

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

MIRAE ASSET
 미래에셋증권

228670 · 의료장비 및 용품

레이

예상되었던 부진, 4Q23 실적의 핵심은 미국 시장

(유지)

매수

목표주가

32,000원 ▼

상승여력

56.1%

현재주가(23/11/15)

20,500원

KOSDAQ	809.36	시가총액(십억원)	313	발행주식수(백만주)	15	외국인 보유비중(%)	22.2
--------	--------	-----------	-----	------------	----	-------------	------

Report summary

매출 및 영업이익 모두 시장기대치 하회하는 실적 달성

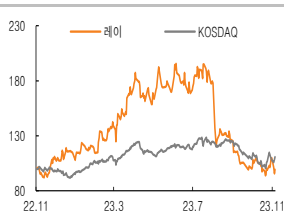
동사의 매출액은 미국과 일본의 부진으로 시장기대치를 하회했다. 일본 시장의 부진은 예견되어 있었으나 미국 시장의 부진은 아쉬웠다. 외형성장 둔화로 고정비 부담이 증가하며 영업이익도 시장기대치를 하회했다.

현 주가는 12개월 선행 P/E 16배로 동사의 지난 1년 평균(33배) 및 글로벌 Peer(24배) 대비 저평가

3Q23 실적부진은 어느정도 예견된 상황으로, 더 중요한 것은 성수기인 4Q23 실적이었다. 그런 점에서 여전히 동사가 4Q23에 역대 최대 분기 실적을 경신할 것이라는 생각은 변함없으나, 3Q23 실적을 감안할 때 4Q23 실적의 규모를 결정하는 것은 미국 시장일 가능성이 크다. 4Q23가 최대 성수기라는 점에서 어느정도 실적은 회복되었으나, 당초 기대했던 것 수준의 폭발적인 외형성장을 기대하는 것은 현재로서는 합리적이지는 않다고 생각된다. 본격적인 미국 시장의 성장성 회복은 2024년부터로 기대한다.

Key data

Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	-5.5	-42.3	-1.2
상대주가	-4.0	-42.0	-9.1

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	90	129	149	187	231
영업이익 (십억원)	3	16	13	29	40
영업이익률 (%)	3.3	12.4	8.7	15.5	17.3
순이익 (십억원)	0	8	9	22	31
EPS (원)	-1	551	610	1,408	1,983
ROE (%)	0.0	7.3	7.1	14.1	17.0
P/E (배)	-	43.4	33.6	14.6	10.3
P/B (배)	4.1	3.0	2.2	1.9	1.6
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

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

3Q23 Review

매출 및 영업이익 모두 시장기대치 하회하는 실적 달성

동사의 매출액은 전년 대비 17% 증가한 385억원을 기록하며 시장기대치를 하회했다. 품목별로 디지털 치료 솔루션은 전년 대비 11% 증가한 247억원을 기록하였고, 디지털 진단 시스템은 전년 대비 29% 증가한 139억원을 기록했다.

지역별로는 한국이 전년 대비 50% 감소한 37억원을, 중국이 전년 대비 72% 증가한 152억원, 일본이 전년 대비 31% 감소한 15억원, 기타 아시아가 전년 대비 19% 감소한 48억원, 미국이 전년 대비 7% 감소한 48억원, 유럽이 전년 대비 154% 증가한 85억원을 기록했다.

영업이익은 전년 대비 6% 감소한 40억원을 기록하며 역시 시장기대치를 하회했다. 전년과 유사한 33억원으로 전 분기 대비 흑자전환에 성공했다. 매출총이익률은 작년 대비 3%p 감소하였으나 비용절감 노력에 의해 판관비가 전년 대비 15% 증가에 그치며 영업이익률은 전년 대비 2.5%p 감소한 10.4%를 기록했다

Q) 미국 시장이 부진했는데?

A) 가장 큰 이유는 금리 인상으로 리스 금리가 9%에 달함에 따라 신규수요가 위축되고 있다. 또한, 서부 신규 딜러인 Burkhardt의 내부직원 교육 및 고객마케팅에 의외로 시간이 걸리는 상황이다. 내년 상반기 미국 다른 지역에 신규딜러를 추가로 발굴할 예정이라, 미국 시장 성장성 회복은 2024년부터일 것으로 예상된다.

Q) 중국 시장에 대한 코멘트?

