

신무기 레이페이스로 강화된 디지털 덴티스트리 세계관

매수
(신규)

목표가: 41,000원
상승여력: 34.2%

김충현, CFA choonghyun.kim@miraeeasset.com 이상원 sangwon.lee.b@miraeeasset.com

기업소개

치과관련 장비와 솔루션을 개발하는 디지털 덴티스트리 기업

- 영상장비인 CBCT에서 치기공물 제작기인 3D프린터와 밀링머신까지 치과치료 전주기를 아우르는 제품 포트폴리오 구축. 최근에는 구강스캐너와 안면스캐너 등의 신 제품을 중심으로 디지털 덴티스트리 영역을 확대 중

투자 포인트

품목 다각화를 통해 지속적으로 강화되고 있는 디지털 덴티스트리 세계관

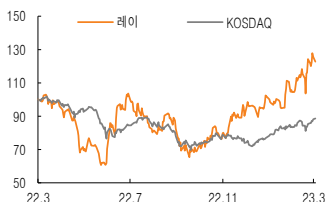
- 중국 정부의 봉쇄조치 완화와 치과용 임플란트 VBP라는 2가지 정책 수혜. 동사는 중국 경쟁력 강화를 위해 자기자본과 전략적 투자자를 활용하여 수직계열화 전략 시행 중
- 안면 스캐너, RayFace의 가세로 한층 강화된 디지털 덴티스트리 역량
- CAPEX 및 영업활동 정상화로 잉여현금흐름 개선 기대

밸류에이션 및 투자전략

목표주가 41,000원 및 매수의견으로 조사분석 개시

- 목표주가는 사업구조가 유사한 글로벌 기업 4개 평균인 28배 활용. 현 주가는 12개월 선행 P/E 기준 22배로 동사의 지난 1년평균과 유사
- 2023년 매출 1,693억원(31% YoY), 영업이익 289억원 (78%, OPM 17%) 전망
- 리스크: 최근 몇 년간의 현금흐름 악화, 디지털 덴티스트리 도입 지연 및 경쟁심화, 단기 주가 급등에 의한 주가변동성 확대 가능성

Key data



현재주가(23/3/27, 원)	30,550	시가총액(십억원)	433
영업이익(23F, 십억원)	29	발행주식수(백만주)	14
Consensus 영업이익(23F, 십억원)	32	유동주식비율(%)	65.3
EPS 성장률(23F, %)	139.4	외국인 보유비중(%)	11.3
P/E(23F, x)	23.2	베타(12M) 일간수익률	0.64
MKT P/E(23F, x)	14.4	52주 최저가(원)	15,100
KOSDAQ	827.69	52주 최고가(원)	31,850

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	17.5	60.4	22.7
상대주가	10.8	35.3	38.6

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	55	90	129	169	206	251
영업이익 (십억원)	5	3	16	29	35	251
영업이익률 (%)	9.1	3.3	12.4	17.2	17.0	100.0
순이익 (십억원)	8	0	8	19	24	187
EPS (원)	594	-1	551	1,319	1,664	12,776
ROE (%)	12.9	-	7.3	15.3	16.5	73.8
P/E (배)	44.9	-	43.4	23.2	18.4	2.4
P/B (배)	5.4	4.1	3.0	3.3	2.8	1.3
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

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

투자포인트

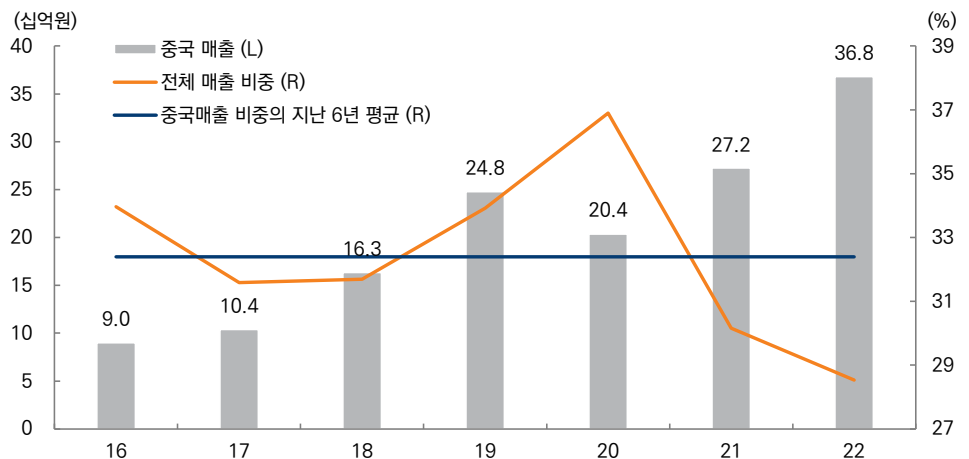
1. 중국시장의 2가지 정책 수혜: 봉쇄조치 완화와 치과용 임플란트 VBP

동사의 가장 큰 투자포인트는 중국향 수출의 성장성 회복이다. 단기적으로는 중국 지역 봉쇄조치 완화의 수혜가 기대되며, 중장기적으로 VBP 정책의 수혜가 기대되기 때문이다.

① 봉쇄 조치 완화 정책 수혜: 중국은 동사의 가장 중요한 수출 시장이다. 그러나 지난 2년간 동사의 중국 매출 비중은 지난 6년 평균인 32.4%를 하회하고 있다. 가장 큰 이유는 중국이 팬데믹 기간동안 강력한 봉쇄정책을 취했기 때문이다. 동사는 장비업체로서 소모품 비중이 적어 신규영업 의존도가 높는데, 사실상 지역간 이동이 불가능해지면서 신규영업에 상당한 애로사항을 겪었다.

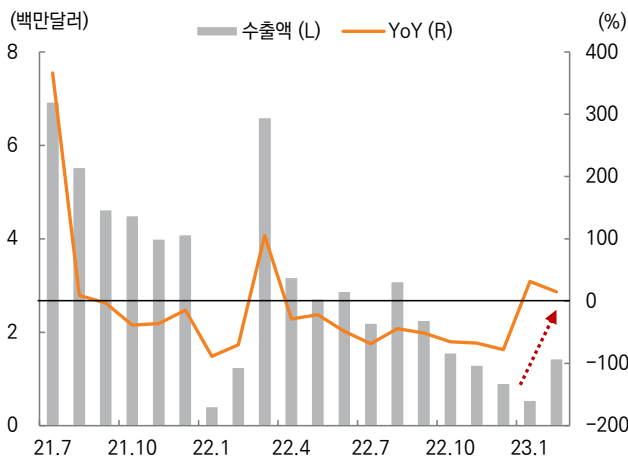
물론 수치상 2022년 중국 매출은 전년대비 35% 상승하였는데, 이는 22년 7월 중국 유통사를 인수한 점을 감안해야 한다. 관세청 수출 데이터를 참고하면 2023년부터 수출물량 회복이 감지된다.

