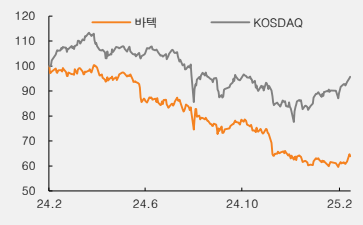


투자 의견(유지)	<b>매수</b>
목표주가(하향)	<b>▼ 27,000원</b>
현재주가(25/2/18)	19,930원
상승여력	35.5%

영업이익(24F,십억원)	54
Consensus 영업이익(24F,십억원)	57
EPS 성장률(24F,%)	6.8
MKT EPS 성장률(24F,%)	67.9
P/E(24F,x)	5.1
MKT P/E(24F,x)	11.2
KOSDAQ	773.65
시가총액(십억원)	296
발행주식수(백만주)	15
유동주식비율(%)	46.4
외국인 보유비중(%)	26.4
베타(12M) 일간수익률	0.51
52주 최저가(원)	18,590
52주 최고가(원)	31,300
(%)	1M 6M 12M
절대주가	3.7 -19.3 -35.0
상대주가	-2.9 -18.0 -27.9



[첨단의료기기/디지털헬스]

김충현, CFA  
choonghyun.kim@miraeasset.com

박선영  
seunyoung.park@miraeasset.com

# 바텍

## 치과시장 보릿고개를 넘는 중

### 4Q24 Review: 매출 시장기대치 상회, 영업이익 시장기대치 하회

동사의 매출액은 1,017억원(-3% YoY)을 기록하며 시장기대치를 소폭 상회했다. 다만, 영업이익은 103억원(-22% YoY, OPM 10.1%)으로 시장기대치를 크게 하회했다.

품목별(별도 기준) 매출은 2D 제품이 56억원(-29% YoY), 3D 제품이 363억원(-17% YoY), 기타 제품이 120억원(-8% YoY)을 기록하며 모두 전년 동기 대비 부진했다.

지역별(연결 기준) 매출은 북미 시장이 407억원(+15% YoY)으로 성장하며 매출 비중이 40.0%로 확대됐다. 이외의 시장은 모두 전년 동기 대비 매출이 감소했다. 국내 매출은 83억원으로 -15% YoY 감소했으며, 중국 매출(12억원, -63% YoY) 또한 부진했다. 국내와 중국을 제외한 아시아 시장은 151억원(-6% YoY), 유럽 시장은 258억원(-3% YoY), 기타 시장은 107억원(-22% YoY)으로 감소했다.

### 목표주가 27,000원으로 하향하나, 매수의견 유지

동사는 지분법으로 인식하는 레이언스, 환율 효과 등으로 영업 외 실적의 변동성이 크다는 점을 반영하여 목표주가 산정에 활용하는 추가배수를 기존 P/E에서 EV/EBITDA로 변경한다. 목표주가는 지난 1년간의 12개월 선행 EV/EBITDA 평균인 4배를 적용한 27,000원(기존 38,000원)으로 하향한다. 상승여력이 35.5%인 점을 고려하여 매수의견을 유지한다.

세계 최대 시장인 북미에서 달러강화로 사상 최대 연간 실적(1,202억원)을 경신하였으나, 다른 지역의 부진이 이를 상쇄하며 2년 연속 외형 성장이 부진하다. 또한, 인플레이션 영향으로 고정비도 상승했다. 글로벌 치과 시장의 수요둔화와 비용 증가는 올해 상반기까지 해소되기 어려워 보인다. 다만, 하반기 선진국을 중심으로 신제품 출시가 예정되어 있어, 상저하고의 실적 개선이 기대된다. 이를 감안한 동사의 2025년 매출은 4,088억원(+6% YoY), 조정 EBITDA 702억원(+2% YoY, OPM 17.2%)을 기록할 것으로 예상된다.

