

글로벌 치과장비업체 중 가장 매력적 밸류에이션

매수
(유지)

목표가: 33,000원
상승여력: 24.5%

김충현, CFA choonghyun.kim@miraeasset.com

4Q20 Review

매출액 기준 시장기대치 상회하며, 사상최대 분기 실적 달성

- 매출액 4% YoY, 영업이익 38% YoY(OPM 18.5%)
- 국내 -12% YoY, 아시아 -1% YoY, 북미 9% YoY, 유럽 20% YoY, 기타 -18% YoY
- 별도 기준 매출: 2D 26% YoY, 3D 31% YoY, 기타 -11% YoY
- 관계기업투자주식손상차손 427억원 발생(레이언스, 일회성 비용)

투자포인트

- 1) **이머징 시장(가격 경쟁력 강화 전략):** 현지 생산품목 확대로 중국 시장 침투 확대
- 2) **선진국 시장(브랜드 강화 전략):** 저선량 장비라는 차별화 전략으로 점유율 확대
- 3) **디지털 덴티스트리를 위한 다각화:** 3D구강스캐너 런칭, 지르코니아 사업 진출

밸류에이션 및 투자전략

목표주가 33,000원 및 투자의견 매수 유지

- 최근 글로벌 치과 수요회복에 의한 수출 개선으로 4Q20은 역대 최대 실적을 달성
- 특히 주력인 유럽과 미국의 실적회복이 진행되고 있는 점은 매우 긍정적
- 다만, 임플란트대비 신규영업이 훨씬 중요한 장비산업 특성상 21년 매출은 급격한 회복보다는 점진적으로 진행될 것으로 예상
- 21년에는 연구개발비 회계 처리변경(100% 비용화)으로 약 40억원 이상 비용부담 예상
- 현재 주가는 12개월 FWD P/E 기준 10.7배(Peer 평균 16.5배)로 상당히 저평가 상태

Key data



현재주가(21/2/1, 원)	26,500	시가총액(십억원)	394
영업이익(20F, 십억원)	33	발행주식수(백만주)	15
Consensus 영업이익(20F, 십억원)	29	유동주식비율(%)	46.4
EPS 성장률(20F, %)	-	외국인 보유비중(%)	18.7
P/E(20F, x)	-	베타(12M) 일간수익률	0.80
MKT P/E(20F, x)	20.6	52주 최저가(원)	17,000
KOSDAQ	956.92	52주 최고가(원)	32,550

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	18.0	11.6	-14.8
상대주가	19.5	-4.9	-42.8

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액 (십억원)	219	234	272	245	282	309
영업이익 (십억원)	39	39	43	33	41	47
영업이익률 (%)	17.8	16.7	15.8	13.5	14.5	15.2
순이익 (십억원)	79	27	34	-25	37	36
EPS (원)	5,324	1,835	2,281	-1,682	2,493	2,421
ROE (%)	46.1	13.1	14.5	-10.6	15.4	13.0
P/E (배)	6.4	11.8	12.8	-	10.6	10.9
P/B (배)	2.6	1.5	1.7	1.5	1.5	1.3
배당수익률 (%)	0.3	0.5	0.3	0.4	0.4	0.4

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 바텍, 미래에셋대우 리서치센터

표 1. 4Q20 실적 비교표

(십억원, %, %p)

	4Q19	3Q20	4Q20			성장률	
			잠정치	미래에셋대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	76.4	63.7	79.3	68.6	73.9	3.8	24.5
영업이익	10.6	9.6	14.7	10.7	11.5	38.4	52.6
영업이익률 (%)	13.9	15.1	18.5	15.5	15.6	4.6	3.4
세전이익	7.2	8.1	-39.9	11.9	11.2	적전	적전
순이익	4.8	5.6	-35.2	9.1	8.6	적전	적전

주: K-IFRS 기준

자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 수익예상 변경표

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	21F	22F	21F	22F	21F	22F	
매출액	294.8	328.2	282.4	309.1	-4.2	-5.8	연구개발비 회계처리 방법변경
영업이익	47.6	55.5	41.0	47.3	-13.9	-14.8	
세전이익	55.0	54.9	48.7	47.3	-11.4	-13.9	
순이익	41.8	44.4	37.0	36.0	-11.4	-18.9	
EPS (KRW)	2,814	2,987	2,493	2,421	-11.4	-18.9	

