 추정되는 만큼 성장 여력이 크다. 디지털 솔루션에 대한 인지도가 높아질수록 마케팅 수단이 되기도 하고, 수술 정확도 개선 및 치과 매출 증대 효과가 있기 때문에 디지털 솔루션에 대한 수요는 지속적으로 증가 중이다.

레이의 장비들은 중국, 미국, 한국, 일본, 유럽, 대만 중심으로 판매되고 있으며, 이 중 중국과 한국 지역이 성장을 견인할 것으로 판단한다. 한국의 치과시장은 성숙기 단계에 있으며, 의사들의 수술 실력이 상위권에 드는 만큼 디지털 솔루션에 대한 니즈가 낮았던 만큼 침투율이 1% 수준에 그쳤다. 하지만 치과용 장비 교체주기는 7~10년으로 주기가 긴 상황에서 글로벌 트렌드가 디지털 솔루션으로 넘어가는 만큼 국내 치과에서도 니즈가 발생하고 있으며 매출 비중은 2021년 5%에서 2022년 17%로 올라왔다. 한편 매출 비중의 제일 큰 부분을 차지 중인 중국에서 VPN 정책이 시행되어 임플란트 수술을 처음으로 시작해야 되는 치과들이 생기면서 진단부터 치료계획까지 지원해주고 교육기간이 비교적 짧은 디지털 솔루션에 대한 니즈가 확대되고 있다.

그림 1. 레이 실적 전망

(단위: 억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	200	394	385	480	167	392	440	544	1,459	1,543	1,714
yoY	14%	26%	17%	2%	-16%	0%	14%	13%	13%	6%	11%
매출원가	95	189	201	264	85	200	215	267	749	767	846
매출총이익	105	204	185	216	82	192	224	278	710	776	868
판매관리비	148	171	145	185	156	162	159	167	649	644	676
영업이익	-43	33	40	31	-74	30	65	111	61	132	192
yoY	적지	흑전	-6%	-68%	적지	-10%	63%	258%	-62%	116%	45%
당기순이익	-29	12	35	-50	-61	23	52	89	-30	103	148

자료: 상상인증권

그림 2. 레이 목표주가 산정

항목	수치	단위	비고
2025E 지배주주순이익	148	억원	(a)
발행주식수	15,284	천주	(b): 우선주 제외
2025E EPS	968	원	(c): (a)/(b)*100,000
목표 P/E	21	배	(d): 유사기업 덴티움, 디오, Straumann 평균 25E P/E 21배
적정 주가	20,323	원	(e): (c)*(d)
목표 주가	20,000	원	
현재 주가	15,290	원	
상승 여력	31%	%	