현 주가는 역사적 저점인 12개월 선행 EV/EBITDA 2.6배로 동사의 지난 1년 평균(4배) 및 글로벌 Peer(10배) 대비 저평가 상태다. 동사는 치과 회사 중 가장 낮은 밸류에이션으로 평가받고 있다. 밸류에이션 리레이팅을 위해서 성장성을 회복하거나 디지털 덴티스트리 사업의 가시성 등이 필요해 보인다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	395	385	385	409	443
영업이익 (십억원)	80	64	54	55	61
영업이익률 (%)	20.3	16.6	14.0	13.4	13.8
순이익 (십억원)	77	52	55	51	55
EPS (원)	5,176	3,483	3,721	3,425	3,721
ROE (%)	24.7	13.8	13.0	10.7	10.5
P/E (배)	6.3	9.5	5.1	5.8	5.4
P/B (배)	1.4	1.2	0.6	0.6	0.5
배당수익률 (%)	0.3	0.3	0.5	0.5	0.5

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

표 1. 4Q24 실적 비교표

(십억원, %, %p)

	4Q23	3Q24	4Q24P			성장률	
			잠정실적	미래에셋증권	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	104.4	87.3	101.7	106.7	94.6	-2.6	16.5
영업이익	13.2	12.5	10.3	18.5	13.4	-22.4	-17.4
영업이익률 (%)	12.7	14.3	10.1	17.3	14.2	-2.6	-4.2
순이익	2.8	7.1	16.0	16.1	0.0	476.2	125.4

주: K-IFRS 기준  
 자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 수익예상 변경표

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	24F	25F	24F	25F	24F	25F	
매출액	390.2	422.6	385.2	408.8	-1.3	-3.2	4Q24 실적반영
영업이익	62.2	67.8	54.0	54.8	-13.2	-19.2	
순이익	55.4	60.7	55.3	50.9	-0.2	-16.2	

주: K-IFRS 기준  
 자료: 미래에셋증권 리서치센터

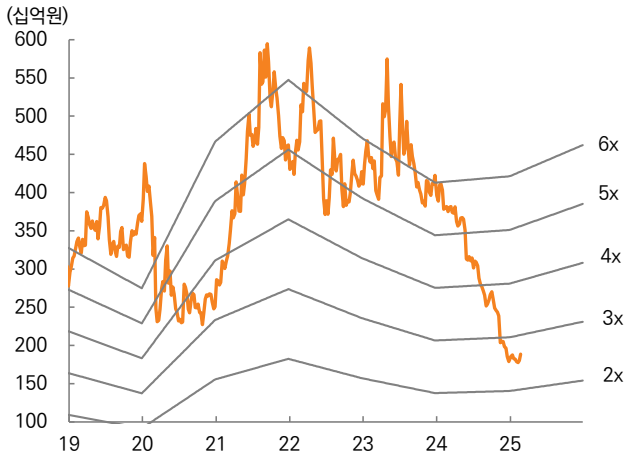
표 3. 분기별 실적 전망표

(십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	2023	2024P	2025F
매출액	91.0	102.0	87.7	104.4	94.2	102.0	87.3	101.7	384.9	385.2	408.8
국내	7.6	10.4	8.8	9.7	7.9	10.4	8.4	8.3	36.5	35.0	33.9
아시아	18.4	22.7	19.4	19.0	16.4	19.1	15.9	16.2	79.5	67.7	74.5
북미	21.6	23.5	22.6	35.3	27.4	26.3	25.9	40.7	103.0	120.2	129.1
유럽	29.0	31.5	24.3	26.7	29.6	30.2	25.6	25.8	111.4	111.2	117.3
기타	14.4	13.9	12.6	13.7	12.9	16.0	11.4	10.7	54.6	51.1	54.0
조정 EBITDA	17.7	23.1	19.4	18.3	17.9	20.7	16.3	14.0	78.6	68.8	70.2
영업이익	14.1	19.8	17.0	13.2	14.4	16.8	12.5	10.3	64.0	54.0	54.8
순이익(지배)	14.4	16.9	17.6	2.8	16.7	15.5	7.1	16.0	51.7	55.3	50.9
매출성장률	5.8	-4.4	-11.5	1.0	3.6	0.0	-0.4	-2.6	-2.6	0.1	6.1
국내	-11.1	11.4	6.2	15.1	3.2	0.0	-4.4	-14.5	5.5	-4.2	-3.1
아시아	-5.1	-6.9	-25.2	-12.0	-10.7	-15.8	-17.7	-14.6	-12.9	-14.8	10.0
북미	6.7	-18.5	-3.9	10.0	26.9	11.7	14.6	15.3	-1.6	16.8	7.4
유럽	6.3	-1.6	-11.5	-11.3	2.4	-4.1	5.6	-3.3	-4.6	-0.1	5.5
기타	36.4	14.6	-9.7	23.1	-10.3	15.3	-9.5	-22.0	14.3	-6.6	5.8
조정 EBITDA 마진 (%)	19.5	22.7	22.2	17.5	19.0	20.3	18.7	13.8	20.4	17.9	17.2
영업이익률 (%)	15.5	19.4	19.3	12.7	15.3	16.5	14.3	10.1	16.6	14.0	13.4
순이익률 (지배,%)	16.1	17.0	20.9	2.6	18.3	14.8	8.3	15.9	13.4	14.3	12.4