주: K-IFRS 기준

자료: 미래에셋대우 리서치센터

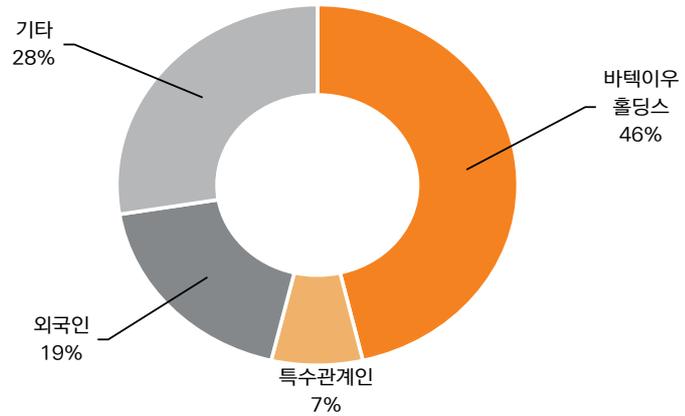
표 3. 분기별 실적 전망표

(십억원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	2020	2021F	2022F
매출액	54.5	47.0	63.7	79.3	61.0	65.5	71.9	84.1	244.5	282.4	309.1
국내	7.6	9.6	8.7	8.3	7.5	9.4	8.5	8.5	34.3	33.9	33.2
아시아	12.6	15.3	19.3	19.1	17.6	19.1	19.7	21.0	66.3	77.4	87.3
북미	13.7	8.9	15.0	26.6	13.0	17.0	18.0	27.9	64.2	75.9	82.7
유럽	12.4	9.5	15.0	19.3	13.3	16.2	19.5	20.3	56.2	69.2	76.5
기타	8.2	3.7	5.7	6.0	9.6	3.9	6.2	6.4	23.6	26.1	29.3
영업이익	6.3	2.0	9.6	14.7	8.7	9.1	10.6	12.6	32.6	41.0	47.3
세전이익	7.0	1.8	8.1	-39.9	10.3	10.6	12.6	15.2	-23.1	48.7	47.3
순이익(지배)	4.2	0.3	5.6	-35.2	7.8	8.1	9.6	11.5	-25.0	37.0	36.0
영업이익률 (%)	11.6	4.2	15.1	18.5	14.2	13.9	14.8	15.0	13.3	14.5	15.3
세전순이익률 (%)	12.8	3.8	12.7	-50.3	16.9	16.2	17.5	18.1	-9.4	17.3	15.3
순이익률 (지배, %)	7.0	1.6	10.3	-41.4	13.5	13.0	14.0	14.5	-10.2	13.1	11.6

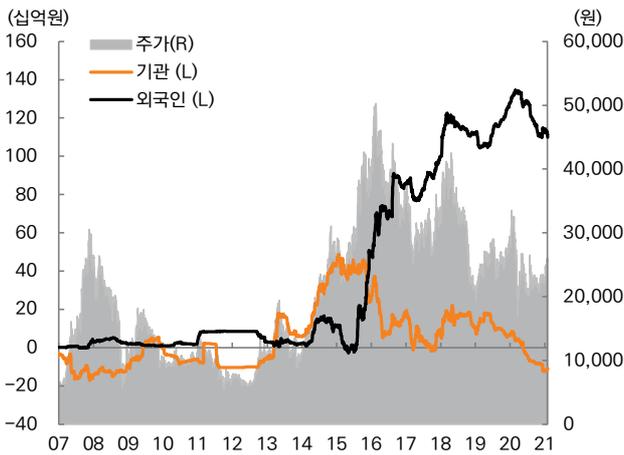
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 자본율



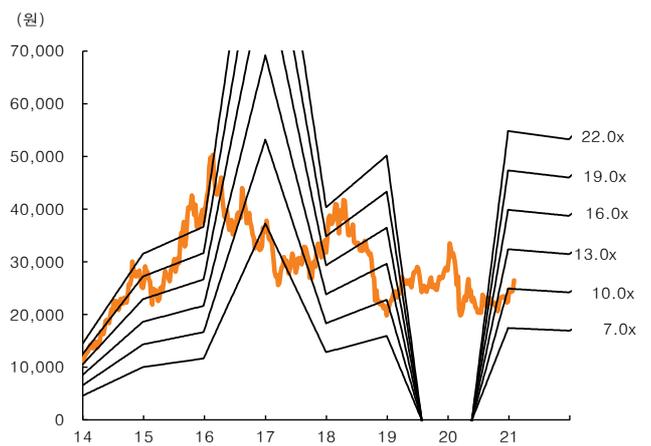
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 기관 및 외국인 순매수량 vs. 주가 추이



