



Portfolio에 약이되는 Analyst 김미현입니다.

(02)3770-3547 miriam.kim@tongyang.co.kr



바텍 (043150)

GE Healthcare 계약으로 기술력 입증



Why This Report

지난 주부터 신종시장에 대한 우려로 한국 주식의 하락폭이 매우 컸습니다. 개인적으로도 자산이나 직업상으로 매우 우울한 뉴스인데요. 바텍의 경우, 지난 금요일에 글로벌 의료기기 회사인 GE Healthcare 에 유방암진단기기 일부 모델을 매각하는 좋은 뉴스가 있었음에도, 주식시장이 안좋은 관계로 주가에 별다른 영향을 미치지는 못했습니다. 하루 빨리 금융시장이 안정화되기를 바라면서, 2분기 어닝시즌을 맞아야할 것 같습니다.

투자의견: BUY (M)
목표주가: 21,000원 (M)

의료기기

주가	15,300원
자본금	74억원
시가총액	2,273억원
주당순자산	6,063원
부채비율	128.09%
총발행주식수	14,854,256주
60일 평균 거래대금	66억원
60일 평균 거래량	394,577주
52주 고	19,400원
52주 저	6,130원
외인지분율	1.33%
주요주주	바텍이우홀딩스 외 7인
	46.70%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	(10.3)	7.7	139.4
상대	(1.3)	12.6	123.0
절대(달러환산)	(13.7)	4.1	138.8



자료: Datastream

Investment Point

글로벌 의료기기 회사 GE Healthcare 에 유방암 진단기기 자산 매각

- ▶ 지난 21일 동사의 주요 자회사인 레이언스(지분율 50.3%)는 여성용 유방촬영용 엑스선 장치(Mammography) 일부 모델인 Sizgraphy EVA 와 관련된 유무형 자산(지적재산권 포함)을 글로벌 의료기기 회사인 GE Healthcare 에 양도하는 계약을 체결하였다.
- ▶ 또한 GE Healthcare 는 레이언스와 CMOS 디텍터 공급계약을 별도로 체결하여, 향후 레이언스는 CMOS 디텍터의 안정적인 글로벌 공급처를 확보하게 되었다. TFT Detector 및 CMOS Detector 제조기술을 모두 보유한 기업은 레이언스를 포함하여 전세계 단 2개사로 알려져 있으며, 레이언스는 현재 TFT Detector 는 주로 외부 고객사에, CMOS Detector 는 바텍(내부매출)에 판매하고 있다.

양호한 2분기 실적 및 조만간 PaX-i 2D 중국 허가 기대

- ▶ 한편 동사의 2분기 매출은 약 500억원(+24.0% QoQ)으로 추정되어 양호한 실적이 기대된다. 신제품 PaX-i 2D 에 대한 중국 인증이 예상보다 빠른 7~8월경 이루어질 전망이다, 미국과 독일에선 선진시장을 타겟으로 개발된 저선량 제품 PaX-i 3D Green 에 대한 반응이 긍정적이다.

투자의견 BUY, 목표주가 21,000원 유지

- GE Healthcare와의 계약으로 Detector 부문 기술력 확인, CMOS 공급계약도 체결
- 2분기 양호한 실적 및 PaX-i 2D 중국 허가 조만간 기대

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(단위: 억원, 원, %, 배)

결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	1,496	1,759	2,104	2,412	2,655
매출액증가율	4.9	17.5	19.6	14.7	10.1
영업이익	1	120	255	321	385
영업이익률	0.1	6.8	12.1	13.3	14.5
지배주주귀속 순이익	20	60	128	165	203
지배주주 귀속 EPS	138	405	864	1,114	1,365
증가율	-81.4	193.5	113.3	28.9	22.5
PER	69.1	20.0	17.7	13.7	11.2
PBR	1.8	1.5	2.5	2.2	1.8
EV/EBITDA	35.9	9.9	9.6	8.2	7.1
ROA	1.2	3.2	6.0	7.0	7.8
ROE	2.6	7.9	15.7	17.4	18.1