A) 반부패정책과 경기불확실성 확대로 의료기기 신규 수요가 위축되고 있다. 중국 실적은 당초 기대에 미치지 못하지만 외부환경을 생각하면 선방했다고 본다.

Q) 유럽이 선방한 것으로 보이는 메가젠 임플란트향 매출 영향인가?

A) 메가젠 임플란트향 매출은 반영되지 않았다. 아직 판매허가 인증을 받는 중이다. 빠르면 연말부터 실적에 반영될 수 있을 것으로 본다.

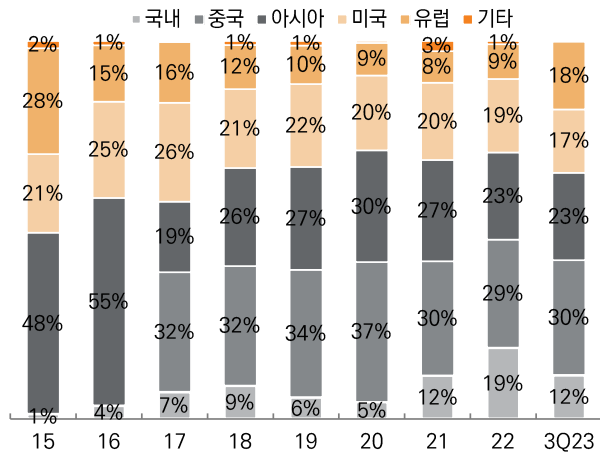
Q) 일본 시장은 정상화되었는가?

A) 현재 세계 최대 치과 기업인 Dentsply Sirona 출신 법인장이 합류하여 영업은 정상화되었다. 연초 계획했던 100억 수준의 매출은 달성 가능할 것으로 예상된다.

Q) 레이페이스 영업상황은?

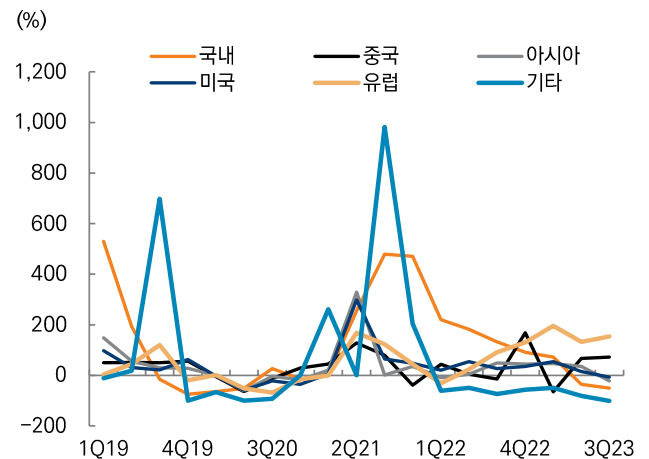
A) 올해 출하 목표는 기존 3,000대에서 1,000대로 하향조정했다.

그림 1. 지역별 매출 비중



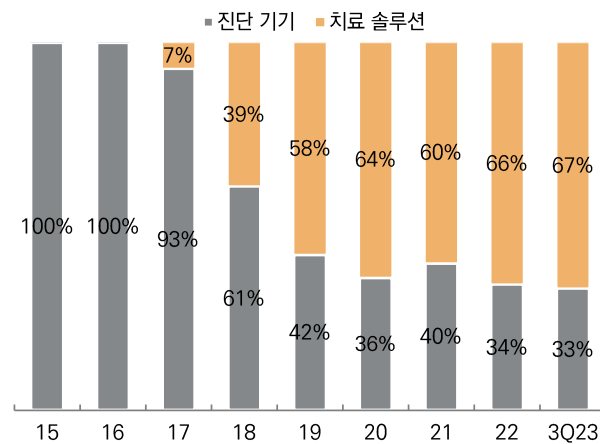
자료: 레이, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 지역별 매출 성장률 추이