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 12개월 FWD PER band chart



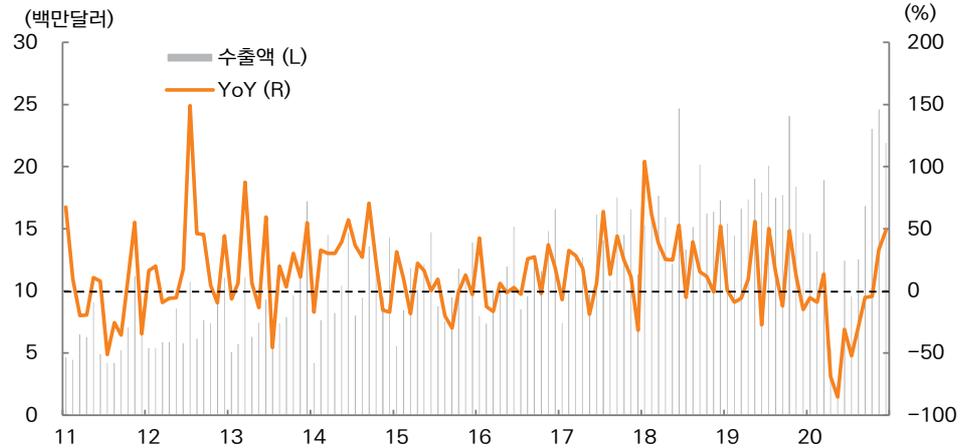
자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 4. Global Peer valuation: 치과용 디지털 이미징 기기

회사명	시가총액 (십억원)	영업이익률 (%)			PER (배)			PSR (배)			ROE (%)			EV/EBITDA (배)		
		19	20F	21F	19	20F	21F	19	20F	21F	19	20F	21F	19	20F	21F
덴츠플라이 시로나	13,051.9	9.0	14.8	18.7	443.6	34.3	22.4	3.5	3.6	3.0	-1.6	3.1	7.6	32.3	20.4	14.5
헨리 세인	10,496.4	7.2	5.9	6.8	22.4	21.8	17.3	1.0	1.0	0.9	19.8	12.2	15.2	12.3	14.1	11.5
허페이 메이아 광전기술	5,354.6	37.5	36.1	40.2	65.9	55.3	42.3	20.7	18.8	15.4	21.3	22.5	26.0	-	52.9	40.4
Envista Holdings Corp	6,334.2	10.1	10.4	14.9	77.3	42.8	23.5	2.5	2.6	2.2	-0.5	3.8	6.4	33.3	25.7	15.2
바텍	393.6	15.8	12.0	14.3	26.3	19.5	11.3	1.6	1.7	1.4	6.0	8.0	12.2	7.4	9.2	7.1
뷰웁스	334.6	19.4	19.9	20.5	13.0	12.2	12.0	2.0	2.1	2.0	15.2	16.2	14.7	7.5	8.7	8.3
레이	393.2	17.6	7.4	22.8	49.3	66.7	20.3	6.9	7.1	3.7	14.0	9.7	26.5	27.8	54.4	14.0
레이언스	190.8	18.1	18.2	19.0	40.6	10.1	8.6	1.7	1.4	1.3	2.3	9.4	10.2	5.2	3.5	3.1
전체 평균		16.8	15.6	19.6	92.3	32.8	19.7	5.0	4.8	3.7	9.5	10.6	14.9	18.0	23.6	14.2

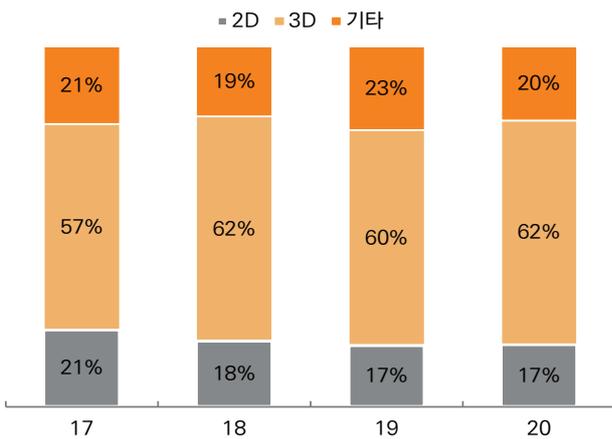
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 초과장비 수출 추이