자료: 바텍, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 12개월 선행 EV/EBITDA 밴드 차트



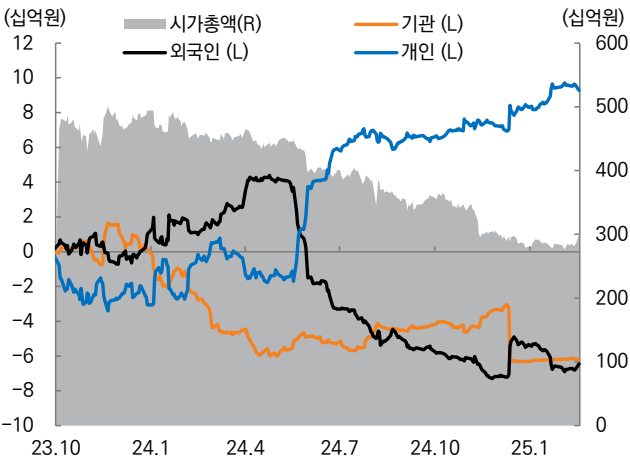
자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 12개월 선행 EV/EBITDA 추이와 표준편차



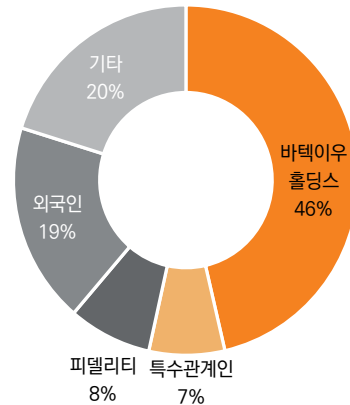
자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 투자자별 순매수량 vs. 시가총액 추이



자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 지분율



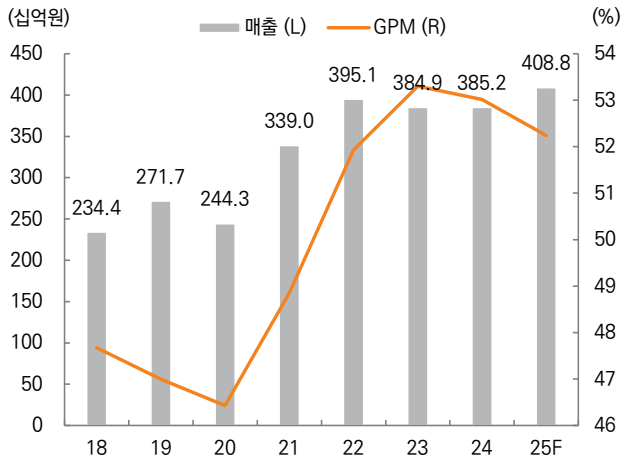
자료: 바텍, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. Global Peer valuation

