

**레이**  
(228670.KQ)  
  
Analyst 하태기

**투자의견: 매수(유지)**  
  
목표주가: 70,000원(유지) / 현재주가: 53,900원(상승여력: 29.9%)

PM Grade	Increase	Trading Up	Short-term Reduce
----------	----------	------------	-------------------

## 코로나19 영향에서 벗어나 3분기부터 실적 회복세 전환

### 2020년 1분기 실적은 코로나19 영향으로 부진

2019년까지 실적이 급성장했으나, 2020년 1분기에 코로나19 영향으로 매출액이 전년동기대비 8.3% 감소한 123억원, 영업이익이 37.8% 감소한 6억원을 기록했다. 당사 리서치 추정치대비 매출액은 15.7%, 영업이익은 77.8% 적은 수치이다. 코로나19 영향으로 국내 매출이 감소하고, 중국 치과병원 폐쇄로 중국 수출이 감소했으며 미국은 소폭 증가에 그쳤다. 동사의 수출비중은 94%이고, 중국 34%, 미국 23%, 유럽 10%, 일본 8%, 국내 6%, 아시아 기타 19%이다.

### 중국향 수출 6월부터, 미국/유럽향 수출 3분기부터 회복세 전망, 신규사업 매출 가세

2020년 6월부터 매출비중이 높은 중국 수출이 회복되고, 미국/유럽향 수출은 2020년 3분기부터 회복될 전망이다. 2020년 하반기부터 주요 지역별, 사업별 전망은 다음과 같다.

**첫째, 6월부터 중국 매출이 회복세로 전환될 전망이다.** 코로나19 영향으로 중국에서 2020년 2~3월 동안 치과병원이 일시적 폐쇄되어 중국향 수출이 감소했다. 중국향 수출이 4~5월 부진을 거쳐, 6월부터 의미 있게 회복될 것이다. 5월부터 주문이 회복되고 있어, 6월 이후에는 중국향 매출이 당초 동사 사업계획보다 플러스 알파 수준으로 인식될 전망이다.

중국향 투명교정기는 자체브랜드로 2019년 11월경 수출되었지만, 수출규모는 아직 적다. ODM형태로 스위스의 임플란트 전문기업 스트라우만을 통해 중국에 진출하는 사업은 코로나19로 중단상태이며, 코로나19가 마무리되면 시작될 것이다.

**둘째, 미국/유럽향 매출은 2020년 3분기부터 회복될 전망이다.** 미국/유럽시장에서 치과병원이 3월 중순부터 폐쇄된 결과, 미국/유럽향 수출이 2분기까지는 감소할 것이다. 미국/유럽에서 치과병원이 정상화되면서 8~9월에는 회복, 기존 사업계획에 이연되었던 주문까지 발생할 것으로 전망된다.

**셋째, 설비투자를 통해서 생산캐파를 확대할 예정**이다. 현재 동사의 화성공장 연간 생산 캐파는 약 1,000억원이다. 또한 베트남에 2,000억원 규모 생산캐파 설비를 2020년말까지 준공할 예정이며, 2021년 해외 매출 증가요인이다.

**넷째, 투명교정기는 한국과 일본에서 2020년 3분기에 출시될 예정**이다. 코로나19에도 불구하고 장기적으로 보면, 동사의 투명교정기는 한국, 중국, 일본 등 글로벌 시장에서 매출성장 잠재력이 큰 것으로 평가된다.

**다섯째, 방호복 사업을 2020년 4월부터 신규사업으로 시작했다.** 100% 수출이며, 아시아, 아프리카, 유럽, 미국시장이 타겟이다. 방호복 매출 발생으로 2020년 2분기 부진을 소폭 보완하고, 2020년 3분기엔 매출이 의미 있게 증가할 것이다(표1). 이외에도 동사는 R&D형 기업이므로 신규제품, 신규사업 개발을 통해 미래 성장동력을 마련할 것으로 전망된다.

