레이 (228670)

3Q 돋보인 중국, 가시화될 JV 모멘텀

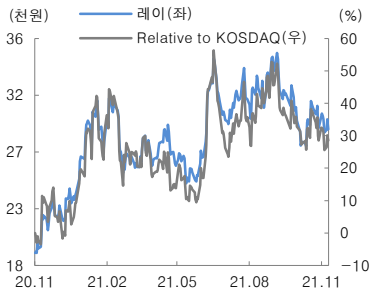
이새롬 saerom.lee@daishin.com

한경래 kyungrae.han@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	45,000 유지
현재주가 (21.11.10)	28,800 스몰캡업종

KOSDAQ	987.75
시가총액	383십억원
시가총액비중	0.09%
자본금(보통주)	7십억원
52주 최고/최저	34,850원 / 20,450원
120일 평균거래대금	48억원
외국인지분율	14.96%
주요주주	레이홀딩스 외 8 인 34.56%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	3.6	-9.3	7.9	40.8
상대수익률	0.0	-3.4	8.4	19.9



투자의견 매수, 목표주가 45,000원 유지

- 목표주가는 2022F EPS 1,659원에 Target PER 27배 적용
- 3분기 고정비 증가는 중국 사업 및 국내 3D 구강스캐너 유통 확대를 위함. 3Q21 중국 수출 100억원 돌파 → 연말 중국JV 가시화되는 만큼 향후 실적 및 밸류에이션 상향 가능성 높음. 현 주가는 22F PER 17배로 저평가 상태

3Q21 Review

- 3분기 매출액 252억원(+77.7% YoY), 영업이익 45억원(+189.6% YoY) 기록. 직전 추정치(매출액 257억원, 영업이익 58억원) 영업이익 하회
- 부분별 매출액: 진단 88억원(+94% YoY), 치료솔루션 163억원(+70% YoY)
- 주요 지역별 매출액: 국내 32억원(+485%), 중국 103억원(+80%), 유럽 17억원(+173.5%), 기타 아시아 61억원(+93% YoY), 미국 25억원(-5.5%)
- 3Q21 영업이익률 18%(+7.0%p YoY) 기록
  1) 연구개발비 확대 및 중국 진출 본격화를 위한 인력 채용으로 고정비 증가,
  2) 21년 5월 인수한 자회사 레이덴트(치과 기자재 유통) 비용 반영

3Q21 중국 최대 수출 달성. 가시화될 JV 모멘텀

- 3분기 중국 매출 103억원(+80% YoY, +52% QoQ)으로 분기 최대 실적 달성. 2021년 연말 중국 JV법인 출범 가시화되는 만큼 중장기 중국 시장 진출에 따른 고성장 본격화될 전망
- 2022년 JV 출범 이후 현지 딜러망 인수를 통해 연간 400억원 내외 매출 인식 가능한 점도 긍정적. 레이차이나 중장기 목표는 종합 덴탈업체로 성장인 만큼 3D 구강스캐너 등 사업 다각화 확대 및 신규 업체 인수 검토 중
- 2022년 예상 매출액 1,224억원(+29.8% YoY), 영업이익 250억원(+58.0% YoY)으로 본업 성장만 반영해 보수적으로 추정. 현 주가는 저평가 상태

(단위: 십억원, %)

구분	3Q20	2Q21	3Q21					4Q21(F)		
			직전추정	확정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	14	24	26	25	77.7	6.4	25	31	46.0	21.4
영업이익	2	5	6	5	189.6	-8.3	6	6	31.1	32.3
순이익	2	4	5	5	111.2	14.3	5	5	10.3	1.2

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원 , %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	73	55	94	122	151
영업이익	13	5	16	25	39
세전순이익	13	9	14	27	41
총당기순이익	12	8	13	22	33
지배지분순이익	12	8	13	22	33
EPS	1,908	1,188	987	1,659	2,488
PER	22.5	44.9	29.2	17.4	11.6
BPS	4,751	4,907	7,805	9,142	10,938
PBR	4.5	5.4	3.7	3.2	2.6
ROE	27.6	12.9	15.0	18.3	22.9

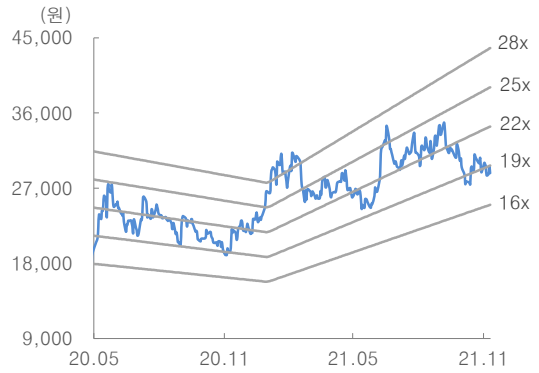
주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 / 자료: 레이, 대신증권 Research Center