회사명	시가총액 (십억원)	영업이익률 (%)			PER (배)			PSR (배)			EV/EBITDA (배)			매출액 (십억원)		
		23	24F	25F	23	24F	25F	23	24F	25F	23	24F	25F	23	24F	25F
슈트라우만 홀딩	32,897	17.0	26.3	26.7	66.9	41.2	35.4	8.3	8.2	7.5	30.4	26.2	23.5	3,509	3,968	4,358
얼라인 테크놀로지	22,263	15.2	22.0	21.5	31.6	20.6	18.9	3.9	3.8	3.5	23.3	14.1	12.9	5,456	5,941	6,344
헨리 셰인	13,667	5.0	7.5	7.3	21.4	16.0	15.2	0.8	0.7	0.7	17.0	12.7	12.1	16,123	18,492	19,100
Envista	5,369	-41.4	12.4	13.4	140.5	21.7	18.0	1.5	1.5	1.4	-	11.4	10.3	3,425	3,664	3,784
덴츠플라이 시로나	5,252	-2.1	13.7	14.7	19.3	10.0	9.6	1.0	1.0	1.0	151.1	8.4	8.2	5,181	5,513	5,407
허페이 메이아	2,656	31.9	31.5	31.4	20.9	20.6	18.7	5.6	5.7	5.1	-	17.1	15.5	447	477	525
Angel Align	1,833	-2.6	1.1	5.0	169.7	119.1	54.6	6.2	5.2	4.3	130.9	79.3	41.4	272	354	430
덴티움	830	35.2	25.7	27.8	6.1	10.1	8.4	1.6	2.0	1.9	5.8	7.7	6.7	393	407	445
모던 덴탈	676	17.4	18.1	18.2	9.0	8.0	6.8	1.1	1.1	0.9	6.0	4.7	4.3	529.4	603.1	676.2
Zimvie	523	-6.8	5.1	8.3	-	22.3	17.4	0.8	0.8	0.8	26.4	9.1	7.8	598	650	660
바텍	300	14.0	16.0	16.5	5.4	5.3	4.8	0.8	0.7	0.7	4.6	3.2	2.9	385	418	450
디오	263	13.4	-33.5	12.6	-	-	16.4	2.3	2.3	1.8	-	-	9.3	156	113	149
레이	128	4.2	-27.2	2.5	-	-	-	1.1	1.4	1.1	-	-	103.0	146	92	121
<b>전체 평균</b>		<b>7.7</b>	<b>9.1</b>	<b>15.8</b>	<b>49.1</b>	<b>26.8</b>	<b>18.7</b>	<b>2.7</b>	<b>2.6</b>	<b>2.4</b>	<b>43.9</b>	<b>17.6</b>	<b>19.8</b>	<b>2,817</b>	<b>3,130</b>	<b>3,265</b>

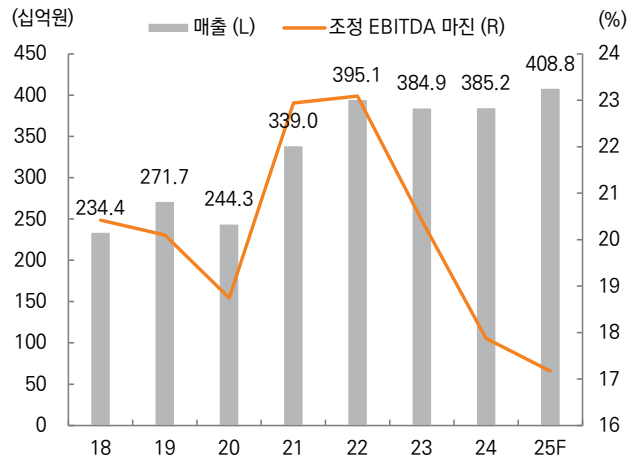
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 매출 및 매출총이익률 추이



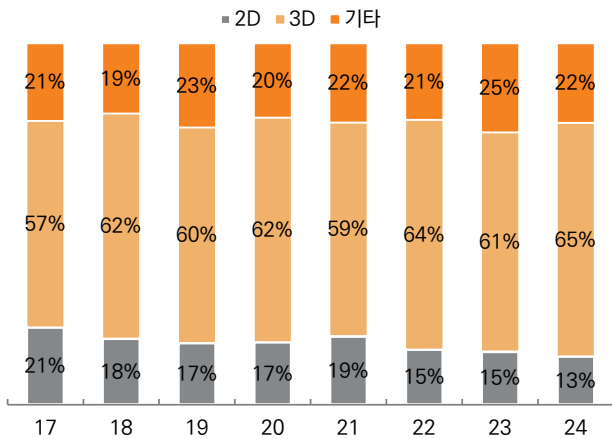
자료: 바텍, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 매출 및 조정 EBITDA 마진 추이



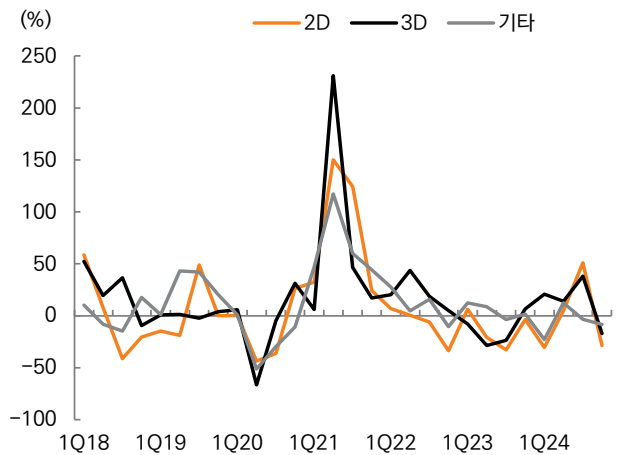
자료: 바텍, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 품목별 매출 비중 (별도 기준)