그림 1. 동사의 중국매출과 전체 매출대비 중국 비중 추이



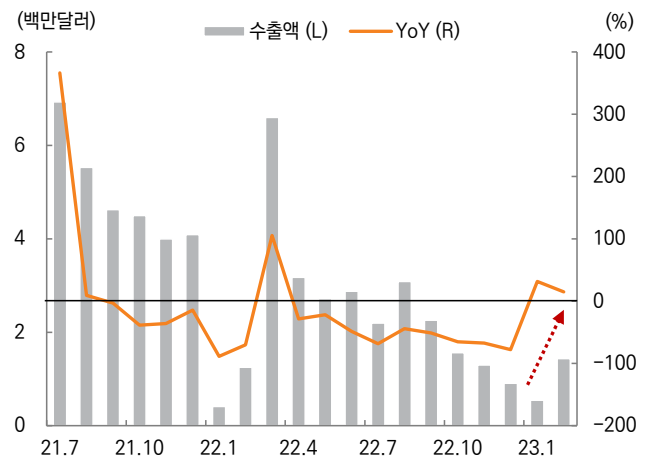
자료: 레이, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 중국의 봉쇄조치로 인해 CBCT의 중국향 수출 물량 감소



자료: 관세청, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 중국 봉쇄조치 완화로 인해 회복의 기미가 보이는 중국향 수출



자료: 관세청, 미래에셋증권 리서치센터

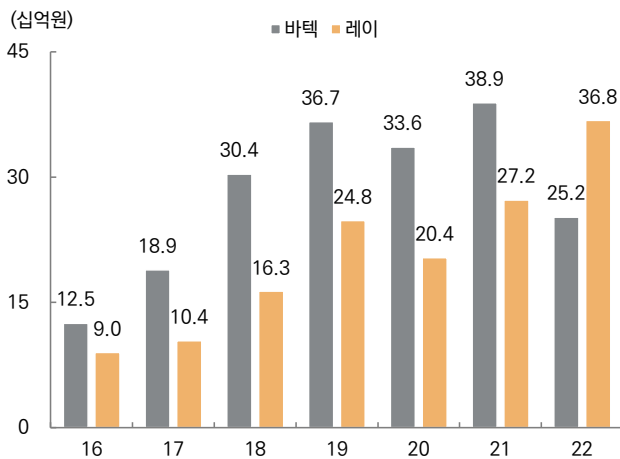
② **VBP 정책 수혜**: 2023년 중국에서는 치과용 임플란트 가격이 대폭 할인되는 VBP 정책이 시행된다. 대형 정책이 시행되는 과정에서 단기적으로 임플란트 수요 이연이 일어날 수 있으나, 장기적으로는 가격할인에 의해 수요가 크게 증가할 것으로 기대되는 상황이다.

이 과정에서 중장기적으로 동사는 임플란트 식립의 후방산업으로 수혜가 가능하다. **임플란트 식립을 위해서는 구강 외 영상데이터를 촬영하는 CBCT가 필요**하기 때문이다. 동사는 임플란트 식립의 전 과정을 디지털화 할 수 있는 솔루션을 보유하고 있어 차별화가 가능하다.

동사는 **중장기적으로 중국시장 성장에 대비하기 위해 수직계열화 전략을 실행하며 중국법인의 기초체력을 강화**하고 있다. 동사는 지난 22년 7월, 중국 CBCT 점유율 4위인 현지 유통사(이지셴)를 인수했다. 직판망을 확보함과 더불어 판가 인상효과를 기대할 수 있다. 딜러에게 판매시 딜러의 마진을 보장하기 위해 할인가로 판매되는데, 판매가격이 정상화되기 때문이다.

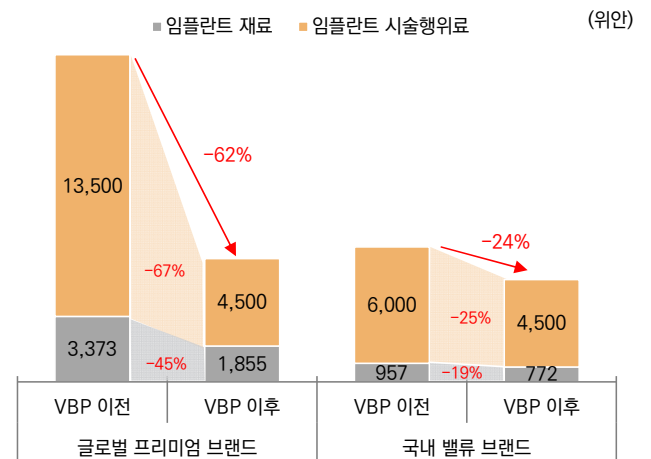
수직계열화 전략을 위해 자기자본 뿐 아니라 **전략적 투자자(SI)를 활용하는 전략도 병행**하고 있다. 동사는 지난 2022년 10월, 중국 최대 IB인 CICC의 관계사 Ascent Capital로부터 약 54억원의 자금을 유치하였다. 향후 **추가적인 전략적 투자자를 유치하여 네트워크병원(DSO), 현지공장, 디지털 덴티 스트리 기업, 임플란트 기업 등 다양한 수직계열화 전략을 실행할 것으로 기대**된다.

그림 4. 중국 유통사 인수로 22년 경쟁사 매출을 추월한 레이



자료: 각사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. VBP 전후 중국내 치과용 임플란트 시술 가격 할인



자료: 쓰촨성 의료보장국, 미래에셋증권 리서치센터

2. 안면 스캐너, RayFace의 가세로 한층 강화된 디지털 덴티스트리 역량

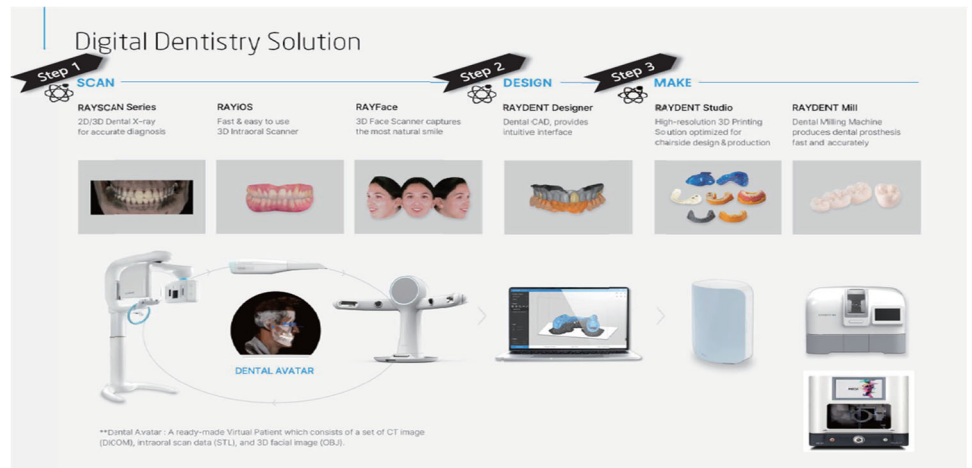
동사는 치과 장비 및 솔루션을 개발 및 판매하는 디지털 덴티스트리 기업이다. 디지털 덴티스트리란 치과의 치료과정을 디지털화하는 치과산업의 Digital Transformation을 의미한다.

디지털 덴티스트리는 크게 3가지 단계로 구현된다. ① 구강스캐너(석고인상대체)와 CBCT(치아 및 얼굴 뼈 영상 획득)로 의료 영상 데이터를 얻고, ② 그 영상 데이터를 바탕으로 각종 치기공물을 컴퓨터로 디자인할 수 있는 소프트웨어인 CAD(Computer Aided Design)로 디자인한 후, ③ 밀링 머신 및 3D프린터(보철물 제작)를 통해 치기공물을 제작하여 환자를 치료한다.

동사는 영상장비에서 소프트웨어, 3D프린터와 밀링머신까지 치과치료 전주기를 아우르는 디지털 덴티스트리 솔루션을 확보하였다. 디지털 덴티스트리를 모두 구현가능하다는 점에서 병원과 치기공소의 니즈에 맞게 맞춤 판매가 가능하다는 장점이 있다. 즉, 개별 제품만 원하는 병원과 치기공소에는 개별 제품만 판매할 수 있고, 패키지형태로 솔루션을 판매할 수 도 있다.

