



한국IR협회의

기업리서치센터
Stock Research Center

기업분석 2023.12.06



2023년 코스닥 라이징스타

KOSDAQ | 건강관리장비와서비스

제노레이 (122310)

C-ARM 국내 1위, 종합 영상진단장비 전문기업

체크포인트

- 정형외과, 신경외과 등에서 외과적 수술 시 사용되는 이동형 C-ARM에 대해 국내 시장점유율 70% 이상의 1위 기업
- 국내 유일의 메디칼(C-ARM, Mammography), 덴탈(CT, 파노라마) 영역을 모두 아우르는 X-ray 영상 의료기기 전문기업
- 해외 수출 비중 74.4%(2022년 기준): 5개의 해외 지사, 글로벌 40개 영업망 기반으로 80여개국에 제품 수출
- 2023년 예상실적 기준 밸류에이션은 PER 7.8배, PBR 1.0배, PSR 1.0배로 동종기업 대비 저평가 구간

주가 및 주요이벤트

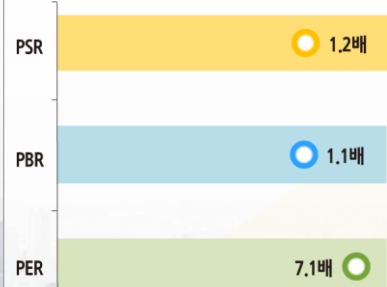


재무지표



주: 2022년 기준, Fnguide WICS 분류 상 건강관리산업 내 등급화

밸류에이션 지표



주: PSR, PER은 2022년 기준, PBR은 3Q23기준 Trailing, Fnguide WICS 분류 상 건강관리산업 내 순위 비교, 우측으로 갈수록 저평가

제노레이 (122310)

Analyst 박선영 sypark@kirs.or.kr
RA 김현주 phhj4050@kirs.or.kr

KOSDAQ

건강관리장비와서비스

국내 이동형 C-ARM 시장점유율 1위의 글로벌 강소기업

제노레이는 2001년 설립된 병원 및 치과용 X-ray 영상진단장비 전문기업. 주요제품은 정형외과, 신경외과 등에서 사용되는 C-ARM, 유방 단층촬영이 가능한 Mammography, 치과용 CT, 파노라마 등이 있음. 메디칼(Medical)과 덴탈(Dental) 영상진단기기를 동시에 커버하는 국내 유일의 기업으로, 이동형 C-ARM 분야는 국내 시장점유율 70% 이상의 1위 기업. 핵심 기술 내재화를 통한 차별화된 제품력으로 전세계 약 80여개국에 제품을 수출하고 있으며, 해외 수출비중은 2022년 기준 약 74.4% 수준임

우수한 재무구조 기반으로 Next Level로 도약을 준비중

동사는 매출 1,000억원 이상의 지속 성장하는 글로벌 의료기기 기업으로의 도약을 위해 1)생산능력, 2)마케팅, 3)연구개발에 대한 선투자 진행중. 2023년 10월 신공장 설립(기존 대비 4배 이상 생산능력 확보), 해외 법인, 마케팅 인력, 연구개발 인력 확대 등을 진행. 선투자로 인한 단기적인 수익성 저하는 피할 수 없으나, 향후 고정비를 초과하는 매출이 발생하는 시점부터는 빠르게 수익성이 회복될 것으로 기대됨

투자의 시기, 수익성 저하, 그로 인한 밸류에이션 할인 구간

2023년 예상실적 기준으로 한 동사의 밸류에이션은 PER 7.8배, PBR 1.0배, PSR 1.0배로 동종 기업 평균 밸류에이션, 코스닥 시장 밸류에이션과 비교 시 모두 저평가 구간으로 판단됨

Forecast earnings & Valuation

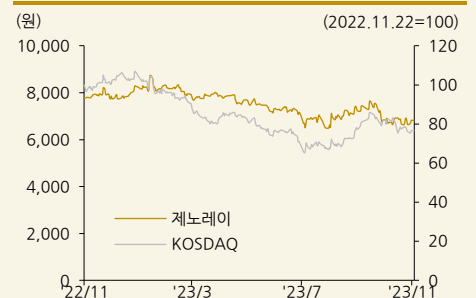
	2019	2020	2021	2022	2023F
매출액(억원)	651	617	743	826	948
YoY(%)	15.7	-5.2	20.4	11.2	14.8
영업이익(억원)	147	111	150	149	131
OP 마진(%)	22.5	18.0	20.1	18.1	13.8
지배주주순이익(억원)	132	102	143	139	124
EPS(원)	975	699	984	955	854
YoY(%)	25.4	-28.3	40.8	-3.0	-10.6
PER(배)	7.7	13.9	10.1	8.1	7.8
PSR(배)	1.6	2.3	1.9	1.4	1.0
EV/EBIDA(배)	5.3	8.8	6.7	5.3	5.1
PBR(배)	1.8	2.1	1.8	1.3	1.0
ROE(%)	25.3	16.1	19.7	16.7	13.3
배당수익률(%)	1.8	1.2	1.7	2.1	2.4

자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

Company Data

현재주가 (12/4)	6,670원
52주 최고가	8,710원
52주 최저가	6,490원
KOSDAQ (12/4)	828.52p
자본금	73억원
시가총액	971억원
액면가	500원
발행주식수	15백만주
일평균 거래량 (60일)	11만주
일평균 거래액 (60일)	8억원
외국인지분율	3.49%
주요주주	박병욱 외 13인 28.21%

Price & Relative Performance



Stock Data

주기수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-3.5	-10.8	-15.8
상대주가	-8.9	-6.6	-25.5

▶ 참고 1) 표지 재무지표에서 안정성 지표는 '이자보상배율', 성장성 지표는 '영업이익 증가율', 수익성 지표는 '영업이익률', 활동성지표는 '총자산회전율', 유동성지표는 '유동비율'임. 2) 표지 밸류에이션 지표 차트는 해당 산업군내 동사의 상대적 밸류에이션 수준을 표시. 우측으로 갈수록 밸류에이션 매력도 높음.