표 1. 목표주가 산출 (단위: 원, 배, %)

		비고
EPS	1,659	2022년 예상 EPS
Target PER	27	최근 2년간 평균 밸류에이션 수준
목표주가	45,000	
현재주가	28,800	2021.11.10 기준
현재 PER	17.4	2022년 예상 EPS
상승여력(%)	56.2	

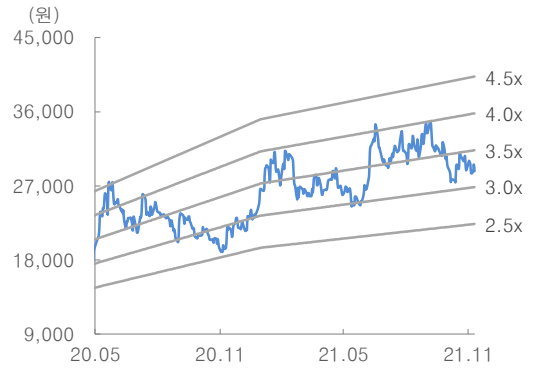
자료: 대신증권 Research Center

그림 1. 12MF PER 밴드



자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

그림 2. 12MF PBR 밴드



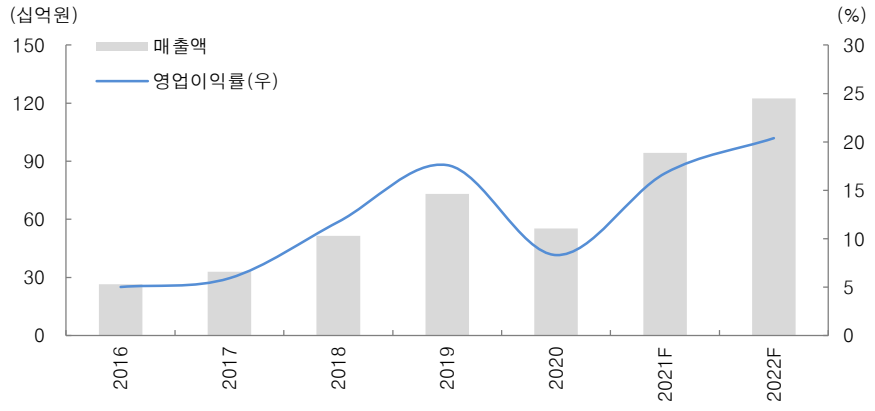
자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

표 1. 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21F	2019	2020	2021F	2022F
매출액	12.3	7.8	14.2	20.9	14.9	23.7	25.2	30.6	73.1	55.2	94.3	122.4
진단장비	6.1	2.8	4.6	6.4	5.2	10.4	8.8	11.4	30.9	19.9	35.8	44.6
치료 솔루션	6.2	5.0	9.6	14.5	9.8	13.3	16.3	19.1	42.3	35.3	58.5	77.8
국내	0.5	0.7	0.5	0.7	0.5	2.6	3.2	3.0	4.3	2.5	9.4	10.9
미국	1.9	1.1	2.7	5.2	2.1	5.4	2.5	6.4	16.6	10.8	16.5	23.3
유럽	1.7	0.5	0.6	1.3	1.8	1.9	1.7	2.7	7.4	4.1	8.1	13.7
중국	3.5	3.0	5.7	8.1	5.1	6.8	10.3	10.5	24.8	20.4	32.7	39.3
일본	1.4	0.4	1.4	1.3	1.3	2.2	1.3	2.0	5.9	4.3	6.8	11.5
영업이익	0.6	-2.2	1.6	4.6	0.3	4.9	4.5	6.0	12.9	4.6	15.8	25.0
당기순이익	1.8	-0.9	2.4	4.7	-1.5	4.4	5.1	5.1	11.6	7.9	13.1	22.1
YoY 증감률												
매출액	-8.3	-56.7	-24.2	-8.9	21.1	204.0	77.7	46.0	41.9	-24.5	70.8	29.8
진단장비	-22.6	-52.9	-50.4	-17.8	-15.8	270.2	93.7	78.1	-1.7	-35.5	79.8	24.6
치료 솔루션	11.9	-58.6	1.0	-4.3	57.3	166.9	70.1	31.8	110.2	-16.4	65.8	33.0
국내					4.9	254.6	485.1	313.0	-7.1	-40.8	269.7	16.6
미국					14.0	405.3	-5.5	23.7	54.4	-35.1	52.8	41.2
유럽					3.4	307.6	173.5	106.0	22.4	-44.0	96.0	69.2
중국					44.5	128.0	79.9	29.0	51.8	-17.9	60.5	20.3
일본					-1.3	523.6	-7.6	58.5	92.6	-25.9	57.5	68.2
영업이익	-37.7	적전	-53.6	-14.2	-48.4	흑전	189.6	31.1	112.7	-64.4	244.9	58.0
당기순이익	81.2	적전	-27.5	-1.6	적전	흑전	111.2	10.3	120.0	-31.6	66.3	68.0
영업이익률	5.2	-28.3	11.1	21.8	2.2	20.9	18.0	19.6	17.6	8.3	16.7	20.4
당기순이익률	14.2	-11.6	17.0	22.2	-10.1	18.8	20.2	16.8	15.8	14.3	13.9	18.0