2023년부터 동사의 디지털 덴티스트리 역량이 더욱 강화된다. 2023년부터 본격적으로 RayFace라고 불리는 안면 스캐너가 출시되기 때문이다.

그림 6. 안면 스캐너인 RayFace의 본격적인 런칭과 함께 디지털 덴티스트리를 위한 Total Solution 강화



자료: 레이, 에셋증권 리서치센터

그림 7. RayFace의 카메라 모듈



자료: 레이, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 2개의 치아 카메라와 4개의 안면 카메라로 구성된 RayFace



자료: 레이, 미래에셋증권 리서치센터

1) 에스테틱 덴티스트리가 부각되며 점점 더 중요해지는 안면 데이터

안면 데이터는 말 그대로 얼굴의 데이터를 의미한다. 환자의 안면 데이터는 구강 스캐너/모델 스캐너의 구강데이터와 CBCT의 얼굴 뼈 데이터와 정합되어 치과 진료에 활용된다.

최근 안면 데이터의 중요성이 상당히 높아지고 있는데, 이는 대부분의 글로벌 치과기업들이 환자의 얼굴 사진을 바탕으로 치료 후의 모습을 시뮬레이션 하는 Smile Design 솔루션을 강조하는 것을 통해서 확인할 수 있다.

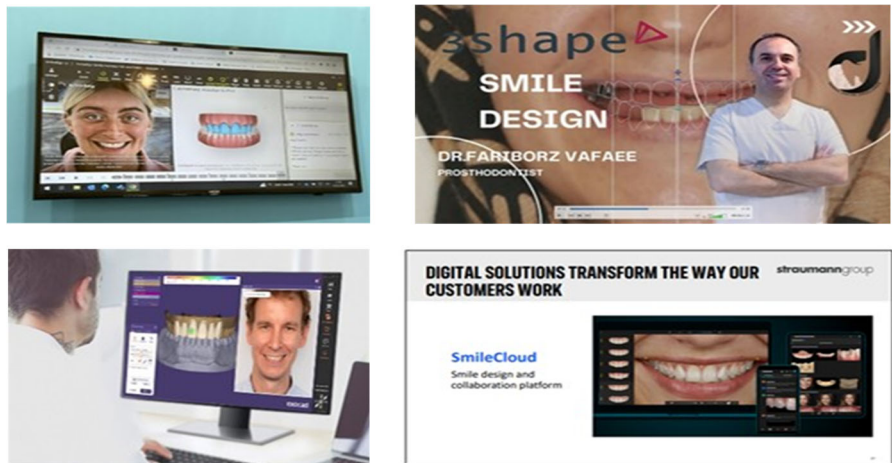
안면 데이터가 중요해지는 이유는 크게 2가지로 ① 환자 커뮤니케이션 강화, ② 보다 정확하고 심미적 기능이 우수한 보철물 제작이 가능하다는 것이다.

① **환자 커뮤니케이션 강화**: 대부분의 환자는 치과 진료 후 미래의 모습이 어떻게 변할 지를 알고 싶어한다. 특히 치아는 예로부터 오복 중 하나로 꼽힐 정도로 건강에도 중요한 신체부위이나, 심미적 기능 역시 상당히 중요한 신체부위다. 다른 사람으로부터 잘 보이지 않는 어금니를 제외하면 치아의 대부분은 다른 사람에게 노출되기 때문에, 심미적 기능은 치아의 중요한 요소 중 하나다.

따라서 자신의 치료 결과물을 미리 알아 볼 수 있다면 환자의 만족도는 물론이고 향후 치료과정에 대한 동의를 높이는데 활용될 수 있다. 성형외과 병의원이 마케팅 목적으로 환자의 성형전후 사진을 전시하는 것을 떠올리면 쉽게 이해가 될 것이다. 안면 데이터는 에스테틱 목적이 강할수록, 단일 치아보다는 넓은 범위의 치아를 치료할수록 그 효용이 높아진다. 예를 들어 디지털 틀니, 투명교정, 디지털 임플란트, 전체 아치 케이스 등에서 활용 가치가 높다.

② **보다 정확한 보철물 제작 가능**: 안면 데이터가 없이, 구강 데이터와 CBCT 영상 데이터 만으로도 보철물 제작이 가능하다. 그러나 제작된 보철물을 환자에 시술하면, 환자의 얼굴과 구강구조와 잘 맞지 않는 케이스가 발생할 수 있다. 안면 스캐너를 통해 안면 데이터를 확보하면, 보철물 디자인 시 환자의 얼굴에 보철물이 잘 맞는지 확인하는 데 필요한 더 많은 정보를 얻을 수 있다.

그림 9. 대부분 글로벌 기업들이 제공하고 있는 Smile Design 솔루션



자료: 각사, 미래에셋증권 리서치센터

2) 안면 스캐너, RayFace의 장점은?

안면 데이터를 얻는 데는 구강 스캐너, 이동이 용이한 소형 스캐너, 스마트폰 등 다양한 방법이 활용될 수 있다. **현재 글로벌 기업들이 서비스하는 솔루션에서 안면 데이터를 얻는 방식은 대부분 스마트폰을 활용한다.** 가장 간편하기 때문이다. 그러나 스마트폰을 통해 얻는 얼굴 영상은 실제 진료에 활용할 때 문제가 생긴다.

치과 진료를 위해서 안면 데이터는 구강 스캐너/모델 스캐너를 통해 얻은 구강내 데이터와 CBCT를 통해 얻은 얼굴 뼈 데이터와 정합된다. 치기공사의 수작업이나 자동화 소프트웨어를 통해 데이터마다 기준점(Landmark)을 설정하여 서로 다른 데이터를 정합한다. 여기서 **가장 큰 문제는 스마트폰을 활용해 얻은 데이터가 Z축 값이 없는 2차원 데이터이고, 구강 데이터와 얼굴 뼈 데이터는 3차원 데이터라는 것이다.** 정확한 정합이 이루어지기 어렵다.

RayFace는 총 6개의 카메라를 활용해 환자 얼굴의 3차원 데이터를 얻을 수 있는 장비다. **RayFace는 크게 ① 빠른 속도와 ② 다양한 자동화 솔루션을 제공한다는 2가지 장점이 있다.**

① **빠른 속도:** 촬영시간이 0.5초밖에 걸리지 않아, **얼굴 모션 아티팩트(Artifact)나 이미지 왜곡이 최소화된다.** 또한, 6개 촬영 사진은 자동화 기능에 의해 하나의 3차원 데이터로 정합되는데, 이 과정도 1분이 채 걸리지 않는다. 환자 편의성/만족도가 높아지고 이미지 품질이 높아질 수 있다.

② **다양한 자동화 솔루션:** RayFace의 안면 데이터는 구강 데이터와 얼굴 뼈 데이터와 정합되는데, 이렇게 정합된 환자 데이터를 레이는 환자의 치과 아바타라고 부른다. 이 아바타를 통해 **얼굴의 연조직과 경조직을 동시에 분석할 수 있다.** 또한 동공간 선, 프랑크푸르트 평면, 안면 중앙선, 치아 교합면, 알라선, 힌지 축 등 **모든 얼굴의 랜드마크를 자동으로 감지하여, 보다 정확한 치료계획 수립과 보철물 제작에 이용될 수 있다.**

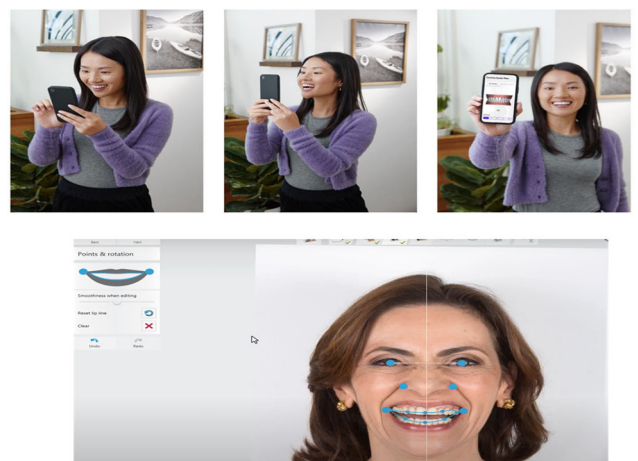
정합된 데이터는 치기공사로 보내거나, Exocad와 같은 보철물 디자인 소프트웨어(CAD, Computer Aided Design)와 직접 통합이 가능하다.