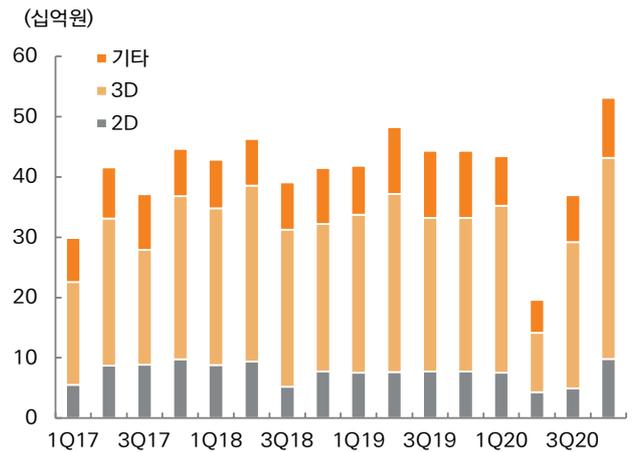
자료: KITA, 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. 품목별 매출 비중 (별도 기준)



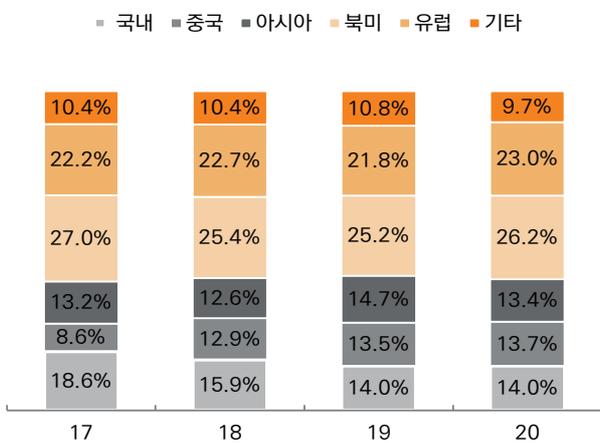
자료: 바텍, 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. 품목별 매출 추이 (별도 기준)



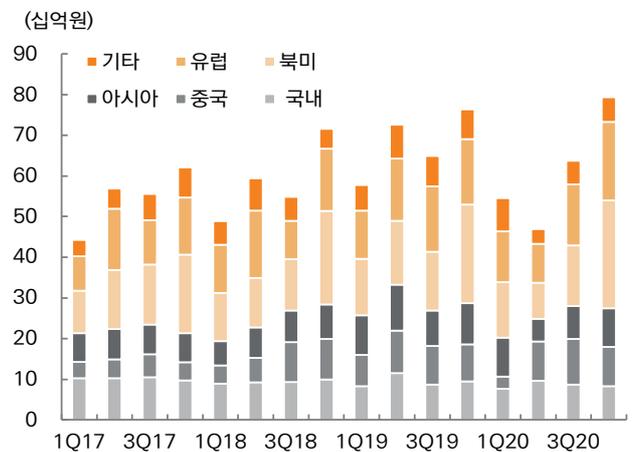
자료: 바텍, 미래에셋대우 리서치센터

그림 7. 지역별 매출 비중 (연결 기준)



자료: 바텍, 미래에셋대우 리서치센터

그림 8. 지역별 매출 추이 (연결 기준)



자료: 바텍, 미래에셋대우 리서치센터

바텍 (043150)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	272	234	295	328
매출원가	144	125	153	171
매출총이익	128	109	142	157
판매비와관리비	85	80	94	102
조정영업이익	43	29	48	56
영업이익	43	29	48	56
비영업손익	5	3	7	-1
금융손익	-1	-1	-1	-1
관계기업등 투자손익	4	4	8	0
세전계속사업손익	48	32	55	55
계속사업법인세비용	13	9	11	8
계속사업이익	36	23	44	47
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	36	23	44	47
지배주주	34	22	42	44
비지배주주	2	1	2	2
총포괄이익	35	25	44	47
지배주주	33	16	25	26
비지배주주	2	8	19	20
EBITDA	53	39	57	63
FCF	36	31	33	47
EBITDA 마진율 (%)	19.5	16.7	19.3	19.2
영업이익률 (%)	15.8	12.4	16.3	17.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	12.5	9.4	14.2	13.4