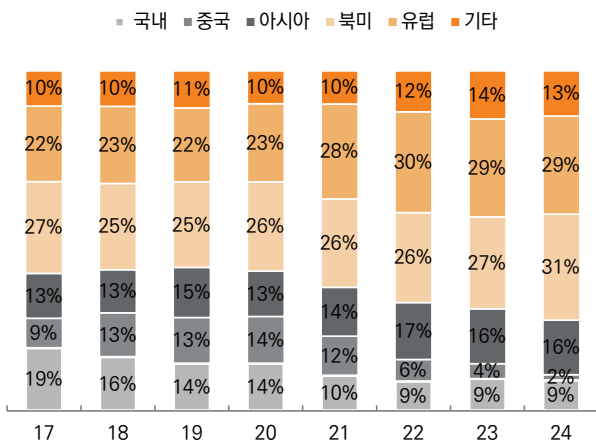
자료: 바텍, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 품목별 매출성장률 추이 (별도 기준)



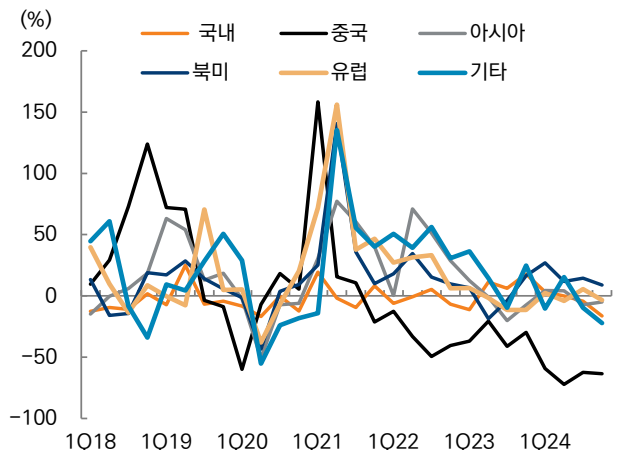
자료: 바텍, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 지역별 매출 비중 (연결 기준)



자료: 바텍, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 지역별 매출성장률 추이 (연결 기준)



자료: 바텍, 미래에셋증권 리서치센터

바텍 (043150)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
<b>매출액</b>	<b>385</b>	<b>385</b>	<b>409</b>	<b>443</b>
매출원가	180	181	195	211
매출총이익	205	204	214	232
판매비와관리비	141	150	159	171
조정영업이익	64	54	55	61
영업이익	64	54	55	61
비영업손익	3	18	9	12
금융손익	2	3	5	8
관계기업등 투자손익	3	7	4	4
세전계속사업손익	67	72	64	73
계속사업법인세비용	14	17	13	15
계속사업이익	53	56	51	58
중단사업이익	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>53</b>	<b>56</b>	<b>51</b>	<b>58</b>
지배주주	52	55	51	55
비지배주주	1	1	1	3
<b>총포괄이익</b>	<b>52</b>	<b>56</b>	<b>51</b>	<b>58</b>
지배주주	51	59	64	72
비지배주주	1	-3	-12	-14
EBITDA	79	68	68	74
FCF	4	23	35	48
EBITDA 마진율 (%)	20.5	17.7	16.6	16.7
영업이익률 (%)	16.6	14.0	13.4	13.8
지배주주귀속 순이익률 (%)	13.5	14.3	12.5	12.4

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
<b>영업활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>49</b>	<b>47</b>	<b>43</b>	<b>56</b>
당기순이익	53	56	51	58
비현금수익비용가감	41	32	17	15
유형자산감가상각비	14	14	13	12
무형자산상각비	1	1	0	0
기타	26	17	4	3
영업활동으로인한자산및부채의변동	-27	-22	-18	-11
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-23	-3	-18	-10
재고자산 감소(증가)	-18	-14	-16	-12
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	2	-2	5	4
법인세납부	-19	-19	-13	-15
<b>투자활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-49</b>	<b>-20</b>	<b>-12</b>	<b>-11</b>
유형자산처분(취득)	-45	-24	-8	-8
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-2	1	-4	-3
기타투자활동	-2	3	0	0
<b>재무활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>4</b>	<b>-8</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>
장단기금융부채의 증가(감소)	9	6	1	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-1	-2	-1	-1
기타재무활동	-4	-12	-1	0
<b>현금의 증가</b>	<b>4</b>	<b>17</b>	<b>27</b>	<b>40</b>
기초현금	70	74	91	118
기말현금	74	91	118	158

