

제노레이 (122310)

메디칼 X-ray 강자

스몰캡



안주원

02 3770 5587
joowon.ahn@yuantakorea.com

투자의견	Not Rated (M)
목표주가	-
현재주가 (11/24)	9,480원
상승여력	-

시가총액	1,380억원
총발행주식수	14,553,844주
60일 평균 거래대금	4억원
60일 평균 거래량	35,737주
52주 고	10,900원
52주 저	9,000원
외인지분율	7.35%
주요주주	박병욱 외 13 인 28.60%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(3.3)	(1.7)	0.4
상대	(5.6)	(2.3)	(14.1)
절대(달러환산)	(4.0)	(3.4)	(5.8)

메디칼 장비에 특화되어 있는 X-ray 업체

- 제노레이는 X-ray 영상 진단 장비 업체로 메디칼과 덴탈 부문을 주력 사업으로 영위.
- 메디칼 장비인 C-arm은 국내에서 시장점유율 1등을 하고 있으며 수술실에서 사용되는 영상 진단 장비로 진입 장벽이 높음. 신경외과, 정형외과, 동물병원 등 다양한 영역으로 제품 사용처가 확대되고 있으며 장비에 필요한 핵심 부품인 제너레이터, 디텍터 및 소프트웨어 등 내재화를 통해 원가 경쟁력 확보.
- 2021년 3분기말 기준 수출 비중이 71%이며 국가별로는 EMEA 32%, 아시아 22%, 북미가 11%를 차지하고 있음.

코로나19 영향에도 매출액과 영업이익의 선방

- 제노레이는 2020년을 제외하고 매년 성장. 특히 수출 비중이 높고 코로나19 영향이 있었음에도 2020년 연간 실적은 매출액 617억원(-5.3%, YoY)과 영업이익 111억원(-24.2%, YoY)으로 크게 흔들리지 않음.
- 메디칼 장비 특성 상 꾸준히 수요가 있으며 덴탈 장비도 진단제품으로 급격한 수요 감소가 없었던 것이 실적 선방의 주된 요인. 2021년 들어서는 매출액과 영업이익 모두 좋아지고 있으며 4분기는 연중 가장 성수기 시즌으로 매출액 182억원(+13.1%, YoY)과 영업이익 36억원(+53.3%, YoY)으로 분기 최대 실적 보일 전망.

2022년 두 자릿수 외형성장 다시 이어질 것

- 2022년 제노레이 실적은 매출액 778억원(+16.8%, YoY)과 영업이익 152억원(+20.5%, YoY)으로 추정. 올해 실적 회복 시기를 지나 내년에는 뚜렷한 성장이 있을 것으로 판단. 최근에는 일본 치과기기 업체인 GC코퍼레이션과 덴탈장비 공급계약도 체결했으며 향후 일본 메디칼 시장 진입도 추진하고 있음.
- 이와 함께 그동안 주가 상승에 발목을 잡았던 오버행 이슈도 대부분 해소되었으며 현재 주가도 2022년 예상 실적 기준으로 9배 수준으로 밸류에이션 매력도 충분히 존재하는 등 긍정적.

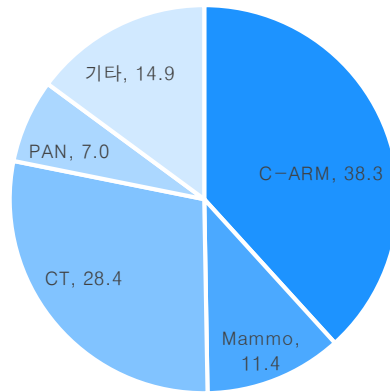
Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	651	617	666	778
영업이익	147	111	126	152
지배순이익	132	102	127	149
PER	7.1	13.8	10.9	9.3
PBR	1.7	2.1	1.8	1.5
EV/EBITDA	4.3	8.2	7.2	5.9
ROE	25.3	16.1	17.6	18.0