### 글로벌 치과의료기기 시장에서 장기성장 모멘텀이 있다

레이의 2020년 상반기 실적부진은 코로나19 영향이며 일시적인 것이다. 2020년 3분기부터는 수출시장 회복, 방호복 매출 가세로 본격 회복될 것이다. **장기적인 글로벌시장 성장비전과 3분기 실적회복 전제로 6~7월을 매수 확대의 시기로 판단**한다. 추가적인 주가 상승여력이 있다고 평가, 목표주가 70,000원을 유지한다. 장기 보유종목으로 추천한다.

Financial Data											
	매출액 (십억원)	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2018	51.5	6.0	6.2	5.3			7.2	n/a	-1.2	n/a	25.6
2019	73.1	12.9	13.3	11.6	1,737		15.5	16.0	10.4	3.2	27.6
2020E	80.7	16.0	17.6	15.1	2,268	30.6	19.7	20.7	14.7	4.3	23.2
2021E	109.2	25.3	25.6	22.4	3,360	48.2	28.8	14.0	9.4	3.3	26.7
2022E	125.0	29.4	29.7	26.0	3,907	16.3	33.0	12.0	7.5	2.6	24.1

자료: 레이, 상상인증권, K-IFRS 연결기준

[표 1] 레이 주요 제품별 매출액 추이 (연결기준)

(단위:억원)

구분	2016	2017	2018	2019	1QE	2QE	3QE	4QE	2020E
매출액	265	329	515	731	123	131	227	325	807
(매출액 증가율)		24.2%	56.5%		-8.3%	-27.1%	21.5%		10.4%
디지털 진단									
수출	255	302	305	297	58	54	78	76	267
(증감률)				-2.6%	-24.7%	-5.0%	-12.0%	3.0%	-10.2%
내수	10	4	9	11	3	3	2	2	10
합계	265	306	314	308	61	57	80	78	277
(증감률)				-1.9%	-22.8%	-3.1%	-11.7%	-1.0%	-10.2%
디지털 치료 솔루션									
수출	-	4	164	391	60	60	112	207	439
(증감률)				138.4%	39.5%	-43.9%	20.0%	40.0%	12.2%
내수		20	37	32	2	5	5	5	17
합계		24	201	423	62	65	117	212	456
(증감률)				110.4%	10.7%	-45.8%	22.7%	39.6%	7.8%
투명교정기					-	1	5	10	16
기타 방호복 등		-	1	0	0	8	25	25	58

자료: 레이, 상상인증권, 투명교정기 매출은 주관적 추정치

[표 2] 레이 분기별 요약 영업실적(연결기준)

12월결산 (억원)	2019				2020E			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QE	3QE	4QE
매출액	135	180	187	230	123	131	227	325
영업이익	10	31	34	54	6	5	47	102
세전이익	12	34	38	49	20	5	49	102
순이익	10	25	33	47	18	5	43	86
YoY(%)								
매출액					-8.3	-27.1	21.5	41.5
영업이익					-37.7	-83.1	38.1	89.1
세전이익					60.1	-84.1	28.4	108.6
순이익					81.2	-81.2	28.2	83.9

자료: 레이, 상상인증권

[표 3] 레이 주가 밸류에이션

(단위: 억원)

Forward 추정순이익(2020.3Q~2121.2Q)	194	코로나19 영향 감소한 정상 이익 반영
적정 PER(배)	24.0	글로벌시장 수출증가 잠재력 반영
기업가치	4,653	(수출비중 94%)
발행주식수(주)	6,653,267	
자기주식수(주)	-	
유통주식수(주)	6,653,267	
적정주가(원)	69,941	

자료: 상상인증권

[표 4] 치과 의료기기 업체 주가 지표

(단위: 배, %)

비교기업	PER		영업이익성장률		수출비중
	2020E	2021E	2020E	2021E	
디오	17.2	12.9	9.2	33.7	70.0
덴티움	12.8	9.9	15.2	28.5	76.2
오스템임플란트	18.7	12.0	-3.5	46.1	57.0
<b>레이</b>	<b>20.7</b>	<b>14.0</b>	<b>24.7</b>	<b>57.8</b>	94.0
<b>해외</b>					
비교기업	PER		영업이익성장률		
	2019E	2020E	2019E		
슈트라우만 홀딩(스위스)	34	77	10.0		

