

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

MIRAE ASSET
 미래에셋증권

043150 · 의료장비 및 용품

바텍

북미 영업강화와 유럽 신제품으로 성장성 회복 기대

(유지)

매수

목표주가

44,000원

상승여력

45.2%

현재주가(24/2/6)

30,300원

KOSDAQ	807.03	시가총액(십억원)	450	발행주식수(백만주)	15	외국인 보유비중(%)	27.8
--------	--------	-----------	-----	------------	----	-------------	------

Report summary

매출액 시장기대치 부합했으나, 영업이익은 시장기대치 하회하는 실적 달성

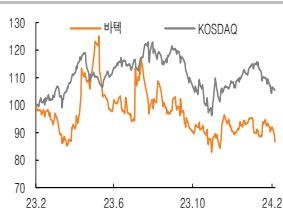
동사의 매출액은 국내와 북미 시장이 선전하며 전년 대비 3% 증가했다. 영업이익은 해외법인 인센티브 및 각종 판관비 증가로 전년 대비 33% 감소하며 영업이익률은 13.6%에 그쳤다.

현 주가는 12개월 선행 P/E 7배로 동사의 지난 3년 평균(8배) 및 글로벌 Peer(19배) 대비 저평가

동사는 팬데믹 기간 고성장에도 따른 기저효과로 2023년 전년 대비 역성장을 기록했다. 그러나 북미 지역 신규 유통사인 Henry Schein과 북미 DSO 사업을 확대하기로 하였고, 2024년 상반기 유럽에서 Green X12가 허가를 받을 것으로 기대된다는 점에서 2024년에는 성장세를 회복할 것으로 예상된다. 동사는 치과 회사 중 가장 낮은 밸류에이션으로 평가받고 있다. 밸류에이션 리레이팅을 위해서 성장성을 회복하거나 디지털 덴티스트리 사업의 가시성 등이 필요해 보인다.

Key data

Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	-3.8	-14.6	-11.8
상대주가	4.7	-2.9	-16.8

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	339	395	387	411	445
영업이익 (십억원)	66	80	65	75	82
영업이익률 (%)	19.5	20.3	16.8	18.2	18.4
순이익 (십억원)	51	77	54	61	73
EPS (원)	3,449	5,176	3,613	4,131	4,932
ROE (%)	20.7	24.7	14.3	14.2	14.7
P/E (배)	10.2	6.3	9.2	7.6	6.3
P/B (배)	1.9	1.4	1.2	1.0	0.9
배당수익률 (%)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 바텍, 미래에셋증권 리서치센터

4Q23 Review

매출액은 시장기대치를 부합했으나, 영업이익은 시장기대치를 하회하는 실적 달성

동사의 4Q23 매출액은 전년 대비 3% 증가한 1,067억원으로 시장기대치에 부합했다. 품목별(별도 기준)로는 2D 제품이 전년 대비 4% 감소한 78억원을, 3D 제품이 전년 대비 7% 증가한 438억원, 기타 제품이 전년 대비 2% 증가한 131억원을 기록했다.

지역별(연결 기준)로는 국내가 전년 대비 18% 증가한 99억원, 중국이 전년 대비 30% 감소한 32억원, 북미 시장은 헨리쉐인 효과로 전년 대비 17% 증가한 374억원을 기록했다. 아시아(국내, 중국 제외)는 전년 대비 7% 감소한 159억원을 기록했다. 유럽 시장은 전년 대비 11% 감소한 267억원을 기록했다. 기타 시장은 전년 대비 23% 증가한 137억원을 기록했다.

다만, 영업이익은 전년 대비 33% 감소한 146억원을 기록하며 시장기대치를 하회했다. 가장 큰 원인은 해외법인 인센티브 증가로 인건비가 전분기 대비 약 40억원 증가했기 때문이다. 연구개발비(15억원 QoQ), 판매보증비(10억원 QoQ), 판촉비(10억원 QoQ) 등 다른 비용들도 전분기 대비 상승했다. 이로 인해 영업이익률은 전년 대비 7.5%p감소한 13.6%를 기록했다. 영업외비용으로 지분법으로 인식하는 레이언스의 부진과 해외법인의 영업권 상각이 반영되며 순이익은 전년 대비 72% 감소한 47억원을 기록했다.