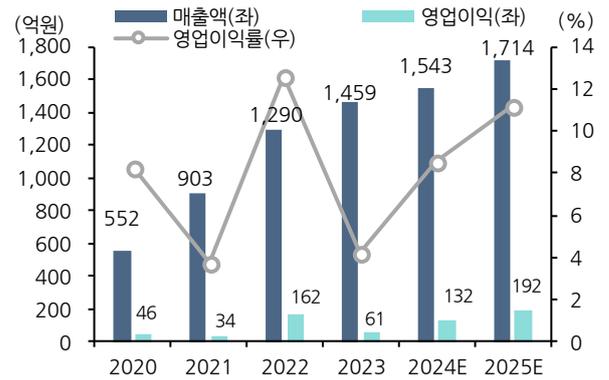
자료: 상상인증권

그림 3. 레이 주요 제품 : RAYSCAN



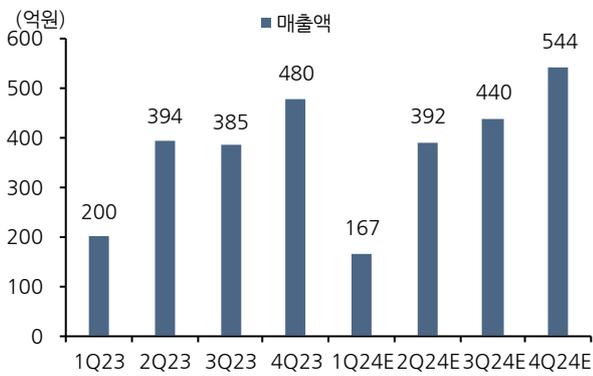
자료: 회사자료, 상상인증권

그림 4. 레이 연간 매출액, 영업이익



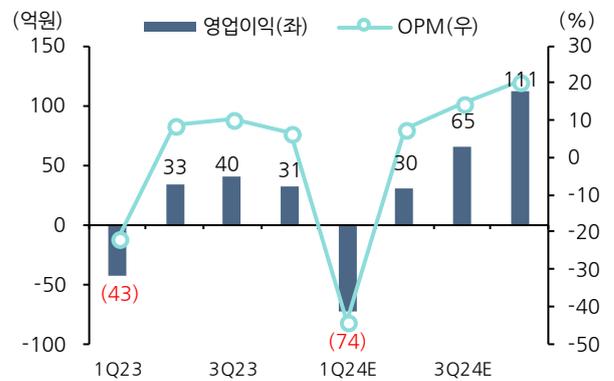
자료: Quantwise, 상상인증권

그림 5. 레이 분기별 매출



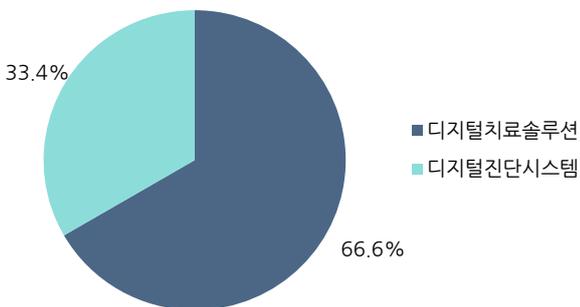
자료: Quantwise, 상상인증권

그림 6. 레이 분기별 영업이익 및 영업이익률



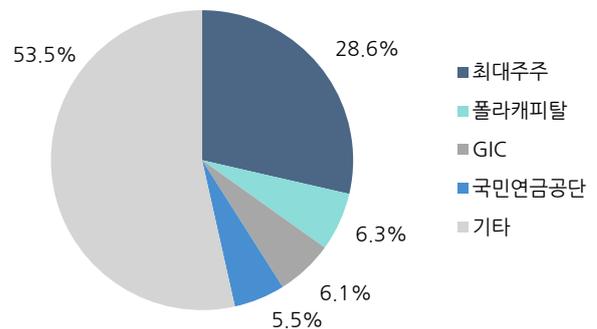
자료: Quantwise, 상상인증권

그림 7. 레이 매출구성



자료: Dart, 상상인증권

그림 8. 주요 주주 비중



자료: 상상인증권

그림 9. 레이 주요 제품 라인업



자료: 회사자료, 상상인증권

그림 10. 레이 디지털 솔루션 : 스캔 - 수술 계획 및 소재 디자인 - 소재 3D 프린트 - 수술

Digital Workflow



자료: 회사자료, 상상인증권

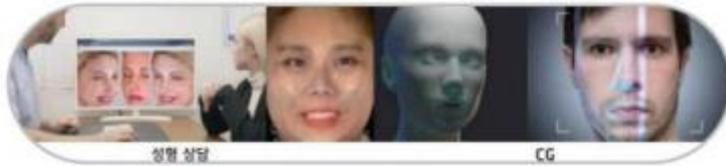
그림 11. 레이 디지털 솔루션으로 환자 방문 횟수 감소, 더 많은 환자 수술 가능

왜곡 없는 3차원 스캔 데이터



- 환자 맞춤형 치료방안 마련
- 진료 동의율을 높여주는 커뮤니케이션 Tool
- 빠르고 정확하게 고품질의 3차원 Face 데이터 재현

다양한 활용, 무한한 가능성 제공



자료: 회사자료, 상상인증권

그림 14. 중국 법인 RayChina가 이미 설립되어 있기 때문에 올해 VBP 정책에 대한 수혜 기대

## Ray China

중국 치과 시장을 기반으로 영업활동 본격화  
체계적인 내수 시장 구축을 통한 사업의 연속성 확보

- 중국 법인 설립 완료
- 자체 공장 가동을 통한 생산력 향상 (2023년 착공)
- 임플란트, 지르코니아 블록 등 신규사업 진출
- 중국 독점 유통 업체 인수를 통한 내수 시장 유통망 구축
- DSO 사업 구축 (Ye치과 및 미르 병원 등)
- 특허, 기술 등 IP Transfer를 통한 경쟁력 확보