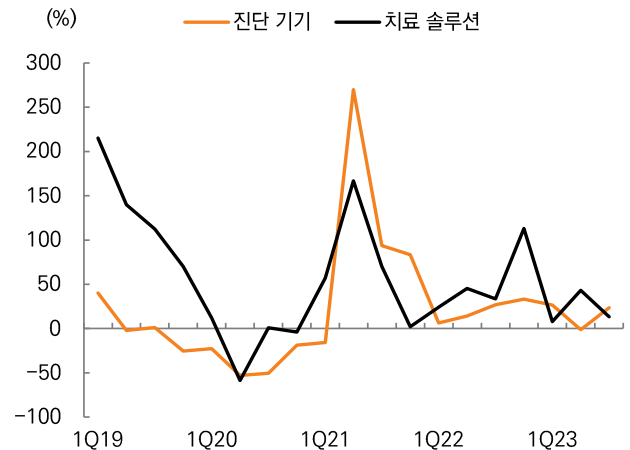
자료: 레이, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 품목별 매출 비중



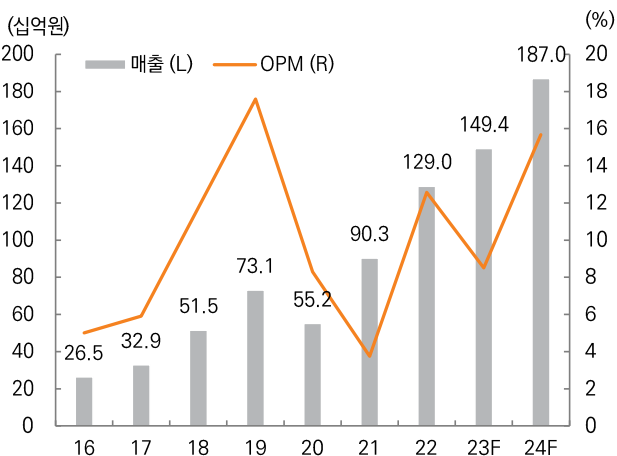
자료: 레이, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 품목별 매출 성장률 추이



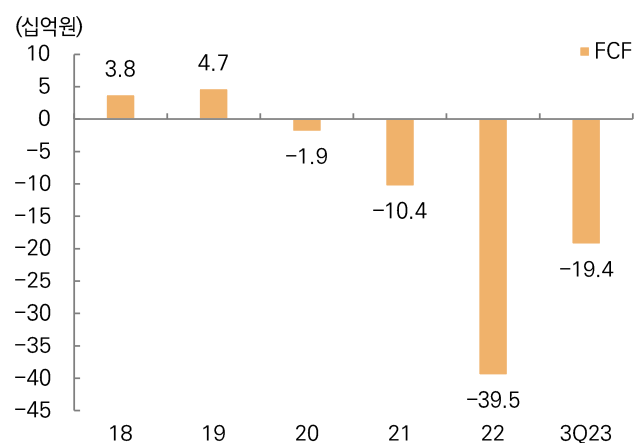
자료: 레이, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 매출 및 영업이익률 추이



자료: 레이, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. FCF 추이



자료: 레이, 미래에셋증권 리서치센터

밸류에이션 및 투자전략

목표주가 32,000원으로 하향하며, 매수의견 유지

동사에 대한 12개월 선행 EPS 추정치 하향조정 및 디지털 덴티스트리 글로벌 Peer의 주가배수 하락에 의한 목표주가배수 하향(29배 → 24배)을 반영하여 동사의 목표주가를 32,000원(기존 40,000원)으로 하향한다. 상승여력이 56%인 점을 고려하여 매수의견을 유지한다. 현 주가는 12개월 선행 P/E 16배로 동사의 지난 1년 평균(33배) 및 글로벌 Peer(24배) 대비 저평가되고 있다.

3Q23 실적부진은 어느정도 예견된 상황으로, 더 중요한 것은 성수기인 4Q23 실적이었다. 그런 점에서 여전히 동사가 4Q23에 역대 최대 분기실적을 경신할 것이라는 생각은 변함없으나, 3Q23 실적을 감안할 때 4Q23 실적의 규모를 결정하는 것은 미국 시장일 가능성이 크다.

동사의 주요 시장을 살펴보면, 일본은 법인장 교체 완료로 연간 100억원 수준 매출 달성은 가능할 것으로 보이며, 유럽은 High-end 시장 공략에 차질은 빚었으나 비수기인 3분기에 역대 최대 실적을 경신하며 4Q23에도 견조하게 성장할 것으로 보인다. 중국도 경기불확실성에 더불어 반부패정책으로 인해 신규 수요가 감소할 것으로 우려되었으나, 역시 비수기인 3분기에 역대 최대 실적을 경신하며 4Q23에 대한 우려를 덜어냈다.