밸류에이션 및 투자전략

목표주가 44,000원 및 매수의견 유지

동사는 팬데믹 기간(20~22년) 연평균 13%의 고성장을 기록했다. 이로 인해 실적의 기저(base)가 높아진 상황에서 최근 고금리로 인해 주력인 미국과 유럽 시장에서 신규 수요가 위축되고 있으며, 경기불확실성 확대로 중국 매출이 팬데믹 초기 수준까지 하락하며 2023년은 전년보다 역성장했다.

그러나 2024년에는 북미 지역 신규 유통사인 Henry Schein과 북미 DSO 사업을 확대하기로 하였고, 2024년 상반기 유럽에서 Green X12가 허가를 받을 것으로 기대된다는 점에서 2024년에는 성장세를 회복할 것으로 예상된다. 2024년 매출은 4,112억원(+6% YoY), 영업이익 745억원(14% YoY, OPM 18%)을 기록할 것으로 예상된다.

현 주가는 12개월 선행 P/E 7배로 동사의 지난 3년 평균(8배) 및 글로벌 Peer(19배) 대비 저평가 상태다. 동사는 치과 회사 중 가장 낮은 밸류에이션으로 평가받고 있다. 밸류에이션 리레이팅을 위해서 성장성을 회복하거나 디지털 덴티스트리 사업의 가시성 등이 필요해 보인다.

표 1. 4Q23 실적 비교표

(십억원, %, %p)

	4Q22	3Q23	4Q23P			성장률	
			잠정치	미래에셋증권	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	103.3	87.7	106.7	109.4	106.3	3.3	21.8
영업이익	21.9	17.0	14.6	21.2	22.1	-33.5	-14.1
영업이익률 (%)	21.2	19.3	13.6	19.4	20.7	-7.5	-5.7
순이익	16.6	17.6	4.7	17.5	19.3	-71.6	-73.3

주: K-IFRS 기준

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 수익예상 변경표

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	23F	24F	23F	24F	23F	24F	
매출액	390.0	420.5	387.3	411.2	-0.7	-2.2	4Q23 실적반영
영업이익	72.0	79.5	65.4	74.5	-9.2	-6.3	
순이익	66.4	69.2	53.7	61.4	-19.2	-11.3	레이언스 추정치 변경
EPS (KRW)	4,470	4,656	3,613	4,131	-19.2	-11.3	

주: K-IFRS 기준

자료: 미래에셋증권 리서치센터

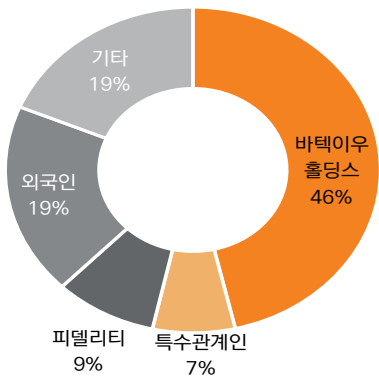
표 3. 분기별 실적 전망표

(십억원, %)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	2022	2023P	2024F
매출액	86.0	106.7	99.1	103.3	91.0	102.0	87.7	106.7	395.1	387.3	411.2
국내	8.6	9.4	8.3	8.4	7.6	10.4	8.8	9.9	34.6	36.7	35.8
아시아	19.4	24.4	25.9	21.6	18.4	22.7	19.4	19.0	91.3	79.5	84.2
북미	20.2	28.8	23.5	32.1	21.6	23.5	22.6	37.4	104.6	105.1	115.9
유럽	27.2	32.0	27.5	30.1	29.0	31.5	24.3	26.7	116.8	111.4	115.6
기타	10.6	12.1	14.0	11.1	14.4	13.9	12.6	13.7	47.8	54.7	59.7
영업이익	15.2	23.0	19.5	21.9	14.1	19.8	17.0	14.6	79.6	65.4	74.5
순이익(지배)	14.3	22.7	23.3	16.6	14.4	16.9	17.6	4.7	76.9	53.7	61.4
매출성장률	14.6	25.5	19.1	7.8	5.8	-4.4	-11.5	3.3	16.5	-2.0	6.2
국내	-6.1	-0.8	5.4	-6.7	-11.1	11.4	6.2	17.8	-2.3	6.1	-2.5
아시아	-4.7	15.6	2.0	3.6	-5.1	-6.9	-25.2	-12.0	4.1	-12.9	6.0
북미	18.0	34.5	15.3	9.8	6.7	-18.5	-3.9	16.6	18.7	0.4	10.3
유럽	27.3	31.5	33.1	6.3	6.3	-1.6	-11.5	-11.3	23.4	-4.6	3.8
기타	50.7	39.4	56.2	32.4	36.4	14.6	-9.7	23.2	44.5	14.3	9.1
영업이익률 (%)	17.7	21.6	19.7	21.2	15.5	19.4	19.3	13.6	20.2	16.9	18.1
순이익률 (지배, %)	17.5	21.9	23.9	16.0	16.1	17.0	20.9	4.5	19.5	13.9	14.9