자료: 회사자료, 상상인증권

## 대차대조표

(단위: 십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>유동자산</b>	<b>101.1</b>	<b>147.0</b>	<b>162.1</b>	<b>182.2</b>	<b>205.4</b>
현금 및 현금성자산	17.2	19.6	26.4	34.3	44.3
매출채권	48.3	91.5	92.6	101.4	110.8
재고자산	21.7	25.4	32.0	35.1	38.3
<b>비유동자산</b>	<b>121.1</b>	<b>112.5</b>	<b>109.1</b>	<b>106.5</b>	<b>104.8</b>
관계기업투자등	16.3	15.7	16.3	17.0	17.6
유형자산	50.4	46.7	43.3	40.5	38.3
무형자산	30.4	23.4	21.7	20.1	18.7
<b>자산총계</b>	<b>222.2</b>	<b>259.6</b>	<b>271.2</b>	<b>288.7</b>	<b>310.2</b>
<b>유동부채</b>	<b>62.5</b>	<b>109.7</b>	<b>110.6</b>	<b>113.1</b>	<b>115.7</b>
매입채무	12.0	22.9	23.6	25.9	28.3
단기금융부채	45.1	81.6	81.6	81.6	81.6
<b>비유동부채</b>	<b>43.4</b>	<b>18.7</b>	<b>18.9</b>	<b>19.3</b>	<b>19.6</b>
장기금융부채	37.2	10.7	10.7	10.7	10.7
<b>부채총계</b>	<b>105.9</b>	<b>128.4</b>	<b>129.6</b>	<b>132.3</b>	<b>135.3</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>116.3</b>	<b>127.3</b>	<b>137.7</b>	<b>152.5</b>	<b>171.0</b>
자본금	7.3	7.7	7.7	7.7	7.7
자본잉여금	72.4	93.4	93.4	93.4	93.4
이익잉여금	27.8	25.0	35.4	50.2	68.7
<b>비지배주주지분</b>	<b>0.0</b>	<b>3.9</b>	<b>3.9</b>	<b>3.9</b>	<b>3.9</b>
<b>자본총계</b>	<b>116.3</b>	<b>131.2</b>	<b>141.6</b>	<b>156.4</b>	<b>174.9</b>

## 현금흐름표

(단위: 십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>-8.2</b>	<b>-22.8</b>	<b>11.5</b>	<b>12.8</b>	<b>15.4</b>
당기순이익(손실)	8.0	-3.0	10.4	14.8	18.5
현금수익비용가감	13.7	26.0	8.4	7.8	7.3
유형자산감가상각비	4.6	6.2	5.9	5.5	5.1
무형자산상각비	1.8	2.4	2.3	2.2	2.0
기타현금수익비용	7.4	17.4	-0.2	-0.2	-0.2
운전자본 증감	-27.0	-40.1	-7.3	-9.8	-10.5
매출채권의 감소(증가)	-29.4	-47.6	-1.2	-8.8	-9.4
재고자산의 감소(증가)	4.9	-2.8	-6.6	-3.0	-3.3
매입채무의 증가(감소)	-4.2	10.7	0.7	2.2	2.4
기타영업현금흐름	1.6	-0.5	-0.2	-0.2	-0.2
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-22.7</b>	<b>3.4</b>	<b>-4.7</b>	<b>-5.0</b>	<b>-5.3</b>
유형자산 처분(취득)	-28.7	-2.1	-2.4	-2.7	-2.9
무형자산 감소(증가)	-1.4	-0.4	-0.6	-0.6	-0.6
투자자산 감소(증가)	30.2	5.6	-0.5	-0.5	-0.6
기타투자활동	-22.8	0.3	-1.1	-1.1	-1.2
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>16.7</b>	<b>21.6</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
차입금의 증가(감소)	19.4	13.7	0.0	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	0.0	2.7	0.0	0.0	0.0
배당금 지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	-2.7	5.2	0.0	0.0	0.0
<b>현금의 증감</b>	<b>-14.3</b>	<b>2.4</b>	<b>6.9</b>	<b>7.8</b>	<b>10.1</b>
기초현금	31.5	17.2	19.6	26.4	34.3
기말현금	17.2	19.6	26.4	34.3	44.3