그러나 미국은 3분기 예상 외로 부진했는데, 고금리로 인해 신규수요가 위축되었고, 신규 딜러의 자체직원 교육 및 병원 마케팅에 생각보다 더 시간이 소요되었기 때문이다. 4Q23가 최대 성수기라는 점에서 어느정도 실적은 회복되었으나, 당초 기대했던 것 수준의 폭발적인 외형성장을 기대하는 것은 현재로서 합리적이지는 않다고 생각된다. 본격적인 미국 시장의 성장성 회복은 2024년부터로 기대한다. 신규딜러의 서부(West-side) 영업이 본격화될 것이고, 빠르면 상반기 내에 다른 지역에서 신규딜러를 발굴할 계획이기 때문이다.

2023년 실적은 매출 1,494억원 (16% YoY), 영업이익 127억원(-22% YoY, OPM 9%)를 예상한다.

표 1. 3Q23 실적 비교표

(십억원, %, %p)

	3Q22	2Q23	3Q23			성장률	
			확정실적	미래에셋증권	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	33.0	39.4	38.5	45.7	41.8	16.8	-2.1
영업이익	4.2	3.3	4.0	7.9	5.4	-5.5	20.3
영업이익률 (%)	12.9	8.5	10.4	17.3	13.0	-2.5	1.9
순이익	2.5	1.3	3.6	5.8	3.6	42.3	167.0

주: K-IFRS 기준

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 수익예상 변경표

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	23F	24F	23F	24F	23F	24F	
매출액	165.3	210.9	149.4	187.0	-9.6	-11.3	3Q23 실적반영
영업이익	21.3	36.7	12.7	29.3	-40.4	-20.2	
세전이익	20.0	34.3	12.0	27.3	-39.9	-20.4	
순이익	15.2	27.4	9.3	21.8	-39.0	-20.4	
EPS (원)	1,001	1,774	610	1,408	-39.1	-20.7	

주: K-IFRS 기준

자료: 미래에셋증권 리서치센터

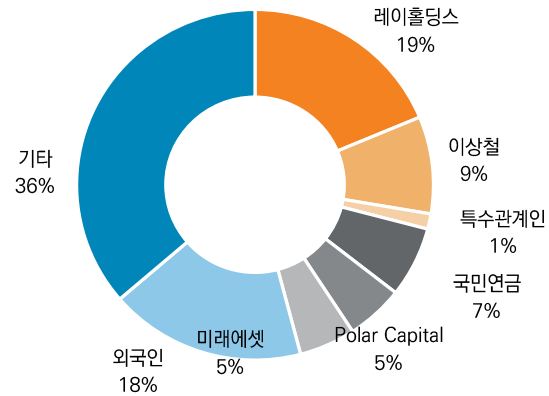
표 3. 분기별 실적 전망표

(십억원, %)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	2022	2023F	2024F
매출액	17.6	31.2	33.0	47.2	20.0	39.4	38.5	51.5	129.0	149.4	187.0
중국	7.4	7.1	8.8	13.5	2.6	11.9	15.2	17.5	36.8	47.2	63.8
미국	2.5	6.7	5.2	10.7	3.9	7.7	4.8	8.1	25.1	24.4	30.8
아시아	4.7	7.0	8.2	9.9	6.9	9.4	6.3	11.5	29.7	34.2	41.9
유럽	1.2	2.3	3.4	5.0	3.6	5.4	8.5	9.9	11.9	27.5	33.4
국내	1.7	7.4	7.3	7.9	3.0	4.8	3.7	4.3	24.4	15.8	16.5
영업이익	-0.9	3.3	4.2	9.6	-4.3	3.3	4.0	9.7	16.2	12.7	29.3
순이익(지배)	-0.3	0.2	2.5	5.5	-2.9	1.3	3.5	7.3	8.0	9.3	21.8
매출 성장률 (%)	18.0	31.7	31.1	77.6	13.6	26.3	16.8	9.0	42.8	15.8	25.2
중국	43.7	5.0	-14.2	168.8	-65.1	67.2	71.9	30.0	35.1	28.2	35.2
미국	20.7	53.9	26.5	35.4	53.9	14.7	-6.5	-25.0	36.1	-2.7	25.9
아시아	-9.4	4.2	49.0	44.6	47.3	35.1	-22.3	16.2	22.9	14.9	22.7
유럽	-31.1	23.9	90.8	130.6	195.9	133.0	153.6	100.0	56.7	131.6	21.6
국내	220.3	182.6	132.0	91.8	72.6	-35.3	-50.3	-45.8	133.3	-35.5	5.0
영업이익률 (%)	-5.3	10.7	12.9	20.3	-21.6	8.5	10.4	18.8	12.6	8.5	15.7
순이익률 (지배, %)	-2.0	0.5	8.0	11.6	-14.3	3.2	9.1	14.2	6.2	6.2	11.7