자료: 바텍, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

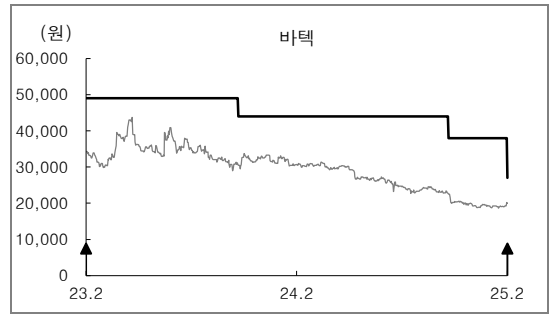
(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
<b>유동자산</b>	<b>319</b>	<b>352</b>	<b>417</b>	<b>483</b>
현금 및 현금성자산	74	91	118	158
매출채권 및 기타채권	100	105	123	133
재고자산	112	123	139	151
기타유동자산	33	33	37	41
<b>비유동자산</b>	<b>267</b>	<b>291</b>	<b>294</b>	<b>298</b>
관계기업투자등	83	86	93	101
유형자산	106	117	112	108
무형자산	2	1	1	1
<b>자산총계</b>	<b>587</b>	<b>643</b>	<b>711</b>	<b>781</b>
<b>유동부채</b>	<b>114</b>	<b>111</b>	<b>125</b>	<b>135</b>
매입채무 및 기타채무	61	60	68	73
단기금융부채	11	11	12	12
기타유동부채	42	40	45	50
<b>비유동부채</b>	<b>58</b>	<b>64</b>	<b>68</b>	<b>71</b>
장기금융부채	25	31	31	31
기타비유동부채	33	33	37	40
<b>부채총계</b>	<b>173</b>	<b>175</b>	<b>193</b>	<b>206</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>398</b>	<b>452</b>	<b>502</b>	<b>556</b>
자본금	7	7	7	7
자본잉여금	4	4	4	4
이익잉여금	384	438	487	541
<b>비지배주주지분</b>	<b>16</b>	<b>16</b>	<b>16</b>	<b>19</b>
<b>자본총계</b>	<b>414</b>	<b>468</b>	<b>518</b>	<b>575</b>

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	9.5	5.1	5.8	5.4
P/CF (x)	5.3	3.2	4.3	4.0
P/B (x)	1.2	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA (x)	5.7	3.3	3.1	2.4
EPS (원)	3,483	3,721	3,425	3,721
CFPS (원)	6,294	5,901	4,608	4,953
BPS (원)	26,837	30,460	33,785	37,407
DPS (원)	100	100	100	100
배당성향 (%)	2.8	2.7	2.9	2.6
배당수익률 (%)	0.3	0.5	0.5	0.5
매출액증가율 (%)	-2.6	0.1	6.1	8.4
EBITDA증가율 (%)	-13.8	-13.0	0.0	7.5
조정영업이익증가율 (%)	-19.6	-15.7	1.5	11.2
EPS증가율 (%)	-32.7	6.8	-7.9	8.6
매출채권 회전율 (회)	4.5	3.8	3.6	3.5
재고자산 회전율 (회)	3.7	3.3	3.1	3.1
매입채무 회전율 (회)	4.2	4.2	4.3	4.2
ROA (%)	9.6	9.1	7.6	7.8
ROE (%)	13.8	13.0	10.7	10.5
ROIC (%)	21.2	14.2	14.4	15.3
부채비율 (%)	41.7	37.4	37.2	35.8
유동비율 (%)	279.1	316.0	333.8	357.1
순차입금/자기자본 (%)	-14.5	-15.2	-19.4	-24.7
조정영업이익/금융비용 (x)	25.4	26.3	34.7	38.2

**투자의견 및 목표주가 변동추이**

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
바텍 (043150)				
2025.02.18	매수	27,000	-	-
2024.11.08	매수	38,000	-48.38	-43.16
2023.11.10	매수	44,000	-35.64	-23.41
2023.02.01	매수	49,000	-29.46	-10.82



\* 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
84.62%	7.14%	8.24%	0%

\* 2024년 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.