자료: 바텍, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 지분율



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 주요 투자자별 순매수량 vs. 시가총액 추이

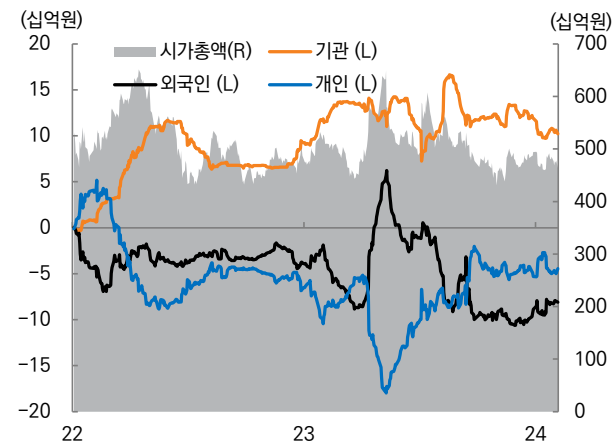
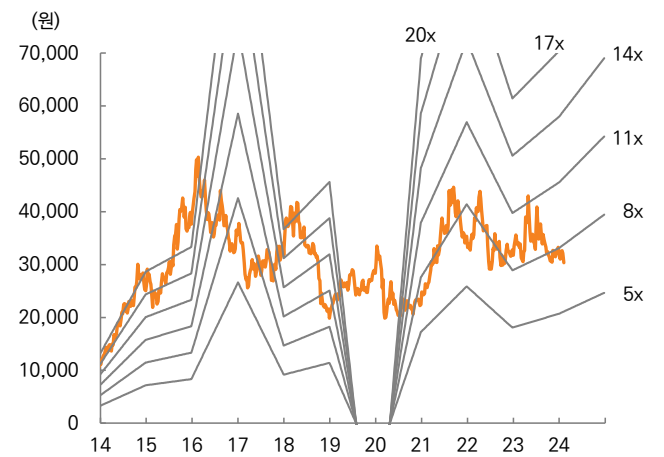