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	187	162	197	242
현금 및 현금성자산	42	25	22	49
매출채권 및 기타채권	63	56	72	79
재고자산	67	60	77	84
기타유동자산	15	21	26	30
비유동자산	200	236	268	280
관계기업투자등	97	144	183	202
유형자산	67	63	57	52
무형자산	12	9	7	6
자산총계	387	398	465	523
유동부채	86	79	100	109
매입채무 및 기타채무	48	43	55	60
단기금융부채	7	8	9	9
기타유동부채	31	28	36	40
비유동부채	47	43	48	50
장기금융부채	29	27	27	27
기타비유동부채	18	16	21	23
부채총계	133	122	147	159
지배주주지분	249	271	311	354
자본금	7	7	7	7
자본잉여금	5	5	5	5
이익잉여금	235	256	296	339
비지배주주지분	5	5	7	9
자본총계	254	276	318	363

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동으로 인한 현금흐름	41	33	34	48
당기순이익	36	23	44	47
비현금수익비용가감	27	22	11	15
유형자산감가상각비	8	8	7	6
무형자산상각비	2	2	2	1
기타	17	12	2	8
영업활동으로인한자산및부채의변동	-11	2	-9	-4
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-11	7	-15	-7
재고자산 감소(증가)	-8	6	-17	-8
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	6	-9	10	5
법인세납부	-11	-12	-11	-8
투자활동으로 인한 현금흐름	-10	-6	-4	-2
유형자산처분(취득)	-5	-2	-1	-1
무형자산감소(증가)	-3	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	0	-5	-5	-2
기타투자활동	-2	1	2	1
재무활동으로 인한 현금흐름	-25	-4	-1	-1
장단기금융부채의 증가(감소)	-12	-1	1	0
자본의 증가(감소)	-3	0	0	0
배당금의 지급	-3	-1	-1	-1
기타재무활동	-7	-2	-1	0
현금의 증가	5	-16	-3	27
기초현금	37	42	25	22
기말현금	42	25	22	49

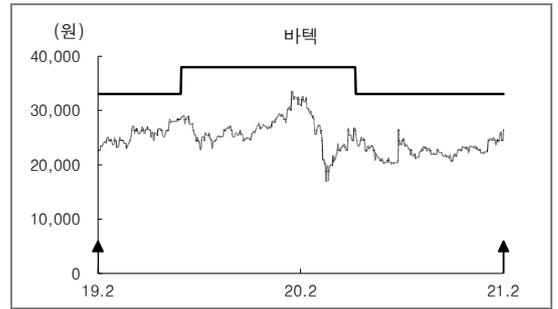
자료: 바텍, 미래에셋대우 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2019	2020F	2021F	2022F
P/E (x)	12.8	15.1	8.7	8.2
P/CF (x)	6.9	7.4	6.7	5.9
P/B (x)	1.7	1.2	1.2	1.0
EV/EBITDA (x)	8.0	8.5	6.4	5.3
EPS (원)	2,281	1,483	2,814	2,987
CFPS (원)	4,218	3,014	3,681	4,130
BPS (원)	16,730	18,217	20,931	23,818
DPS (원)	100	100	100	100
배당성향 (%)	4.2	6.5	3.4	3.2
배당수익률 (%)	0.3	0.4	0.4	0.4
매출액증가율 (%)	16.2	-14.0	26.1	11.2
EBITDA증가율 (%)	12.8	-26.4	46.2	10.5
조정영업이익증가율 (%)	10.3	-32.6	65.5	16.7
EPS증가율 (%)	24.3	-35.0	89.8	6.1
매출채권 회전을 (회)	4.8	4.0	4.7	4.4
재고자산 회전을 (회)	4.3	3.7	4.3	4.1
매입채무 회전을 (회)	4.0	3.2	3.7	3.5
ROA (%)	9.7	5.8	10.2	9.5
ROE (%)	14.5	8.5	14.4	13.3
ROIC (%)	22.3	14.6	28.6	34.3
부채비율 (%)	52.5	44.4	46.3	43.8
유동비율 (%)	217.9	204.7	197.9	221.4
순차입금/자기자본 (%)	-6.8	-2.4	-2.4	-10.1
조정영업이익/금융비용 (x)	25.2	22.5	37.7	43.3

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
바텍 (043150)				
2020.05.11	매수	33,000	-	-
2019.07.02	매수	38,000	-30.85	-11.84
2019.01.28	매수	33,000	-22.46	-13.33



* 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 추가하락이 예상	

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

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
78.43%	11.76%	8.50%	1.31%

* 2020년 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.