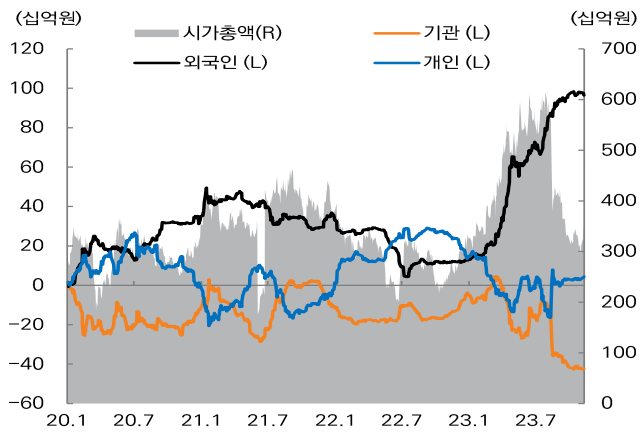
자료: 레이, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 지분율



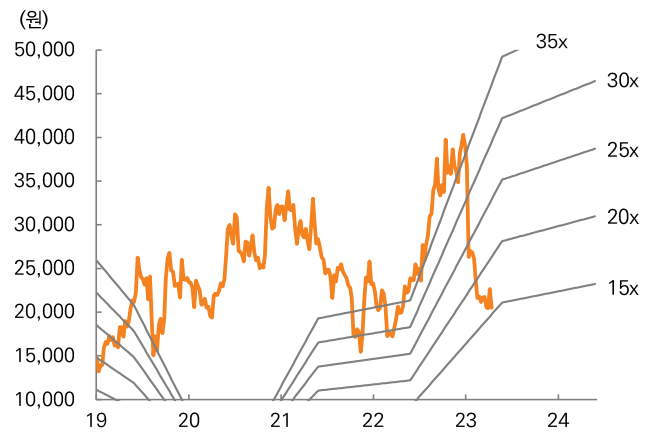
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 투자자별 순매수량 vs. 시가총액 추이



자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 12개월 선행 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	26,185	23.1	24.4	25.1	47.7	37.9	32.4	7.6	7.4	6.8	20.6	23.0	23.3	3,139	3,515	3,845
얼라인 테크놀로지	19,334	17.2	21.1	20.0	36.4	22.8	21.0	3.9	3.8	3.6	9.7	15.5	15.8	4,826	5,012	5,251
덴츠플라이 시로나	7,806	(23.9)	14.3	15.8	25.7	15.3	13.7	1.5	1.5	1.5	(6.1)	10.9	11.3	5,069	5,166	5,279
Envista	4,811	12.4	17.2	17.5	17.3	13.1	12.4	1.4	1.4	1.4	4.6	5.9	6.1	3,320	3,349	3,421
허페이 메이야	3,089	34.8	37.9	38.3	23.1	21.1	18.2	7.5	6.9	5.9	29.2	29.4	30.9	406	454	535
Angel Align	1,650	16.1	0.5	7.7	42.1	90.8	44.2	7.1	6.5	5.4	6.2	1.8	5.4	244	267	322
레이	319	12.6	11.3	16.6	43.4	23.6	18.7	2.2	2.0	1.6	6.1	15.3	16.5	129	169	206
전체 평균		13.2	18.1	20.2	33.7	32.1	22.9	4.4	4.2	3.7	10.0	14.5	15.6	2,448	2,524	2,648