주: 영업이익=매출총이익-판매비 / 자료: 동양증권

■ **글로벌 의료기기 회사 GE Healthcare 에 유방암 진단기기 자산 매각**

지난 21일 동사의 주요 자회사인 레이언스(지분율 50.3%)는 여성용 유방촬영용 엑스선 장치(Mammography) 일부 모델인 Sizgraphy EVA 와 관련된 유무형 자산(지적재산권 포함)을 글로벌 의료기기 회사인 GE Healthcare 에 양도하는 계약을 체결하였다. 이번 자산양수도 계약의 대금은 약 172억원으로 레이언스의 비영업이익으로 반영될 것이며, 관련 법령상 정부승인 등의 통상적인 선행조건이 충족되면 오는 3분기 중 거래 종결될 예정이다.

이번 인수 계약이 마무리되면 레이언스의 Mammography System 자산은 GE Healthcare 의 진단 가이드 솔루션 (Detection & Guidance Solutions, DGS) 사업 부문에 속하게 된다. GE Healthcare 는 새롭게 부상하고 있는 개발도상국들의 역동적인 헬스케어 시장 및 약 2억불에 달하는 전 세계 보급형 Mammography 시장을 공략하기 위하여 이번 인수를 결정하였다고 발표하였다. 이번 양수도 계약은 GE Korea 의 ‘한국에서, 한국을 통해, 세계로 (In Korea, For the World)’ 성장 전략의 일환으로서 추진되었으며, 우수한 Mammography 기술력을 지닌 한국 기업을 발굴, 앞으로 세계 Mammography 시장에서 활약하게 될 제품을 한국에서 개발, 생산하게 된다는 점에서 의미가 크다.

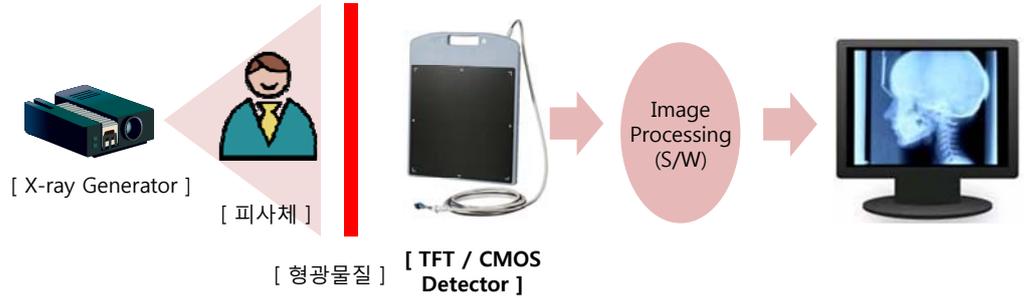
또한 GE Healthcare 는 레이언스와 CMOS 디텍터 공급계약을 별도로 체결하여, 향후 레이언스는 CMOS 디텍터의 안정적인 글로벌 공급처를 확보하게 되었다. 레이언스는 이번 매각 대금을 디텍터를 비롯한 X-ray 핵심 부품 개발 및 제조라인 증설 등에 투자할 계획이다. 참고로 올해 레이언스는 70억 규모의 Capex 를 계획하고 있다.

참고로 동사는 자회사 레이언스를 통하여 Digital X-ray Detector 사업을 영위하고 있는데, 바텍은 전세계 X-ray System 제조사 중 최초로 X-ray Detector 수직계열화에 성공하였다. Digital X-ray Detector 는 Digital X-ray System 의 핵심부품으로 제조원가의 약 30%를 차지하고 있으며, 다음과 같이 두 가지 종류가 있다: 1) TFT Detector(FPD, Flat Panel Detector), 2) CMOS(Complementary Metal-oxide Semiconductor) Detector. TFT Detector 및 CMOS Detector 제조기술을 모두 보유한 기업은 레이언스를 포함하여 전세계 단 2개사로 알려져 있으며, 레이언스는 현재 TFT Detector 는 주로 외부 고객사에, CMOS Detector 는 바텍(내부매출)에 판매하고 있다.