그림 3. 12개월 FWD PER 밴드차트



자료: QuantWise, 미래에셋증권 리서치센터

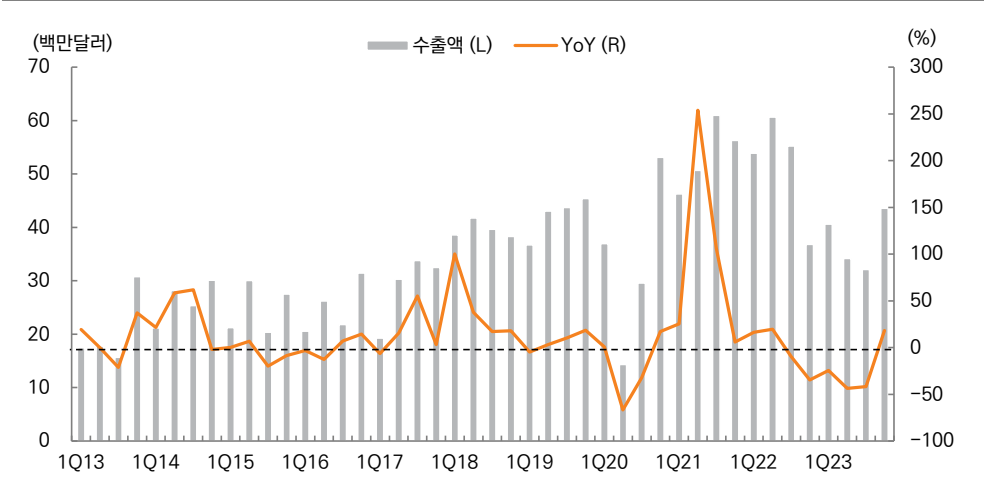
자료: QuantWise, 미래에셋증권 리서치센터

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
슈트라우만 홀딩	33,209	23.1	24.5	25	57.9	46.4	40.4	9.2	9	8.3	20.6	22.3	22.6	3,139	3,730	4,048
얼라인 테크놀로지	28,093	17.2	16.7	20	36.8	45.8	29.9	3.9	5.5	5.2	9.7	12.3	17.1	4,826	5,047	5,420
헨리 셰인	13,020	5.9	6.7	7.3	16.1	16.5	14.5	0.8	0.8	0.8	12.3	14.7	14.9	16,344	16,441	17,260
덴츠플라이 시로나	9,398	-23.9	14.3	15.4	30.6	18.3	16.2	1.8	1.8	1.8	-6.1	11	11.4	5,069	5,215	5,312
Envista	5,418	12.4	16.8	17	19.3	15	14.5	1.5	1.6	1.6	4.6	5.9	5.9	3,320	3,424	3,482
허페이 메이야	2,766	34.8	35.9	35.8	20.2	18.9	16.7	6.6	6.3	5.4	29.2	29	30.8	406	438	505
Angel Align	1,489	16.1	-1.5	7.3	37.2	102.9	41.3	6.3	5.7	4.8	6.2	2	5.5	244	261	312
덴티움	1,225	35.3	32.1	33.4	13.2	12.1	9.2	2.6	3.2	2.7	17.8	21.9	22.9	356	383	458
Zimvie	628	-10.4	6.9	7.3	-	-	-	0.5	0.5	0.6	-12.3	3.8	7.7	1,181	1,138	1,122
바텍	450	20.2	16.9	19.1	7.1	8.4	6.4	1.2	1.2	1.1	20.5	17.8	15.7	395	387	417
디오	317	-3.4	22.2	23.7	-	11.4	9.2	2	1.8	1.6	-4.4	12.4	13.5	131	178	200
레이	289	12.6	8.8	15.5	40.7	28.7	12.8	2	1.9	1.5	6.1	7.5	15.2	129	151	191
전체 평균		11.7	16.7	18.9	27.9	29.5	19.2	3.2	3.3	3.0	8.7	13.4	15.3	2,962	3,066	3,227

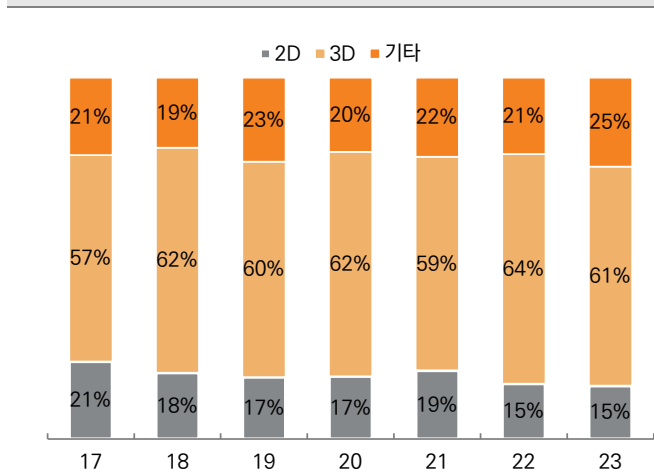
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 치과장비 수출 추이(경기도 화성시)