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

레이 (228670)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	129	149	187	231
매출원가	66	74	90	111
매출총이익	63	75	97	120
판매비와관리비	46	62	67	80
조정영업이익	16	13	29	40
영업이익	16	13	29	40
비영업손익	-5	-1	-2	-2
금융손익	-2	-2	-2	-2
관계기업등 투자손익	1	0	0	0
세전계속사업손익	11	12	27	38
계속사업법인세비용	4	3	5	8
계속사업이익	8	9	22	31
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	8	9	22	31
지배주주	8	9	22	31
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	9	9	22	31
지배주주	9	14	31	44
비지배주주	0	-5	-9	-13
EBITDA	23	21	37	47
FCF	-40	-8	14	32
EBITDA 마진율 (%)	17.8	14.1	19.8	20.3
영업이익률 (%)	12.4	8.7	15.5	17.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	6.2	6.0	11.8	13.4

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	101	140	166	216
현금 및 현금성자산	17	28	40	76
매출채권 및 기타채권	48	64	67	68
재고자산	22	34	45	55
기타유동자산	14	14	14	17
비유동자산	121	121	122	113
관계기업투자등	7	6	6	0
유형자산	50	52	54	49
무형자산	30	28	26	24
자산총계	222	261	288	328
유동부채	62	83	87	94
매입채무 및 기타채무	11	18	21	26
단기금융부채	45	59	59	60
기타유동부채	6	6	7	8
비유동부채	43	34	35	37
장기금융부채	37	27	27	27
기타비유동부채	6	7	8	10
부채총계	106	117	122	132
지배주주지분	116	144	166	197
자본금	7	8	8	8
자본잉여금	72	89	89	89
이익잉여금	28	37	59	90
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	116	144	166	197

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	-8	-4	22	33
당기순이익	8	9	22	31
비현금수익비용가감	14	16	15	16
유형자산감가상각비	5	6	6	6
무형자산상각비	2	2	2	1
기타	7	8	7	9
영업활동으로인한자산및부채의변동	-27	-21	-8	-4
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-29	-17	-2	-2
재고자산 감소(증가)	5	-13	-10	-11
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-4	7	2	4
법인세납부	-2	-6	-5	-8
투자활동으로 인한 현금흐름	-23	-3	-10	-4
유형자산처분(취득)	-29	-4	-8	-1
무형자산감소(증가)	-1	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-4	0	-2	-3
기타투자활동	11	1	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	17	17	0	1
장단기금융부채의 증가(감소)	24	3	0	1
자본의 증가(감소)	1	17	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-8	-3	0	0
현금의 증가	-14	11	12	36
기초현금	32	17	28	40
기말현금	17	28	40	76

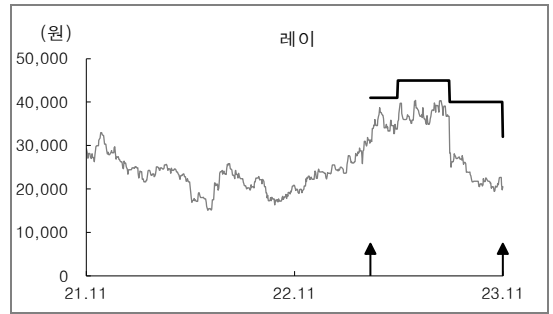
자료: 레이, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	43.4	33.6	14.6	10.3
P/CF (x)	15.9	12.6	8.5	6.7
P/B (x)	3.0	2.2	1.9	1.6
EV/EBITDA (x)	17.3	17.2	9.3	6.6
EPS (원)	551	610	1,408	1,983
CFPS (원)	1,499	1,630	2,404	3,040
BPS (원)	7,972	9,299	10,706	12,689
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	15.8	25.2	23.3
EBITDA증가율 (%)	147.8	-7.6	78.9	26.5
조정영업이익증가율 (%)	378.4	-21.6	130.7	36.4
EPS증가율 (%)	-	10.6	130.9	40.9
매출채권 회전율 (회)	3.6	2.7	2.9	3.5
재고자산 회전율 (회)	7.7	5.3	4.7	4.6
매입채무 회전율 (회)	11.2	6.7	5.7	5.9
ROA (%)	4.0	3.8	8.0	10.0
ROE (%)	7.3	7.1	14.1	17.0
ROIC (%)	10.9	5.8	14.4	19.1
부채비율 (%)	91.0	81.0	73.7	66.9
유동비율 (%)	161.8	169.5	190.6	228.1
순차입금/자기자본 (%)	55.2	31.7	20.2	-1.2
조정영업이익/금융비용 (x)	5.9	4.6	10.9	14.7

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
레이 (228670)				
2023.11.15	매수	32,000	-	-
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(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
88.81%	7.24%	3.29%	0.66%

* 2023년 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.