■ **양호한 2분기 실적 및 조만간 PaX-i 2D 중국 허가 기대**

한편 동사의 2분기 매출은 약 500억원(+24.0% QoQ)으로 추정되어 양호한 실적이 기대된다. 신제품 PaX-i 2D 에 대한 중국 인증이 예상보다 빠른 7~8월경 이루어질 전망이며, 미국과 독일에선 선진시장을 타겟으로 개발된 저선량 제품 PaX-i 3D Green 에 대한 반응이 긍정적이다.

X-ray Detector 개념도



자료: 동양증권 리서치센터

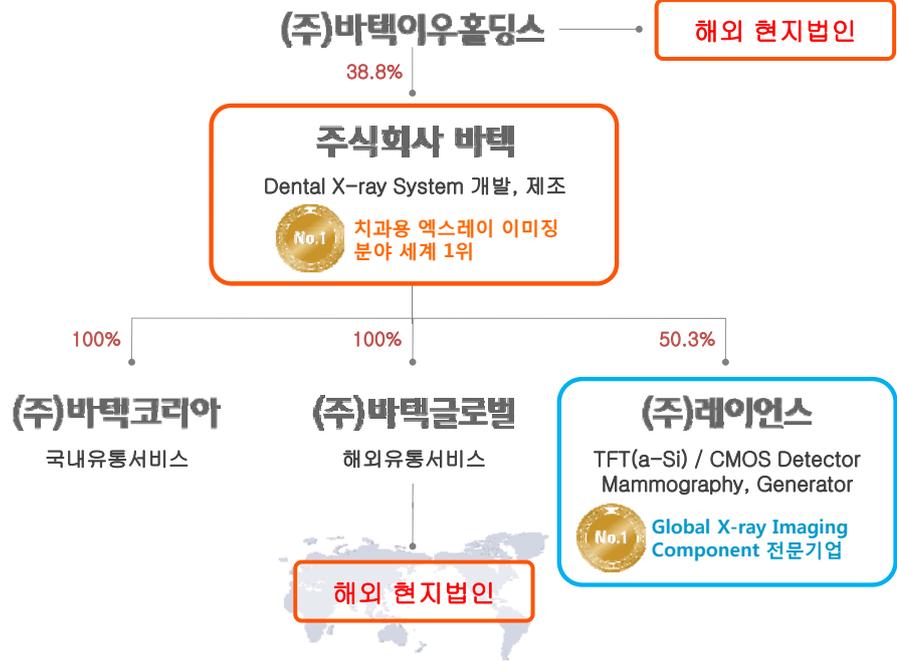
	1Q12	1Q13	YoY	Vatech	Vatech Global	Vatech Korea	Rayence	Overseas	2012	2013F(동양)
매출액	396	403	1.8%	195	202	78	185	80	1,759	2,104
매출원가	253	235	-7.1%	151	175	51	113	59	1,125	1,119
COGS%	63.9%	58.3%		77.4%	86.6%	65.4%	61.1%	73.8%	64.0%	53.2%
매출총이익	143	168	17.5%	44	27	27	72	21	634	984
판매비	124	139	12.1%	25	35	28	38	24	514	730
SG&A%	31.3%	34.5%		12.8%	17.3%	35.9%	20.5%	30.0%	29.2%	34.7%
영업이익	19	30	53.4%	19	-8	-1	34	-3	120	255
OPM%	4.9%	7.3%		9.7%	-4.0%	-1.3%	18.4%	-3.8%	6.8%	12.1%
비영업손익	5	-6	NA						-41	-30
세전계속사업이익	24	24	0.0%						79	225
법인세비용	5	5	0.0%						26	50
Tax Rate%	20.8%	20.8%							33%	22%
당기순이익	19	19	0.0%	18	-12	-0	31	-4	53	175
NPM%	4.8%	4.7%		9.2%	-5.9%	-0.4%	16.8%	-5.0%	3.0%	8.3%
지배주주 순이익	20	10	-52.0%	18	-12	-0	28	-4	60	128
NPM%(CI)	5.1%	2.4%		9.2%	-5.9%	-0.4%	15.1%	-5.0%	3.4%	6.1%