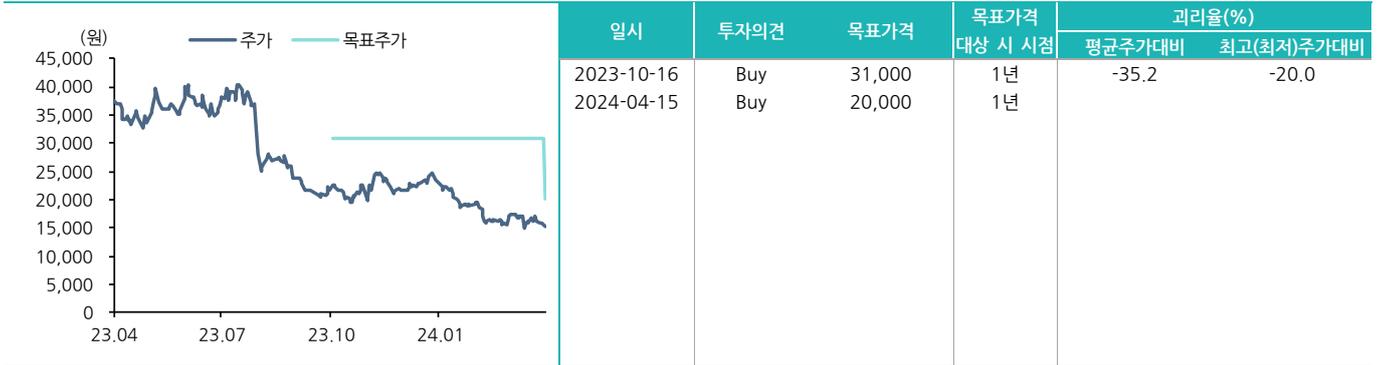
## 손익계산서

(단위: 십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>매출액</b>	<b>129.0</b>	<b>145.9</b>	<b>154.3</b>	<b>171.4</b>	<b>187.0</b>
매출원가	66.5	74.9	76.7	84.6	92.3
매출총이익	62.5	71.0	77.6	86.8	94.7
판매비와 관리비	46.3	64.9	64.4	67.6	71.0
<b>영업이익</b>	<b>16.2</b>	<b>6.1</b>	<b>13.2</b>	<b>19.2</b>	<b>23.7</b>
EBITDA	22.5	14.7	21.5	26.9	30.9
금융손익	-3.1	-2.2	-4.0	-4.0	-3.8
관계기업등 투자손익	0.9	-0.2	0.2	0.2	0.2
기타영업외손익	-2.5	-7.9	3.4	3.4	3.2
<b>세전계속사업이익</b>	<b>11.5</b>	<b>-4.2</b>	<b>12.7</b>	<b>18.8</b>	<b>23.3</b>
계속사업법인세비용	3.5	-1.2	2.4	4.0	4.8
당기순이익	8.0	-3.0	10.4	14.8	18.5
<b>지배주주순이익</b>	<b>8.0</b>	<b>-2.1</b>	<b>10.4</b>	<b>14.8</b>	<b>18.5</b>
매출총이익률 (%)	48.5	48.7	50.3	50.6	50.6
영업이익률 (%)	12.6	4.2	8.6	11.2	12.7
EBITDA 마진률 (%)	17.5	10.1	13.9	15.7	16.5
세전이익률 (%)	8.9	-2.9	8.3	10.9	12.5
지배주주순이익률 (%)	6.2	-1.5	6.7	8.6	9.9
ROA (%)	4.0	-0.9	3.9	5.3	6.2
ROE (%)	7.3	-1.8	7.9	10.2	11.4
ROIC (%)	8.0	2.5	5.7	7.8	9.4

## 주요투자지표

(단위: 십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>투자지표 (배)</b>					
P/E	42.1	n/a	22.4	15.8	12.6
P/B	3.0	2.8	1.7	1.6	1.4
EV/EBITDA	17.3	28.6	13.9	10.8	9.1
P/S	2.7	2.4	1.5	1.4	1.3
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>성장성 (%)</b>					
매출액 증가율	42.8	13.1	5.8	11.1	9.1
영업이익 증가율	378.4	-62.2	116.3	45.1	23.5
세전이익 증가율	흑전	적전	흑전	47.1	24.2
지배주주순이익 증가율	흑전	적전	흑전	42.0	25.1
EPS 증가율	흑전	적전	흑전	42.0	25.1
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	91.0	97.8	91.5	84.6	77.4
유동비율	161.8	134.0	146.5	161.1	177.5
순차입금/자기자본	55.2	54.7	45.8	36.5	26.8
영업이익/금융비용	5.9	1.9	2.9	4.2	5.2
총차입금 (십억원)	82.3	92.3	92.3	92.3	92.3
순차입금 (십억원)	64.2	71.8	64.9	57.0	46.9
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS	568	-140	681	968	1,210
BPS	7,972	8,212	8,884	9,839	11,032
SPS	8,841	9,413	9,959	11,060	12,066
DPS	0	0	0	0	0

레이 목표주가 추이 및 투자의견 변동내역



Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:이소중)
- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기를 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.
- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급

구분	투자등급 기준 및 기간	투자등급	투자등급 비율	비고	구분	투자등급 기준 및 기간	투자등급	투자등급 비율	비고
산업 (Industry)	투자등급 3 단계 향후 12 개월 시장대비 상대수익률	Overweight (비중확대)	76.9%	시가총액 대비 비중확대	기업 (Company)	투자등급 3 단계 향후 12 개월 절대수익률	BUY	95.5%	절대수익률 15% 초과
		Neutral (중립)	23.1%	시가총액 수준 유지			HOLD	4.5%	절대수익률 +15% ~ -15%
		Underweight (비중축소)	0.0%	시가총액 대비 비중축소			SELL	0.0%	절대수익률 -15% 초과
		합계	100%				합계	100%	