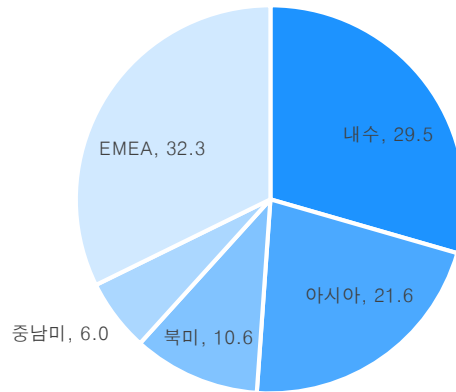
자료: 유안타증권

사업 부문별 매출 비중(%)



자료: 제노레이, 유안타증권 리서치센터

지역별 매출 비중(%)



자료: 제노레이, 유안타증권 리서치센터

제노레이 실적 테이블

(단위: 십억원)

	20.1Q	20.2Q	20.3Q	20.4Q	21.1Q	21.2Q	21.3Q	21.4QF	2020	2021F	2022F
매출액	13.9	15.7	16.0	16.1	14.4	16.8	17.2	18.2	61.7	66.6	77.8
증가율	10.9%	3.8%	5.3%	-27.7%	3.3%	7.1%	7.8%	13.1%	-5.3%	8.0%	16.8%
C-Arm	6.3	6.1	5.3	5.3	6.1	6.1	6.3	6.5	23.0	25.0	29.6
Mammo	1.2	2.7	1.4	1.3	1.4	2.1	2.0	2.2	6.6	7.7	8.9
CT	3.5	4.9	6.5	6.0	2.8	4.7	6.2	6.5	20.9	20.3	24.1
PAN	0.8	0.7	0.7	1.0	1.3	1.5	0.6	0.9	3.2	4.3	5.0
기타	2.1	1.2	2.0	2.6	2.7	2.4	2.1	2.1	7.9	9.3	10.1
영업이익	2.6	3.4	2.8	2.4	2.2	3.5	3.3	3.6	11.1	12.6	15.2
영업이익률	18.6%	21.3%	17.6%	14.7%	15.3%	20.8%	19.4%	19.9%	18.0%	19.0%	19.6%
당기순이익	2.8	2.9	2.6	1.9	2.6	3.2	3.4	3.6	10.2	12.7	14.9
순이익률	19.8%	18.4%	16.4%	11.8%	18.0%	19.1%	19.5%	19.6%	16.5%	19.1%	19.2%

자료: 제노레이, 유안타증권 리서치센터

제노레이 (122310) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서		(단위: 억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F	
매출액	563	651	617	666	778	
매출원가	333	359	357	381	445	
매출총이익	230	292	260	285	333	
판매비	120	145	149	158	181	
영업이익	110	147	111	126	152	
EBITDA	131	178	144	160	189	
영업외손익	1	3	-4	9	7	
외환관련손익	2	2	-5	2	2	
이자손익	-2	1	0	1	1	
관계기업관련손익	0	0	0	0	0	
기타	0	0	0	6	4	
법인세비용차감전순이익	110	150	107	135	160	
법인세비용	16	17	5	9	11	
계속사업순이익	95	132	102	127	149	
중단사업순이익	0	0	0	0	0	
당기순이익	95	132	102	127	149	
지배지분순이익	95	132	102	127	149	
포괄순이익	95	134	101	125	148	
지배지분포괄이익	95	134	101	125	148	

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

현금흐름표		(단위: 억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F	
영업활동 현금흐름	69	107	85	136	132	
당기순이익	95	132	102	127	149	
감가상각비	7	18	20	21	23	
외환손익	1	2	4	-2	-2	
종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0	
자산부채의 증감	-69	-78	-48	-31	-61	
기타현금흐름	36	33	8	22	23	
투자활동 현금흐름	-100	-83	-28	-20	-20	
투자자산	0	0	0	0	0	
유형자산 증가 (CAPEX)	-14	-10	-6	0	0	
유형자산 감소	0	0	0	0	0	
기타현금흐름	-86	-73	-22	-20	-20	
재무활동 현금흐름	91	19	-18	-27	-27	
단기차입금	-18	47	42	0	0	
사채 및 장기차입금	0	-1	-19	0	0	
자본	109	0	0	0	0	
현금배당	0	-14	-19	-17	-17	
기타현금흐름	0	-13	-22	-10	-10	
연결범위변동 등 기타	0	0	0	-30	-47	
현금의 증감	61	43	40	59	38	
기초 현금	41	102	145	185	244	
기말 현금	102	145	185	244	282	
NOPLAT	110	147	111	126	152	
FCF	55	97	79	136	132	