주: 올해부터 분기 연결기준 실적 발표 / 바텍은 X-ray System 제조, Rayence는 X-ray Detector 제조, 나머지 계열사는 국내외 판매 담당임 / 종속회사 실적은 내부거래 제거 전 수치임
 자료: 동양증권 리서치센터

	시총	매출액	YoY%	영업이익	YoY%	OPM%	순이익	ROE (배)	PER (배)	Premium (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	수출 (%)	덴탈사업 매출비중	수익률 (YTD%)	시장수익률 (YTD%)
Sirona (독일)	3,516	909	18.6	195	25.6	21%	168	15.8	21.7	46.8	3.4	14.5	44%	100%	-0.7	11.6
Danaher (미국)	43,024	16,319	21.9	2,720	25.8	17%	1,974	12.4	22.0	52.6	2.5	12.8	66%	11%	11.1	11.7
평균								14.1	21.9	49.7	2.9	13.7	55%	56%	5.2	11.6

자료: Bloomberg, 동양증권 리서치센터

바텍 지배구조



자료: 동양증권 리서치센터

바텍 (043150) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	1,496	1,759	2,104	2,412	2,655
매출원가	985	1,125	1,119	1,254	1,349
매출총이익	511	634	984	1,158	1,306
판매비	510	514	730	837	921
영업이익	1	120	255	321	385
EBITDA	46	174	317	379	440
영업외손익	10	-42	-30	-35	-38
외환관련손익	-2	-43	-20	-20	-20
이자손익	-16	-22	-30	-31	-31
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	28	23	20	16	12
법인세비용차감전순손익	11	79	225	286	347
법인세비용	-5	26	49	63	76
계속사업순손익	16	53	175	223	271
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	16	53	175	223	271
지배지분순이익	20	60	128	165	203
포괄순이익	-34	54	177	224	272
지배지분포괄이익	-30	61	198	252	305

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
유동자산	1,111	1,317	1,431	1,567	1,733
현금및현금성자산	134	127	43	1	27
매출채권 및 기타채권	558	672	796	910	1,001
재고자산	270	359	429	492	542
비유동자산	600	683	847	914	986
유형자산	278	423	526	531	538
관계기업등 지분관련자산	0	0	76	152	228
기타투자자산	28	34	34	34	34
자산총계	1,711	2,000	2,278	2,481	2,719
유동부채	781	925	922	952	973
매입채무 및 기타채무	397	343	342	371	392
단기차입금	344	544	544	544	544
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	184	207	357	357	357
장기차입금	126	116	266	266	266
사채	0	0	0	0	0
부채총계	964	1,133	1,279	1,309	1,330
지배지분	755	758	872	1,024	1,214
자본금	74	74	74	74	74
자본잉여금	273	232	232	232	232
이익잉여금	430	478	592	743	931
비지배지분	-8	110	126	148	176
자본총계	747	867	999	1,173	1,389
순차입금	224	415	650	691	666
총차입금	470	661	811	811	811

결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	22	11	29	124	196
당기순이익	16	53	175	223	271
감가상각비	24	33	47	45	43
외환손익	24	58	20	20	20
종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-31	-146	-204	-152	-124
기타현금흐름	-12	14	-9	-11	-13
투자활동 현금흐름	-70	-164	-218	-118	-118
투자자산	59	-76	-76	-76	-76
유형자산 증가 (CAPEX)	-166	-63	-150	-50	-50
유형자산 감소	31	1	0	0	0
기타현금흐름	6	-25	8	8	8
재무활동 현금흐름	115	147	137	-13	-13
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	132	157	150	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-15	-11	-15	-15	-15
기타현금흐름	-2	1	1	1	1
연결범위변동 등 기타	2	2	-35	-35	-40
현금의 증감	70	-4	-87	-42	26
기초 현금	64	134	130	43	1
기말 현금	134	130	43	1	27
NOPLAT	2	120	255	321	385
FCF	-151	-75	-93	106	181