자료: 상상인증권, Fnuide 컨센서스

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	34.0	61.0	81.9	107.9	136.4
현금 및 현금성자산	12.2	12.0	12.3	29.4	50.9
매출채권 및 기타채권	12.6	19.8	21.4	22.3	23.1
재고자산	8.6	9.2	28.5	35.7	41.0
기타유동자산	0.6	20.1	19.7	20.5	21.3
비유동자산	7.3	15.6	18.7	19.4	20.3
관계기업투자등	0.0	0.0	3.6	3.7	3.9
유형자산	1.4	6.0	4.8	4.4	4.4
무형자산	3.7	4.3	5.1	5.7	6.3
<b>자산총계</b>	<b>41.3</b>	<b>76.7</b>	<b>100.6</b>	<b>127.4</b>	<b>156.7</b>
유동부채	11.0	12.6	21.5	25.7	28.9
매입채무 및 기타채무	6.0	6.7	16.3	20.4	23.5
단기금융부채	3.5	2.6	2.6	2.6	2.6
기타유동부채	1.5	3.2	2.6	2.7	2.8
비유동부채	4.0	6.5	6.5	6.6	6.8
장기금융부채	0.0	2.1	1.7	1.7	1.7
기타비유동부채	4.0	4.4	4.7	4.9	5.1
<b>부채총계</b>	<b>15.0</b>	<b>19.1</b>	<b>28.0</b>	<b>32.4</b>	<b>35.7</b>
지배주주지분	26.3	57.5	72.6	95.0	121.0
자본금	2.8	3.3	3.3	3.3	3.3
자본잉여금	21.9	41.3	41.3	41.3	41.3
이익잉여금	0.9	12.0	27.2	49.5	75.5
비지배주주지분(연결)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>26.3</b>	<b>57.5</b>	<b>72.6</b>	<b>95.0</b>	<b>121.0</b>
<b>현금흐름표</b>					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	4.3	6.0	6.3	22.0	26.6
당기순이익(손실)	5.3	11.6	15.1	22.4	26.0
비현금수익비용가감	3.4	6.0	3.1	3.7	3.7
유형자산감가상각비	0.5	1.7	2.6	2.3	2.2
무형자산상각비	0.6	0.9	1.1	1.2	1.4
기타현금수익비용	0.1	0.1	-0.5	0.2	0.2
영업활동 자산부채변동	-4.2	-11.0	-11.1	-4.0	-3.1
매출채권 감소(증가)	-5.7	-7.9	-0.7	-0.9	-0.8
재고자산 감소(증가)	-1.9	-0.6	-19.4	-7.2	-5.4
매입채무 증가(감소)	3.3	0.9	9.6	4.1	3.1
기타자산, 부채변동	0.2	-3.4	-0.6	0.0	0.0
투자활동 현금	-2.1	-23.4	-5.7	-4.8	-5.2
유형자산처분(취득)	-0.3	-1.3	-1.3	-1.9	-2.2
무형자산 감소(증가)	-1.8	-2.2	-1.9	-1.9	-1.9
투자자산 감소(증가)	0.0	-17.0	1.1	-0.8	-0.8
기타투자활동	0.0	-2.9	-3.6	-0.2	-0.2
재무활동 현금	6.0	17.2	-0.3	0.0	0.0
차입금의 증가(감소)	-1.5	-3.5	-0.4	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	6.8	20.0	0.0	0.0	0.0
배당금의 지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.7	0.7	0.1	0.0	0.0
<b>현금의 증가</b>	<b>8.2</b>	<b>-0.2</b>	<b>0.3</b>	<b>17.2</b>	<b>21.5</b>
기초현금	4.0	12.2	12.0	12.3	29.4
기말현금	12.2	12.0	12.3	29.4	50.9