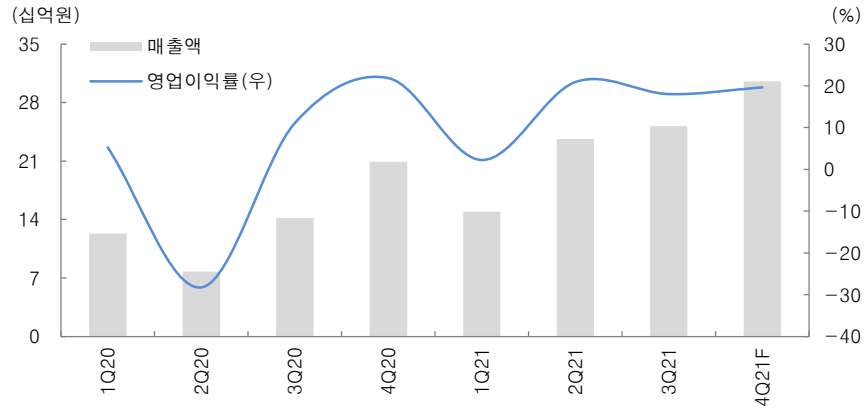
자료: 대신증권 Research Center

그림 3. 연간 매출액, 영업이익, 영업이익률 추이 및 전망



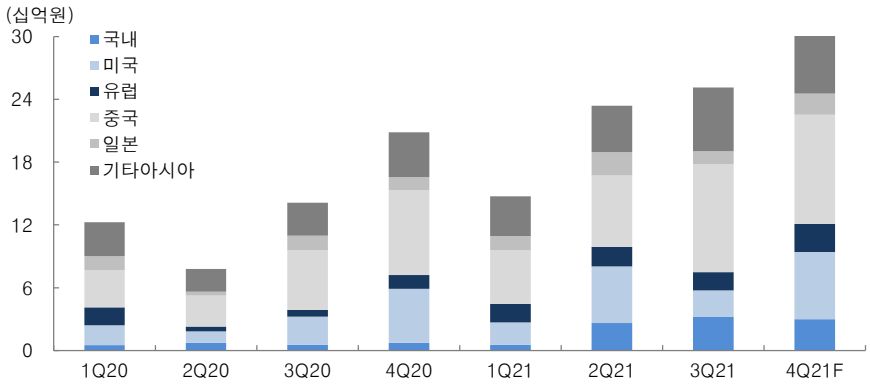
자료: 레이, 대신증권 Research Center

그림 4. 분기별 매출액, 영업이익, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 레이, 대신증권 Research Center

그림 5. 지역별 매출액 추이 및 전망



자료: 레이, 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

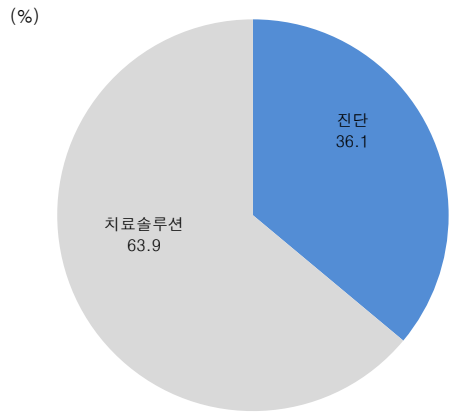
- 2004년 설립, 2019년 07월 코스닥 상장
- 치과용 영상진단시스템 및 디지털 치료솔루션 개발 및 판매
- 6개 해외법인 및 딜러망을 통한 높은 수출 비중 보유
- 2016년 이후 해외 매출액 연평균 36% 이상 성장
- 2021년 예상 사업부문별 매출 비중은 진단 39%, 치료솔루션 61%
- 자산 1,744억원, 부채 633억원, 자본 1,111억원(3Q21 기준)
  (발행 주식수: 13,306,534, 3Q21 기준)