그림 10. 2개의 치아카메라와 4개의 안면카메라가 0.5초안에 안면 사진을 촬영하고, 자동으로 3차원 얼굴 데이터를 생성



자료: instituteofdigitaldentistry.com, 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. 대부분 스마트폰을 이용해 안면 영상을 얻는 방식으로 정확도가 떨어짐



자료: 3Shape, Smile Direct Club, 미래에셋증권 리서치센터

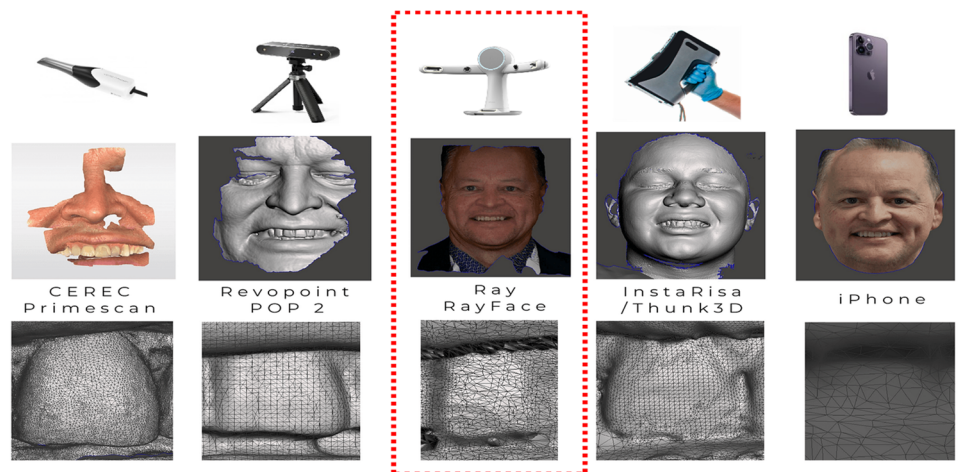
3) 안면 스캐너, 또다른 디지털 덴티스트리의 블록버스터의 탄생?

RayFace 외에도 3차원 안면 데이터를 얻을 수 있는 안면 스캐너는 존재하나 임상 현장에서 널리 사용되지 못했다. 임상현장에서 널리 사용되기에는 성능이 뒤따라 주지 못했기 때문이다. 2015년에 출시되어 3차원 안면스캐너의 선도기업이었던 Bellus는 2022년 서비스를 중단하였다. Thunk 3D나 Revopoint Pop 2와 같은 싸고 이동이 편리한 소형 안면스캐너도 시판되고 있으나, 숙련자가 아닌 경우 정확한 사진을 스캔하기 어렵고, 스캔 시간 자체가 오래 소요된다는 단점이 있다.

RayFace도 처음 출시된 것은 2020년이나, 시행착오를 통해 현재의 폼팩터로 변경(그림. 13 참조)하였고, 무엇보다 AI기술을 활용하여 소프트웨어적 기능을 대폭 강화하였다. 이러한 성능개선을 바탕으로 동사는 3Shape, Align Technology, Modern Dental 등과 같은 다수의 치과 기업 및 치기공소, 딜러들과 RayFace 판매계약을 체결하거나 계약을 협의 중인 것으로 알려졌다.

2023년 독일 쾰른에서 개최된 세계최대 치과전시회에서는 글로벌 CAD/CAM 기업인 Exocad, 국내 임플란트 기업인 네오바이오텍, 유럽 최대 치과 유통사인 GERL Dental 및 다수의 치기공소에서 자신들의 부스에 RayFace를 전시한 것을 확인할 수 있었다.

그림 12. 다양한 기기에서 촬영한 안면 영상 비교



자료: Institute of Digital Dentistry, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. RayFace의 폼팩터 변화



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 14. 다른 기업 부스에 전시된 RayFace

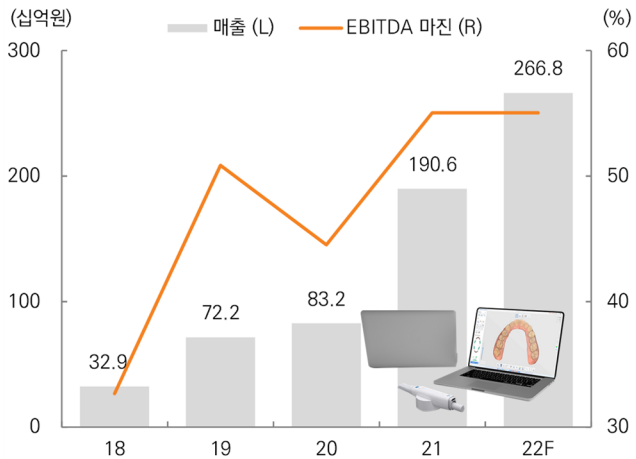


자료: 미래에셋증권 리서치센터

현재 치과산업의 디지털 덴티스트리를 주도하는 대표적인 장비는 구강스캐너다. 구강스캐너도 불과 몇 년전까지만 하더라도 소수의 High-End 고객만을 위한 시장이었으나, 지금은 Early-Adopter를 넘어서 Majority 시장으로 진입이 진행될 만큼 시장이 커졌다. 이러한 흐름을 주도한 국내 구강스캐너 제조사인 메디트의 매출은 2018년 329억원에서 2022년 약 2,670억원을 기록한 것으로 추정된다. 세계 최대 치과기업 중 하나인 Envista에 의하면 구강스캐너 시장 규모는 10억 달러(2022년)이며, 매년 10% 이상 성장하고 있다고 한다.

투명교정기 세계 1위 기업인 Align Technology의 2022년 연간 출고한 투명교정기 236만개중 88%인 208만개가 구강스캐너를 활용한 디지털 스캔으로 제작되고 있다. 글로벌 최대 치과공 기업인 Modern Dental은 중국본토에서 제작된 보철물 중 디지털 스캔을 통해 제작된 보철물이 2020년 10.6만건에서 2021년 30.1만건으로 3배가까이 증가하였다고 밝혔다. 2022년 상반기에는 24.7만건을 기록하며 2022년 연간 50만건 이상(전체보철물의 37%)을 기록할 것으로 예상된다.