자료: 유안타증권

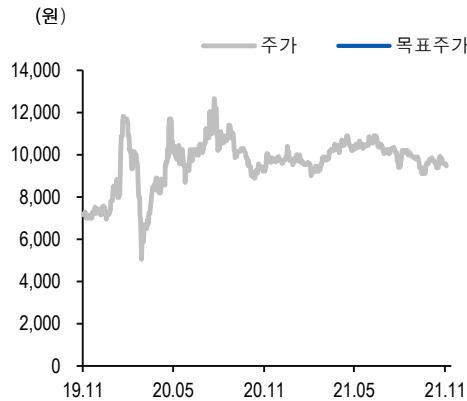
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표		(단위: 억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F	
유동자산	439	590	637	725	825	
현금및현금성자산	102	145	185	244	282	
매출채권 및 기타채권	110	134	111	118	137	
재고자산	153	191	236	256	299	
비유동자산	146	195	220	243	263	
유형자산	37	61	60	69	75	
관계기업등 지분관련자산	0	0	0	0	0	
기타투자자산	0	0	0	0	0	
자산총계	584	785	857	968	1,088	
유동부채	108	156	176	179	185	
매입채무 및 기타채무	51	63	53	55	61	
단기차입금	27	54	97	97	97	
유동성장기부채	0	3	0	0	0	
비유동부채	27	33	16	16	16	
장기차입금	23	16	0	0	0	
사채	0	0	0	0	0	
부채총계	135	189	192	195	201	
지배지분	450	596	665	774	887	
자본금	21	25	73	73	73	
자본잉여금	188	234	186	186	186	
이익잉여금	238	355	437	547	662	
비지배지분	0	0	0	0	0	
자본총계	450	596	665	774	887	
순차입금	-110	-160	-162	-221	-259	
총차입금	58	87	109	109	109	

Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F	
EPS	804	988	699	870	1,025	
BPS	3,527	4,182	4,654	5,412	6,207	
EBITDAPS	3,014	3,780	988	1,099	1,297	
SPS	4,677	4,794	4,239	4,576	5,346	
DPS	101	135	120	120	120	
PER	10.3	7.1	13.8	10.9	9.3	
PBR	2.3	1.7	2.1	1.8	1.5	
EV/EBITDA	7.0	4.3	8.2	7.2	5.9	
PSR	1.8	1.5	2.3	2.1	1.8	

재무비율		(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F	
매출액 증가율 (%)	26.5	15.7	-5.2	8.0	16.8	
영업이익 증가율 (%)	76.7	33.9	-24.2	13.7	20.5	
지배순이익 증가율 (%)	83.2	39.8	-23.2	24.5	17.8	
매출총이익률 (%)	40.8	44.8	42.1	42.7	42.8	
영업이익률 (%)	19.5	22.5	18.0	19.0	19.6	
지배순이익률 (%)	16.8	20.3	16.5	19.0	19.2	
EBITDA 마진 (%)	23.2	27.4	23.3	24.0	24.3	
ROIC	31.3	33.8	22.7	22.8	24.8	
ROA	19.7	19.3	12.4	13.9	14.5	
ROE	27.3	25.3	16.1	17.6	18.0	
부채비율 (%)	29.9	31.8	28.9	25.2	22.6	
순차입금/자기자본 (%)	-24.5	-26.8	-24.4	-28.6	-29.2	
영업이익/금융비용 (배)	31.8	60.3	46.5	52.9	63.7	

제노레이 (122310) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-11-25	Not Rated	-	1년		
2021-11-17	Not Rated	-	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.0
Buy(매수)	91.7
Hold(중립)	8.3
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-11-22

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 안주원)
- 당사는 자료공표일 현재 등 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 등 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 등 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 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.