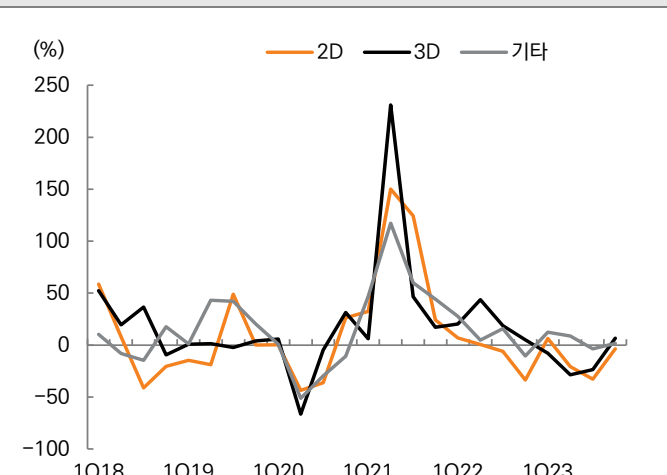
자료: KITA, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 품목별 매출 비중 (별도 기준)



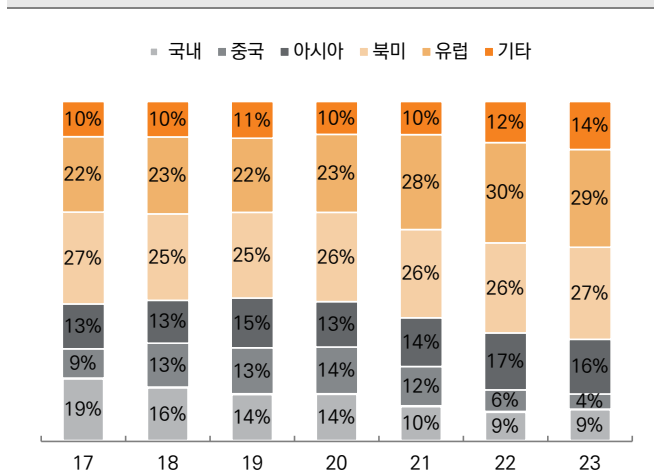
자료: 바텍, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 품목별 매출 성장률 추이 (별도 기준)



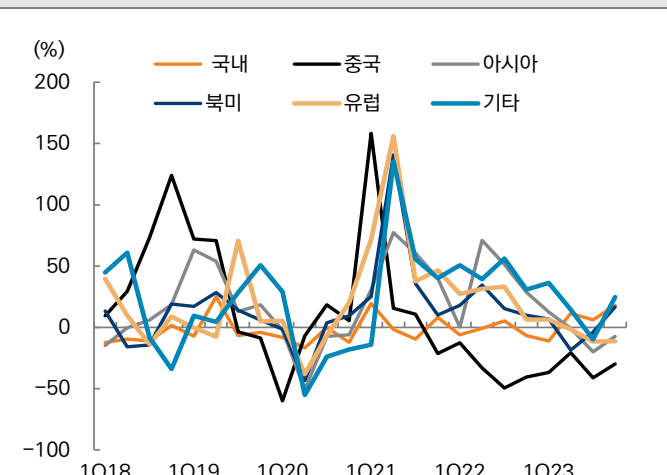
자료: 바텍, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 지역별 매출 비중 (연결 기준)



자료: 바텍, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 지역별 매출 성장률 추이 (연결 기준)



자료: 바텍, 미래에셋증권 리서치센터

바텍 (043150)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	395	387	411	445
매출원가	190	181	191	206
매출총이익	205	206	220	239
판매비와관리비	126	141	146	157
조정영업이익	80	65	75	82
영업이익	80	65	75	82
비영업손익	18	4	8	11
금융손익	1	2	4	7
관계기업등 투자손익	15	-1	4	4
세전계속사업손익	98	69	83	93
계속사업법인세비용	19	14	21	19
계속사업이익	79	55	62	74
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	79	55	62	74
지배주주	77	54	61	73
비지배주주	2	1	1	1
총포괄이익	81	57	62	74
지배주주	79	54	58	69
비지배주주	2	2	4	5
EBITDA	91	79	88	94
FCF	19	7	44	67
EBITDA 마진율 (%)	23.0	20.4	21.4	21.1
영업이익률 (%)	20.3	16.8	18.2	18.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	19.5	14.0	14.8	16.4