그림 15. 18년 하반기 출시이후 구강스캐너의 혁신을 주도하는 메디트의 실적 추이



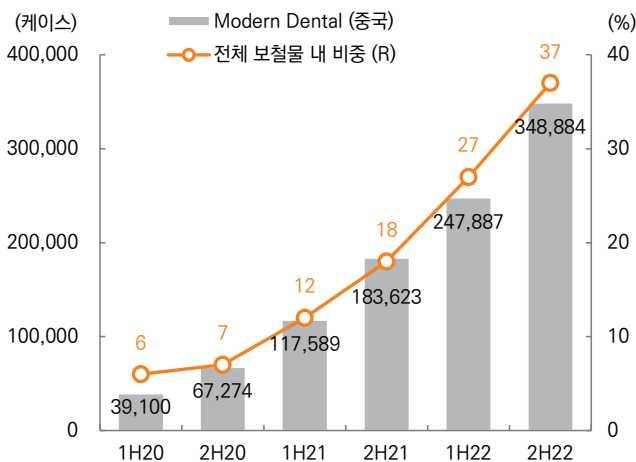
주: 2022년 실적은 언론 보도자료 참조(<https://www.topdaily.kr/articles/92594>)
 자료: DART, 미래에셋증권 리서치센터

그림 16. 치과 세부 시장 중 구강스캐너 시장규모와 성장률

Envista	Solutions	Segment		
		Size*	Growth**	
Specialty Products & Technologies	Implant-based Tooth Replacements	~\$11B	MSD+	
	Orthodontics	Brackets & Wires	~\$2B	LSD
		Aligners	~\$4B	>20%
Equipment & Consumables	Imaging & Diagnostics	2D/3D	~\$2B	LSD+
		IOS	~\$1B	>10%
	Consumables & Infection Prevention	~\$7B	LSD	

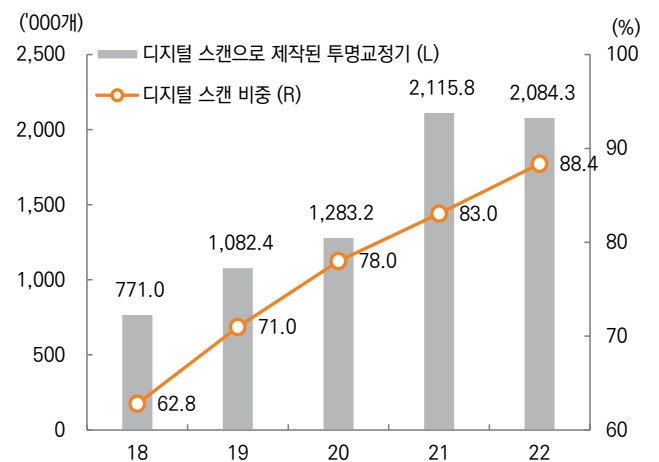
자료: Envista, 미래에셋증권 리서치센터

그림 17. 세계 최대 치과공소인 Modern Dental의 중국에서 디지털 스캔을 활용한 보철물 제작 케이스 사례



자료: Modern Dental, 미래에셋증권 리서치센터

그림 18. 세계 최대 투명교정기 기업인 Align Technology의 투명교정기 Shipment의 88%를 차지하는 디지털 스캔 비중



자료: ALGN, 미래에셋증권 리서치센터

구강스캐너가 빠르게 성장할 수 있었던 가장 큰 이유는 이를 도입한 병원과 치기공소의 ROI (Return on Investment)가 높아질 만큼 하드웨어/소프트웨어 성능이 모두 개선되었기 때문이다. 도입한 고객사의 ROI를 높일 수 있다는 것은 신규장비의 중요한 성공요소다.

RayFace는 ① 의료기기가 아닌 일반기기라는 점, ② 다른 플랫폼과의 연동, ③ 마케팅 효과라는 3가지 측면에서 고객사의 ROI를 높여 줄 수 있다고 판단된다.

① 의료기기가 아닌 일반기기: 의료기기 판매를 위해서 필요한 국가별 의료기기 인증에 소요되는 시간을 단축할 수 있다. 특히 글로벌 유통망을 갖춘 딜러나 DSO의 경우, 동시에 여러 국가에 판매할 수 있기에 해당 딜러/DSO가 규모의 경제효과를 빠르게 누릴 가능성이 크다는 장점이 있다.

② 다른 플랫폼과의 연동: 동사의 제품은 구강스캐너/CBCT, CAD/CAM과 연동이 쉽다. 이는 RayFace를 도입한 병원과 치기공소의 디지털 역량을 높여준다. 또한 딜러의 경우, RayFace와 다른 디지털 덴티스트리 제품을 패키지로 묶어 판매할 수 있다.

상술하였듯이 글로벌 치과 기업들이 최근 Smile Design을 중요한 마케팅 요소로 내세우고 있다. 이를 업계에서는 “Face-driven Dentistry”라고 부른다. Face-driven Dentistry를 주장하는 글로벌 기업들이 RayFace와 파트너십을 체결할 가능성도 열려 있다.

③ 마케팅 효과: RayFace는 외관이 상당히 세련되어 있고, UX가 매끄럽고 빠르다. 환자에게 신기해하고 첨단 치료를 받고 있다는 느낌을 줄 수 있다. RayFace가 RayFace를 도입한 병원에 이른바 와우 팩터(Wow Factor)가 될 수 있는 것이다.

아직 출시 초기인만큼 RayFace에는 우려와 기대가 공존하는 것은 사실이다. 그러나 RayFace의 기존 솔루션대비 장점, 다른 치과관련 기업들과 계약 추진사항, 고객사의 ROI를 높여줄 수 있는 요소들을 고려할 때 빠르게 시장에 정착할 가능성이 높아보인다.

더불어, RayFace는 치과영역 뿐 아니라 성형외과와 피부과로 영역확대가 가능하다. 최근 피부과와 성형외과를 대상으로 안면 영상을 찍는 장비들이 등장하고 있다. 그러나 대부분 2차원 데이터를 찍는 장비라 RayFace의 경쟁우위가 있을 수 있다. 게다가 의료기기 인증이 불필요한 일반기기라는 점도 시장진입 속도측면에서 상당한 강점이 될 것이다.

이처럼 안면 스캐너가 구강 스캐너에 이어 또다른 디지털 덴티스트리 블록버스터가 될 가능성에 주목할 필요가 있어 보인다.

그림 19. Face Driven Dentistry



자료: 레이, 미래에셋증권 리서치센터

그림 20. 피부과/성형외과로 확장가능성이 높은 RayFace



자료: BomTech, 미래에셋증권 리서치센터

3. CAPEX 및 영업활동 정상화로 잉여현금흐름 개선 기대

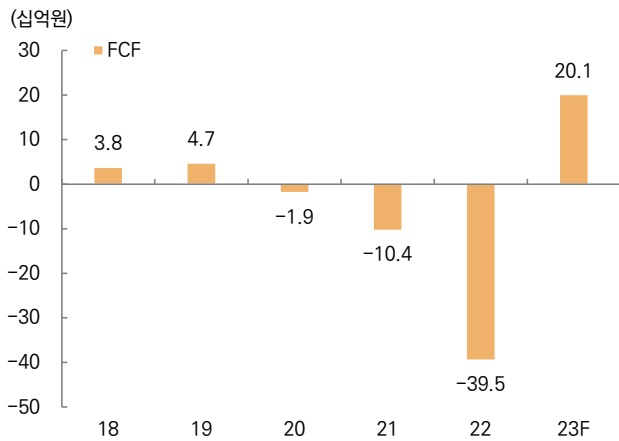
2023년은 지난 몇 년간 악화되어 왔던 동사의 현금흐름이 개선될 가능성이 크다. 2023년에는 **영업현금흐름이 증가하고 과거대비 CAPEX 규모가 정상화될 가능성이 높기 때문이다.**

① **영업현금흐름:** 2020년부터 팬더믹으로 인한 신규 영업 부진으로 영업현금흐름이 악화되었다. 또한, 2022년에는 주력시장인 중국에서 코로나19 확산을 통제하기 위해 봉쇄조치가 시행되며 영업 활동에 지장을 받기도 했다. 그러나 2023년에는 대부분 지역에서 영업활동이 정상화되고 있고, 구강스캐너와 안면스캐너 등 신제품 효과도 기대된다.