자료: 레이, 상상인증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	51.5	73.1	80.7	109.2	125.0
매출원가	29.1	38.5	40.4	54.4	62.2
매출총이익	22.5	34.6	40.3	54.8	62.7
판매비와 관리비	16.4	21.7	24.3	29.5	33.3
영업이익	6.0	12.9	16.0	25.3	29.4
(EBITDA)	7.2	15.5	19.7	28.8	33.0
금융손익	0.1	0.3	0.9	0.0	0.0
이자비용	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.0	0.2	0.6	0.2	0.2
세전계속사업이익	6.2	13.3	17.6	25.6	29.7
계속사업법인세비용	1.0	1.7	2.5	3.2	3.7
계속사업이익	5.3	11.6	15.1	22.4	26.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	5.3	11.6	15.1	22.4	26.0
지배주주	5.3	11.6	15.1	22.4	26.0
총포괄이익	5.2	11.7	15.1	22.4	26.0
매출총이익률 (%)	43.6	47.3	50.0	50.2	50.2
영업이익률 (%)	11.7	17.6	19.9	23.2	23.6
EBITDA마진률 (%)	14.0	21.2	24.4	26.4	26.4
당기순이익률 (%)	10.2	15.8	18.7	20.5	20.8
ROA (%)	15.7	19.6	17.1	19.6	18.3
ROE (%)	25.6	27.6	23.2	26.7	24.1
ROIC (%)	30.9	44.2	35.3	47.1	50.5
<b>주요 투자지표</b>					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>투자지표 (x)</b>					
P/E	n/a	16.0	20.7	14.0	12.0
P/B	n/a	3.2	4.3	3.3	2.6
EV/EBITDA	-1.2	10.4	14.7	9.4	7.5
P/CF	n/a	17.9	n/a	12.0	10.5
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	56.5	41.9	10.4	35.3	14.4
영업이익	210.8	112.7	24.7	57.8	16.4
세전이익	523.7	113.7	32.7	45.0	16.3
당기순이익	355.0	120.0	30.8	47.9	16.3
EPS	n/a	n/a	30.6	48.2	16.3
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	57.1	33.2	38.5	34.1	29.5
유동비율	308.5	483.7	380.6	419.6	471.8
순차입금/자기자본	-33.3	-42.4	-33.4	-44.3	-53.1
영업이익/금융비용	45.6	68.7	83.2	132.7	154.5
총차입금 (십억원)	3.5	4.8	4.4	4.4	4.4
순차입금 (십억원)	-8.8	-24.4	-24.3	-42.1	-64.3
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	n/a	1,737	2,268	3,360	3,907
BPS	4,673	8,647	10,919	14,279	18,187
CFPS	n/a	2,632	n/a	3,913	4,471
DPS					

**Stock Data**

KOSDAQ(05/20)	708.8pt
시가총액	3,586억원
발행주식수	6,653천주
액면가	500원
52주 최고가 / 최저가	52,500/24,750원
90일 일평균거래대금	80억원
외국인 지분율	11.4%
배당수익률(20.12E)	0.0%
BPS(20.12E)	10,919원

주가수익률 (%)	1W	1M	6M	1Y
절대수익률	-3.3	22.1	29.5	
상대수익률	-5.1	12.4	24.4	

주주구성	
(주)유주 (외 5 인)	33.7%
레이우리사주 (외 1인)	6.1%
레이우리사주 (외 1인)	3.1%

**Stock Price**



뉴트리 목표주가 추이		투자의견 변동내역			
일시	투자의견	목표가격	목표가격 대상 시 시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2019. 07. 26	N/R				
2019. 10. 01	N/R				
2019. 01. 22	매수(신규)	70,000(신규)	1년	-31.9	-28.0
2020. 03. 04	매수(유지)	70,000	1년	-44.4	-25.4
2020. 05. 21	매수(유지)	70,000	1년		

**Compliance Notice**

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 하태기)

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 당사에게 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 및 적용 기준**

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비	Overweight(비중확대)			
	업종 비중 기준	Neutral (중립)			
	투자등급 3 단계	Underweight (비중축소)			
Company (기업)	투자등급 4 단계	Buy (매수)	+15% 이상	53.5%	투자의견 비율은 의견 공표 종목들의 맨 마지막 공표 의견을 기준으로 한 투자 등급별 비중 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)
		Hold (보유)	-15% ~ +15%	1.8%	
		Sell (매도)	-15% 이하 기대	0.0%	
		Not Rated(투자의견없음)	등급보류	44.7%	
		합계		100.0%	