주가 변동요인

- 치료솔루션 중국, 미국 중심 수출 확대
- 고마진 제품 판매 확대에 따른 전사 수익성 개선
- 투명교정 사업 진출에 따른 사업 다각화

자료: 레이, 대신증권 Research Center

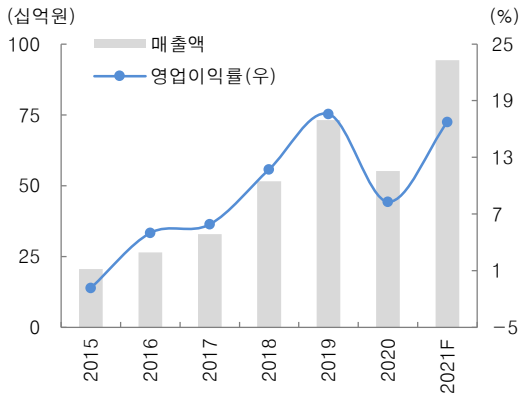
레이 사업부문별 매출 비중



주: 2021년 예상 매출액기준
자료: 레이, 대신증권 Research Center

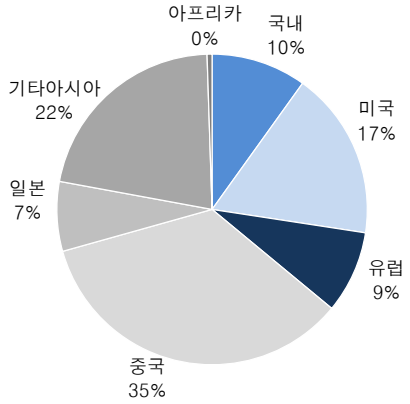
Earnings Driver

매출액, 영업이익률 추이 및 전망



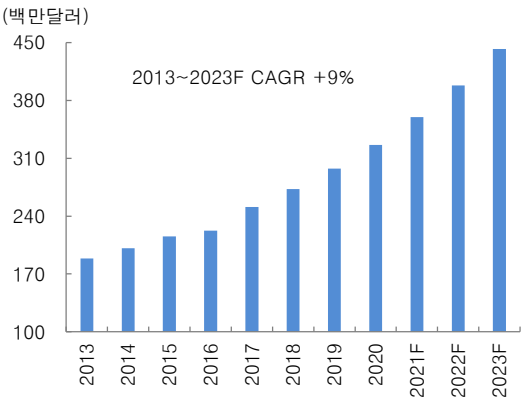
자료: 레이, 대신증권 Research Center

2021F 지역별 별 매출 비중 전망



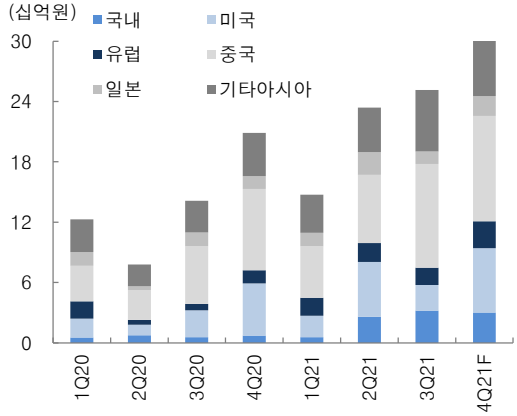
자료: 레이, 대신증권 Research Center

글로벌 구강스캐너 시장 규모



자료 P&S Market Research, 대신증권 Research Center

분기별 지역별 매출 추이 및 전망



자료: 레이, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	73	55	94	122	151
매출원가	39	29	51	68	74
매출총이익	35	27	43	55	77
판매비와관리비	22	22	27	30	38
영업이익	13	5	16	25	39
영업이익률	17.6	8.3	16.7	20.4	25.6
EBITDA	15	9	16	25	39
영업외손익	0	4	-1	2	2
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	1	6	5	3	3
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-1	-2	-7	-1	-1
외환관련손실	1	2	1	1	1
기타	0	0	0	0	0
법인세비용차감전순손익	13	9	14	27	41
법인세비용	-2	-1	-1	-5	-8
계속사업순손익	12	8	13	22	33
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	12	8	13	22	33
당기순이익률	15.8	14.3	14.2	18.0	21.9
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	12	8	13	22	33
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	11	7	13	22	33
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	11	7	13	22	33