2022년 82억원의 적자를 기록했던 영업현금흐름은 300억원 수준으로 개선될 것으로 예상된다.

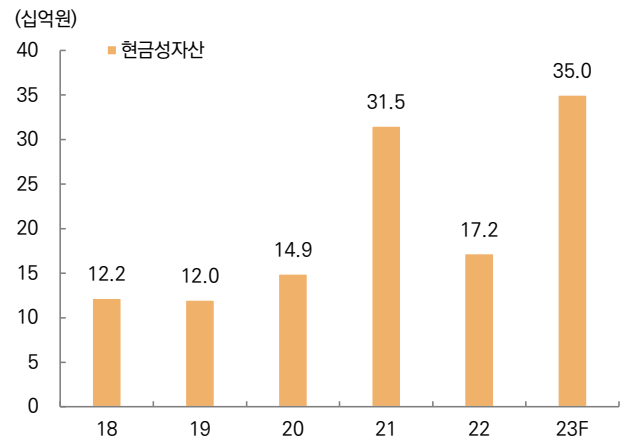
② **CAPEX:** 동사의 현금흐름을 악화시킨 주 원인은 2021~2022년은 사육 및 공장 매입으로 인해 크게 증가한 CAPEX다. CAPEX가 지난 2년간 529억원으로 크게 증가하였다. 대형 CAPEX 집행이 마무리되며, **2023년 CAPEX는 예년 수준인 50~100억원으로 정상화될 것으로 기대된다.**

그림 21. FCF 추이 및 전망



자료: 레이, 미래에셋증권 리서치센터

그림 22. 현금성자산 추이 및 전망



자료: 레이, 미래에셋증권 리서치센터

실적 추정 및 밸류에이션

1. 실적 추정

동사의 2023년 매출은 전년대비 31% 상승한 1,693억원, 영업이익은 전년대비 78% 상승한 289억원 (OPM 17%)을 기록할 것으로 예상된다.

주력인 중국 시장은 지난 3Q22 현지유통사 인수 효과가 이어지며 전년대비 45% 성장한 368억원을 기록하며 외형 성장을 견인할 것으로 보인다. 또 다른 핵심 수출 시장인 미국도 디지털 덴티스트리 트렌드가 이어지며 전년대비 48% 성장한 231억원을 기록할 것으로 예상된다. 유럽지역은 메가젠 임플란트 항 ODM제품 출고효과로 전년대비 19% 상승한 126억원의 매출이 기대된다. 메가젠 임플란트와 2027년 5월까지 확정된 계약금액은 524억원이다.

2023년은 IDS 2023과 같은 대형 전시회 참여와 엔더믹 전환과 봉쇄해제 등으로 인한 영업활동 증가로 판관비가 증가할 가능성이 높으나, 외형성장에 의해 영업 레버리지 효과가 더 크게 나타나며 영업이익률은 2022년 대비 4.4%p 증가한 17%를 달성할 것으로 전망된다.

추가적으로 IDS 2023에서 기대를 모은 신제품인 레이 페이스의 실적기여 여부는 추정이 어려워 이번 실적 추정에 반영하지 않았다. 레이 페이스 판매는 2023년 실적 상향요인이 될 수 있다.

또한, 장비판매가 핵심 비즈니스 모델인 동사의 실적은 통상 매출의 60% 이상이 하반기에 몰리는 계절성이 존재한다. 따라서 분기별 실적의 변동성이 클 수 있고, 특정분기 실적이 이연되거나 저조할 경우 고정비 부담으로 인하여 이익률이 훼손될 수 있다.

표 1. 분기별 실적 전망표

										(십억원, %)		
	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2022	2023F	2024F	
매출액	17.6	31.2	33.0	47.2	27.3	38.6	42.4	60.9	129.0	169.3	206.0	
중국	7.4	7.1	8.8	13.5	7.9	14.1	14.4	17.1	27.2	36.8	53.5	
미국	2.3	5.8	4.6	10.4	5.5	6.4	7.2	15.2	18.5	23.1	34.3	
유럽	1.3	2.5	3.5	5.3	2.5	3.2	3.9	5.5	7.6	12.6	15.0	
아시아	6.4	14.4	15.6	16.0	10.9	13.3	15.4	19.7	34.7	52.4	59.3	
기타	0.3	1.3	0.4	2.1	0.6	1.7	1.5	3.5	41.1	44.3	44.0	
영업이익	-0.9	3.3	4.2	9.6	1.2	6.5	7.6	13.7	16.2	28.9	35.5	
순이익(지배)	-0.3	0.2	2.5	4.8	0.3	4.3	5.1	9.7	7.3	19.4	24.5	
매출 성장률 (%)	18.0	31.7	31.1	77.6	55.1	24.0	28.5	29.0	42.8	31.3	21.7	
중국	43.7	5.0	-14.2	168.8	7.6	97.3	62.9	26.8	35.1	45.3	21.7	
미국	9.7	34.5	12.2	30.8	138.0	9.5	56.7	46.9	25.2	48.5	26.6	
유럽	-28.2	34.8	101.2	146.2	91.8	27.0	9.1	4.4	66.9	19.1	19.7	
아시아	12.6	54.2	80.8	45.8	70.4	-7.6	-1.4	22.5	51.3	13.0	19.1	
영업이익률 (%)	-5.3	10.7	12.9	20.3	4.2	16.7	17.9	22.4	12.6	17.0	17.2	
순이익률 (지배,%)	-2.0	0.5	8.0	10.3	1.1	11.1	12.1	15.9	5.7	11.5	11.9	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

2. 목표주가 산정

목표주가 41,000원과 매수의견으로 동사에 대한 조사분석을 개시한다.

동사의 목표주가는 상대가치기법에 의해 산정하였다. 목표 주가배수는 글로벌 Peer의 12개월 선행 P/E의 평균인 28배를 적용하였다. 글로벌 Peer로는 디지털 덴티스트리를 강조하고, 동사와 사업구조가 비슷한 Align Technology, Dentsply Sirona, Envista, Hefei Meyia를 선정하였다.

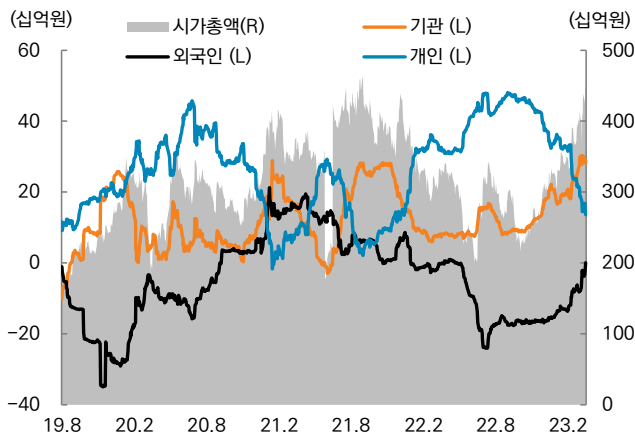
투자의견은 상승여력이 34%인 점을 고려하여 매수로 제시한다. 현재 주가는 12개월 선행 P/E 기준 22배로 동사의 지난 1년 평균(21)배와 유사하다.