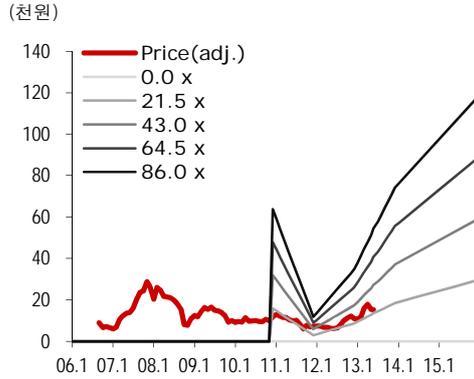
자료: 동양증권

- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함
- 4. 2010년 이전은 K-GAAP 기준, 2011년 이후는 K-IFRS 기준임

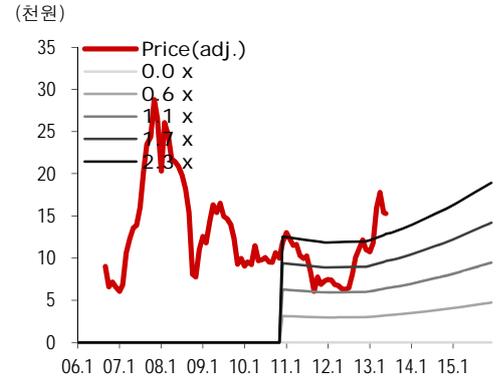
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
EPS	138	405	864	1,114	1,365
BPS	5,234	5,290	6,063	7,086	8,360
EBITDAPS	306	1,171	2,135	2,551	2,959
SPS	10,073	11,841	14,161	16,236	17,876
DPS	100	100	100	100	150
PER	69.1	20.0	17.7	13.7	11.2
PBR	1.8	1.5	2.5	2.2	1.8
EV/EBITDA	35.9	9.9	9.6	8.2	7.1
PSR	0.9	0.7	1.1	0.9	0.9

결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액 증가율 (%)	4.9	17.5	19.6	14.7	10.1
영업이익 증가율 (%)	-98.9	7,968.9	111.3	26.0	20.0
지배순이익 증가율 (%)	-75.6	193.4	113.5	29.0	22.6
매출총이익률 (%)	34.2	36.1	46.8	48.0	49.2
영업이익률 (%)	0.1	6.8	12.1	13.3	14.5
지배순이익률 (%)	1.4	3.4	6.1	6.9	7.6
EBITDA 마진 (%)	3.0	9.9	15.1	15.7	16.6
ROIC	0.3	7.9	14.5	15.8	17.6
ROA	1.2	3.2	6.0	7.0	7.8
ROE	2.6	7.9	15.7	17.4	18.1
부채비율 (%)	129.1	130.6	128.1	111.6	95.7
순차입금/자기자본 (%)	29.7	54.8	74.5	67.5	54.9
영업이익/금융비용 (배)	0.1	4.3	7.4	9.3	11.1

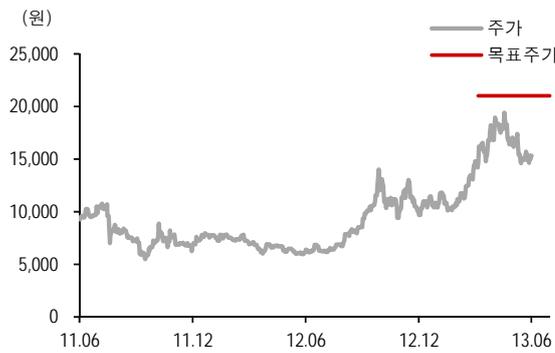
PER Band chart



PBR Band chart



바텍 (043150) 투자등급 및 목표주가 추이



날짜	투자의견	목표주가
2013-06-24	BUY	21,000
2013-06-03	BUY	21,000
2013-04-16	BUY	21,000
2013-03-27	BUY	21,000

자료: 동양증권

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 김미현)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배유자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 3단계(Buy, Hold, Sell)와 위험도 2단계(H:High, L:Low)로 구분
- Buy: 10%이상(Low)/20%이상(High), Hold: -10~10%(Low)/-20%~20%(High), Sell: -10이상(Low)/-20%이상(High)
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2008년 2월19일부터 당사 투자등급이 기존 5단계(Strong Buy, Buy, Market Perform, Under Perform, Sell)에서 3단계(Buy, Hold, Sell)와 리스크 2단계(High, Low)로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.