재무상태표 (단위: 십억원)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	61	64	139	163	189
현금및현금성자산	12	15	26	36	47
매출채권 및 기타채권	20	15	23	29	36
재고자산	9	17	23	30	38
기타유동자산	20	16	67	67	67
비유동자산	16	26	34	34	35
유형자산	6	9	9	10	10
관계기업투자금	0	3	3	3	3
기타비유동자산	10	14	21	21	21
자산총계	77	89	173	197	223
유동부채	13	18	23	26	28
매입채무 및 기타채무	8	6	10	12	14
차입금	1	8	7	7	7
유동성채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	4	3	7	7	7
비유동부채	7	6	37	36	35
차입금	0	0	0	0	0
전환증권	0	0	29	29	29
기타비유동부채	7	6	8	7	6
부채총계	19	24	61	62	63
지배지분	58	65	110	132	158
자본금	3	3	7	7	0
자본잉여금	42	42	70	70	70
이익잉여금	12	20	33	55	88
기타자본변동	0	0	0	0	0
비지배지분	0	0	3	3	3
자본총계	58	65	112	134	160
순차입금	-24	-17	-47	-58	-69

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	1,908	1,188	987	1,659	2,488
PER	22.5	44.9	29.2	17.4	11.6
BPS	4,751	4,907	7,805	9,142	10,938
PBR	4.5	5.4	3.7	3.2	2.6
EBITDAPS	1,278	673	1,123	1,729	2,677
EV/EBITDA	16.9	37.7	21.5	13.1	8.2
SPS	6,037	4,149	6,702	8,486	10,475
PSR	3.6	6.4	4.3	3.4	2.7
CFPS	1,446	830	1,046	1,925	2,872
DPS	0	0	0	0	0

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	6	3	3	11	20
당기순이익	12	8	13	22	33
비현금항목의 가감	6	3	1	6	8
감가상각비	3	4	4	4	4
외환손익	0	1	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	3	-2	-2	2	5
자산부채의 증감	-11	-6	-11	-11	-14
기타현금흐름	0	-2	-1	-5	-8
투자활동 현금흐름	-23	-6	-10	-5	-6
투자자산	-19	3	-5	0	-1
유형자산	-1	-5	-4	-4	-4
기타	-3	-4	-1	-1	-1
재무활동 현금흐름	17	6	2	-1	-9
단기차입금	-3	7	-1	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	20	0	4	0	-7
현금배당	0	0	0	0	0
기타	0	-1	-1	-1	-1
현금의 증감	0	3	11	10	11
기초 현금	12	12	15	26	36
기말 현금	12	15	26	36	47
NOPLAT	11	4	15	20	31
FCF	10	1	15	20	31

재무비율 (단위: 원, 배, %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
성장성					
매출액 증가율	41.9	-24.5	70.8	29.8	23.4
영업이익 증가율	112.7	-64.4	244.9	58.0	54.8
순이익 증가율	120.0	-31.6	68.9	65.4	50.0
수익성					
ROIC	41.5	10.7	30.5	33.9	43.6
ROA	21.8	5.5	12.1	13.5	18.4
ROE	27.6	12.9	15.0	18.3	22.9
안정성					
부채비율	33.2	36.6	54.0	46.2	39.4
순차입금비율	-42.4	-25.6	-41.6	-43.1	-43.0
이자보상배율	68.7	19.9	0.0	0.0	0.0

자료: 레이, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

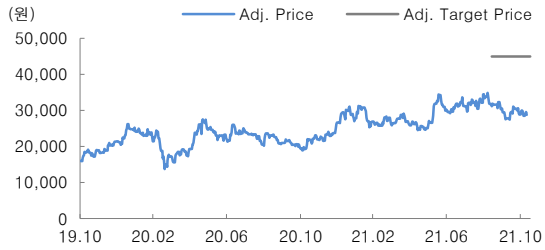
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:이새롬)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

레이(228670) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	21.11.11	21.10.13	21.09.13
투자의견	Buy	Buy	Buy
목표주가	45,000	45,000	45,000
괴리율(평균,%)		(33.71)	(33.50)
괴리율(최대/최소,%)		(28.22)	(28.22)
제시일자			
투자의견			
목표주가			
괴리율(평균,%)			
괴리율(최대/최소,%)			
제시일자			
투자의견			
목표주가			
괴리율(평균,%)			
괴리율(최대/최소,%)			
제시일자			
투자의견			
목표주가			
괴리율(평균,%)			
괴리율(최대/최소,%)			

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20211108)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	92.6%	6.9%	0.5%

산업 투자의견

- Overweight(비중확대)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상