표 2. 목표주가 산정

항목	수치	비고
목표 주가배수(배)	27.9	글로벌 Peer의 12개월 선행 P/E 평균
순이익(십억원)	20.6	12개월 선행
주주 가치(십억원)	574.0	
주식수	14,013,707	22년 말 기준
목표주가	41,000	
현재주가	30,550	
상승여력	34.2%	

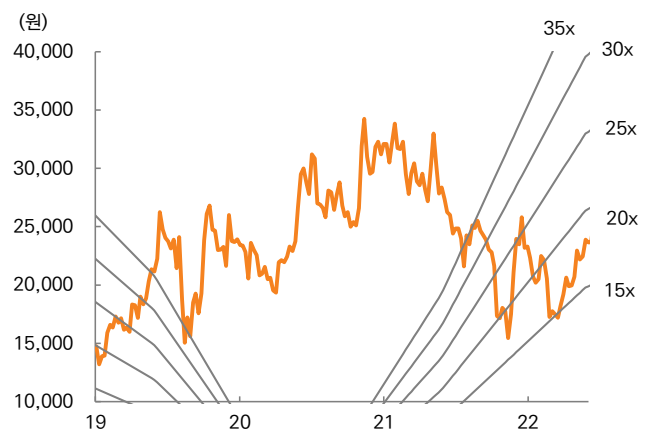
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 23. 투자자별 순매수량 vs. 시가총액 추이



자료: QuantWise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 24. 12개월 선행 P/E 밴드 차트



자료: QuantWise, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 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
얼라인 테크놀로지	30,675	17.2	19.7	21.4	56.6	38.2	32.0	6.4	6.2	5.5	10.0	16.1	16.9	4,826.4	4,960.1	5,583.1
덴츠플라이 시로나	10,456	-	15.2	17.2	27.1	19.8	16.8	2.0	2.0	2.0	-	10.4	12.2	5,068.6	5,088.6	5,284.4
Envista	8,135	12.4	19.0	19.8	27.7	20.0	17.5	2.4	2.4	2.2	5.9	7.3	7.3	3,320.2	3,437.1	3,696.1
허페이 메이야	4,788	31.3	35.1	34.2	39.4	38.2	32.2	13.0	12.0	9.9	26.8	25.6	28.2	322.1	401.4	484.7
레이	428	12.6	18.9	21.9	43.4	23.6	18.7	3.5	2.5	2.0	7.4	15.3	16.5	129.0	169.0	206.0
전체 평균		9.9	21.6	22.9	38.8	28.0	23.4	5.5	5.0	4.3	5.7	14.9	16.2	2,733.3	2,811.2	3,050.8

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

3. 리스크

1) 재무적 리스크: 최근 몇 년간 현금흐름 악화, 23년부터 해소될 것으로 예상

2020년에는 팬더믹으로 인한 실적부진, 2021년~2022년은 사옥 및 공장 매입으로 인한 CAPEX 증가로 2020년부터 현금흐름이 악화되었다. 또한 2022년 들어 운전자본이 618억원(93% YoY)으로 크게 증가하였고, 부채비율도 91%로 전년대비 20%p이상 상승한것도 부담스럽다.

그러나 대형 CAPEX 집행이 마무리되었고, 팬더믹에서 엔더믹으로 전환되며 영업상황도 빠르게 개선되고 있어 현금흐름은 2023년 개선될 가능성이 높다.

2022년말 기준 현금성자산(공정가치금융자산 포함)으로 284억원을 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.

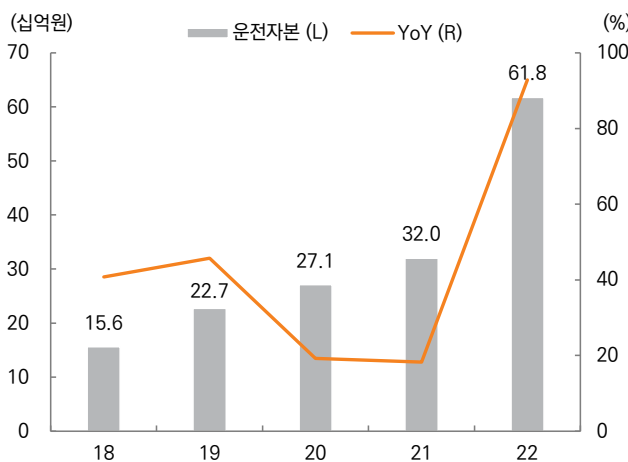
주력시장인 아시아에서 중국 로컬 기업들의 영향력이 커지고 있어 경쟁심화 우려가 있다. 또한, 국내 경쟁사인 바텍에 비해 전체 매출에서 선진국 시장보다 아시아 시장 비중이 크다. 선진국 비중을 앞으로 높여나갈 필요가 있다.

3) 주가 리스크: 단기 주가 급등에 의한 밸류에이션 부담과 차익실현 물량 발생 가능성

동사의 주가는 연초대비 26% 이상 급등하였다. 이로 인해 동사의 밸류에이션은 12개월 선행 P/E 기준 18배에서 22배로 상승하였다. 국내 치과기업들의 평균 12개월 선행 P/E가 13배라는 점에서 단기적으로 밸류에이션 부담이 있다.

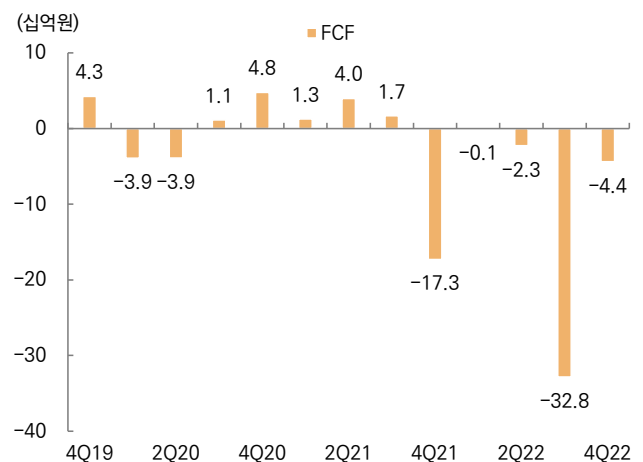
디지털 덴티스트리를 추구하는 동사와 사업구조가 비슷한 글로벌 기업들의 평균 12개월 선행 P/E가 28배라는 점에서 동사의 밸류에이션은 정당화될 수 있으나, 단기적으로 차익실현 물량이나 외부 노이즈 발생시 주가 변동성이 확대될 수 있다.

그림 25. 운전자본(매출채권+재고자산-매입채무) 추이



자료: 레이, 미래에셋증권 리서치센터

그림 26. FCF 추이



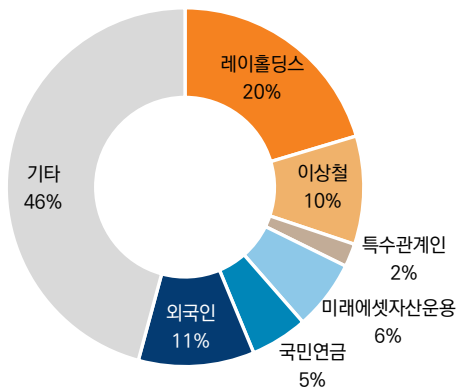
자료: 레이, 미래에셋증권 리서치센터

Appendix

기업소개

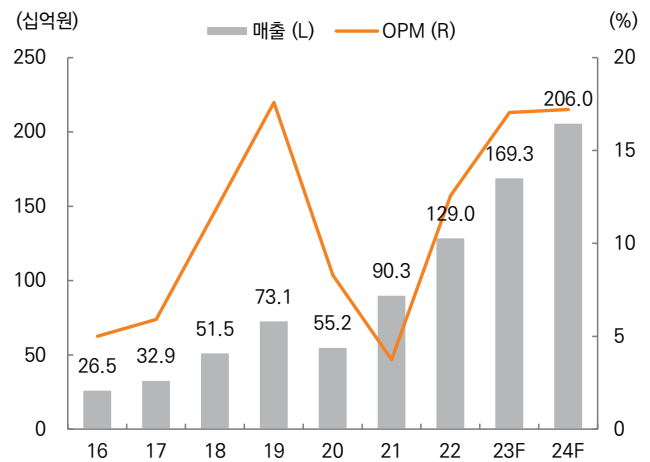
레이는 2004년 설립되어 치과관련 장비와 솔루션을 개발하는 디지털 덴티스트리 기업이다. 영상 장비인 CBCT에서 치기공물 제작기기인 3D프린터와 밀링머신까지 치과치료 전주기를 아우르는 제품 포트폴리오를 구축하였다. 최근에는 구강스캐너와 안면스캐너 등 신제품을 중심으로 디지털 덴티스트리의 영역을 더욱 확대하고 있다.