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	270	318	388	468
현금 및 현금성자산	70	78	116	176
매출채권 및 기타채권	72	94	106	113
재고자산	99	111	128	139
기타유동자산	29	35	38	40
비유동자산	241	271	274	278
관계기업투자등	78	85	92	99
유형자산	82	114	109	105
무형자산	9	2	1	1
자산총계	511	589	662	746
유동부채	101	113	122	132
매입채무 및 기타채무	52	61	66	72
단기금융부채	8	14	14	15
기타유동부채	41	38	42	45
비유동부채	47	57	60	63
장기금융부채	19	26	26	26
기타비유동부채	28	31	34	37
부채총계	148	171	182	195
지배주주지분	349	403	462	534
자본금	7	7	7	7
자본잉여금	4	4	4	4
이익잉여금	335	387	447	519
비지배주주지분	14	16	17	18
자본총계	363	419	479	552

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	33	50	52	75
당기순이익	79	55	62	74
비현금수익비용가감	31	34	26	20
유형자산감가상각비	11	13	13	12
무형자산상각비	1	1	0	0
기타	19	20	13	8
영업활동으로인한자산및부채의변동	-52	-18	-19	-7
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-31	-16	-12	-7
재고자산 감소(증가)	-23	-16	-17	-11
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	2	8	4	4
법인세납부	-25	-21	-21	-19
투자활동으로 인한 현금흐름	-36	-41	-11	-11
유형자산처분(취득)	-14	-43	-8	-8
무형자산감소(증가)	0	7	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-7	-2	-3	-3
기타투자활동	-15	-3	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-11	6	-1	-1
장단기금융부채의 증가(감소)	5	13	1	1
자본의 증가(감소)	-1	0	0	0
배당금의 지급	-1	-1	-1	-1
기타재무활동	-14	-6	-1	-1
현금의 증가	-16	8	38	60
기초현금	86	70	78	116
기말현금	70	78	116	176

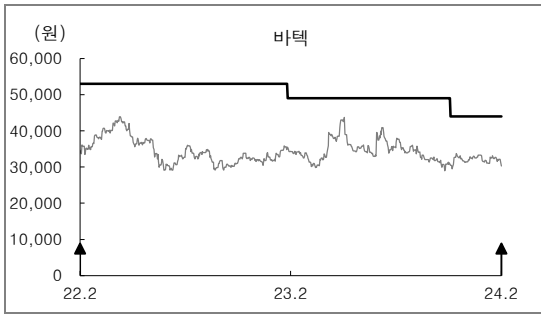
자료: 바텍, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	6.3	9.2	7.6	6.3
P/CF (x)	4.5	5.6	5.3	4.9
P/B (x)	1.4	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA (x)	4.8	5.7	4.3	3.4
EPS (원)	5,176	3,613	4,131	4,932
CFPS (원)	7,347	5,985	5,903	6,316
BPS (원)	23,514	27,085	31,116	35,948
DPS (원)	100	100	100	100
배당성향 (%)	1.9	2.7	2.4	2.0
배당수익률 (%)	0.3	0.3	0.3	0.3
매출액증가율 (%)	16.5	-2.0	6.2	8.1
EBITDA증가율 (%)	21.0	-13.1	10.7	7.0
조정영업이익증가율 (%)	21.5	-17.9	14.0	9.5
EPS증가율 (%)	50.1	-30.2	14.3	19.4
매출채권 회전율 (회)	6.2	4.7	4.1	4.1
재고자산 회전율 (회)	4.5	3.7	3.4	3.3
매입채무 회전율 (회)	4.6	4.0	3.7	3.7
ROA (%)	16.9	10.0	9.9	10.5
ROE (%)	24.7	14.3	14.2	14.7
ROIC (%)	35.4	21.7	20.0	22.4
부채비율 (%)	40.6	40.8	38.1	35.3
유동비율 (%)	268.0	280.6	316.5	354.6
순차입금/자기자본 (%)	-17.3	-14.4	-20.7	-29.1
조정영업이익/금융비용 (x)	50.5	29.5	27.1	29.3

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
바텍 (043150)				
2023.11.10	매수	44,000	-	-
2023.02.01	매수	49,000	-29.46	-10.82
2022.08.11	1년 경과 이후	53,000	-39.04	-32.36
2021.08.11	매수	53,000	-29.82	-13.68



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자 의견 분류 및 적용 기준

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 약화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

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

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
88.55%	6.63%	4.22%	0.6%

* 2023년 12월 31일 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.