그림 27. 지분율



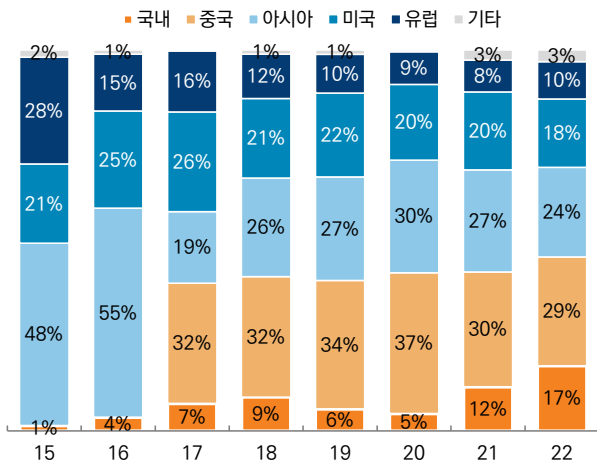
자료: 레이, 미래에셋증권 리서치센터

그림 28. 매출 및 영업이익률 추이



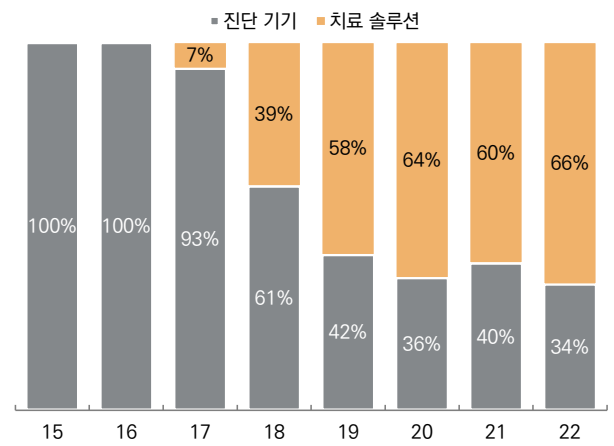
자료: 레이, 미래에셋증권 리서치센터

그림 29. 지역별 매출 비중 추이



자료: 레이, 미래에셋증권 리서치센터

그림 30. 품목별 매출 비중 추이



자료: 레이, 미래에셋증권 리서치센터

레이 (228670)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	129	169	206	251
매출원가	66	85	103	0
매출총이익	63	84	103	251
판매비와관리비	46	56	68	0
조정영업이익	16	29	35	251
영업이익	16	29	35	251
비영업손익	-5	-3	-2	-1
금융손익	-2	-3	-3	-2
관계기업등 투자손익	1	0	0	0
세전계속사업손익	11	26	33	250
계속사업법인세비용	4	6	8	62
계속사업이익	8	19	24	187
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	8	19	24	187
지배주주	8	19	24	187
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	9	19	24	187
지배주주	9	19	24	187
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	23	37	43	258
FCF	-40	20	13	191
EBITDA 마진율 (%)	17.8	21.9	20.9	102.8
영업이익률 (%)	12.4	17.2	17.0	100.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	6.2	11.2	11.7	74.5

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	-8	30	21	192
당기순이익	8	19	24	187
비현금수익비용가감	14	17	19	71
유형자산감가상각비	5	5	6	5
무형자산상각비	2	2	2	2
기타	7	10	11	64
영업활동으로인한자산및부채의변동	-27	3	-11	-2
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-29	5	-6	-1
재고자산 감소(증가)	5	-8	-11	-9
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-4	2	2	3
법인세납부	-2	-6	-8	-62
투자활동으로 인한 현금흐름	-23	-13	-11	-5
유형자산처분(취득)	-29	-10	-8	-1
무형자산감소(증가)	-1	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-4	-3	-3	-4
기타투자활동	11	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	17	1	1	1
장단기금융부채의 증가(감소)	24	1	1	1
자본의 증가(감소)	1	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-8	0	0	0
현금의 증가	-14	18	11	195
기초현금	32	17	35	46
기말현금				

자료: 레이, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

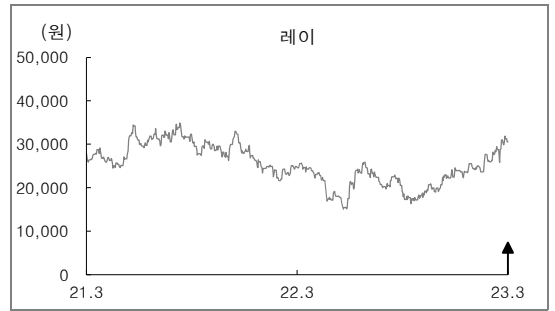
(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	101	123	152	358
현금 및 현금성자산	17	35	46	241
매출채권 및 기타채권	48	43	49	50
재고자산	22	30	41	50
기타유동자산	14	15	16	17
비유동자산	121	126	129	119
관계기업투자등	7	7	7	0
유형자산	50	55	57	53
무형자산	30	28	26	25
자산총계	222	249	281	477
유동부채	62	68	74	81
매입채무 및 기타채무	11	14	17	20
단기금융부채	45	46	46	47
기타유동부채	6	8	11	14
비유동부채	43	45	47	49
장기금융부채	37	37	37	37
기타비유동부채	6	8	10	12
부채총계	106	113	121	130
지배주주지분	116	136	160	347
자본금	7	7	7	7
자본잉여금	72	72	72	72
이익잉여금	28	47	71	259
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	116	136	160	347

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	43.4	23.2	18.4	2.4
P/CF (x)	15.9	12.2	10.4	1.7
P/B (x)	3.0	3.3	2.8	1.3
EV/EBITDA (x)	17.3	12.8	10.6	1.0
EPS (원)	551	1,319	1,664	12,776
CFPS (원)	1,499	2,498	2,946	17,643
BPS (원)	7,972	9,262	10,926	23,702
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	31.3	21.7	22.0
EBITDA증가율 (%)	147.8	62.2	18.0	498.8
조정영업이익증가율 (%)	378.4	78.0	22.9	609.1
EPS증가율 (%)	-	139.4	26.2	667.7
매출채권 회전을 (회)	3.6	3.8	4.6	5.2
재고자산 회전을 (회)	7.7	6.5	5.8	5.5
매입채무 회전을 (회)	11.2	9.7	9.4	0.0
ROA (%)	4.0	8.2	9.2	49.4
ROE (%)	7.3	15.3	16.5	73.8
ROIC (%)	10.9	15.7	18.3	122.8
부채비율 (%)	91.0	83.6	75.5	37.4
유동비율 (%)	161.8	180.3	205.6	443.3
순차입금/자기자본 (%)	55.2	26.1	15.5	-48.9

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
레이 (228670)				
2023.03.28	매수	41,000	-	-



* 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 주가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(-), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
85.18%	8.89%	5.19%	0.74%

* 2022년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사의 애널리스트는 자료 작성일 기준으로 1개월 이내에 레이 의 기업설명회 등에 해당 법인의 비용으로 참석한 사실이 있습니다.
- 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.