▶ '코스닥 라이징스타'는 우수한 기술력과 성장가능성을 갖춘 기업을 발굴·육성하기 위해 매년 한국거래소가 선정하고 있는 기업군이지만, 투자종목을 권유하는 것은 아님.

기업 개요

1 회사 개요

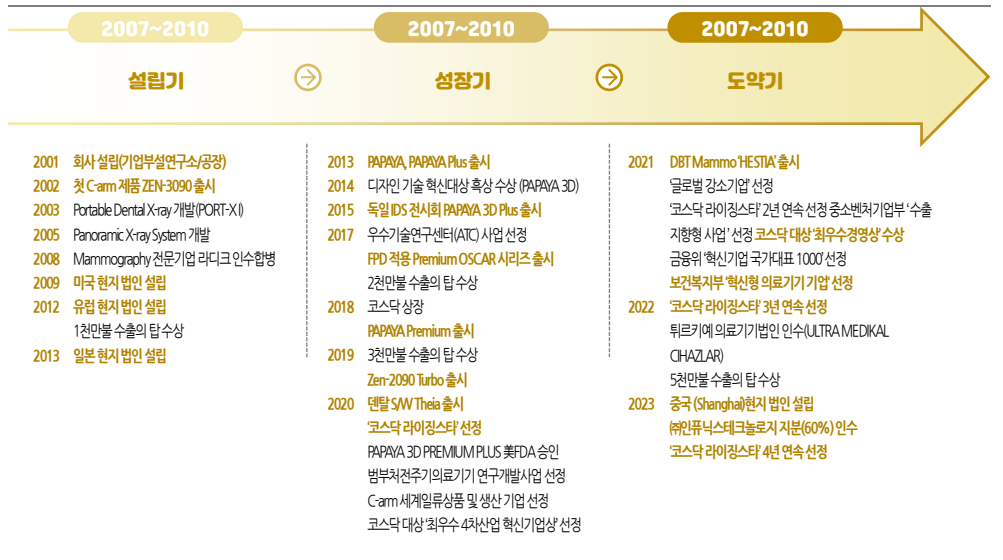
제노레이는 병원 및 치과용 X-ray 영상진단장비 전문기업. 국내 C-ARM 시장점유율 1위, 2022년 기준 수출비중 74%

제노레이는 2001년 설립된 병원 및 치과용 X-ray 영상진단장비 전문기업이다. 동사는 메디칼(Medical)과 덴탈(Dental) 영상진단장비를 동시에 커버하는 국내 유일의 기업으로, 영상진단장비 연구개발 및 생산, 판매를 직접 담당하고 있다. 동사는 2002년 3월 국내 최초 C-ARM 제품인 ZEN-3090을 출시한 이후 라인업을 지속적으로 확장해왔으며, 현재 국내 C-ARM 시장점유율 약 70%의 독보적인 1위 기업이다.

2022년 연결 매출액 826억원 기준으로 사업부문별 매출비중은 메디칼 50.7%(C-ARM 41.4%, Mammography 9.3%), 덴탈 34.5%(CT 28.5%, PAN 6.0%), 기타 15%이며, 지역별 매출비중은 국내 25.6%, 해외 74.4%(아시아 23%, 미주 13%, EMEA 38%)로 해외 수출 비중이 높은 편이다. 동사는 해외 수출확대를 위해 미국, 독일, 일본, 튀르키예, 중국 등 5개의 해외법인, 40여개의 글로벌 파트너십 유통망을 바탕으로 전세계 80여개국에 제품을 수출하고 있다.

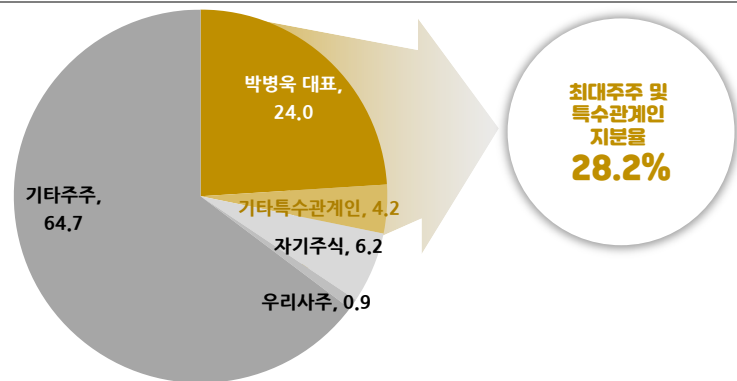
동사는 2018년 코스닥 시장에 상장하였다. 2023년 9월말 기준 동사의 최대주주는 박병욱 대표이사(24.0%)로 특수관계인 지분을 4.2%를 포함하여 최대주주 및 특수관계인이 28.2%의 지분을 보유하고 있다.

회사 연혁



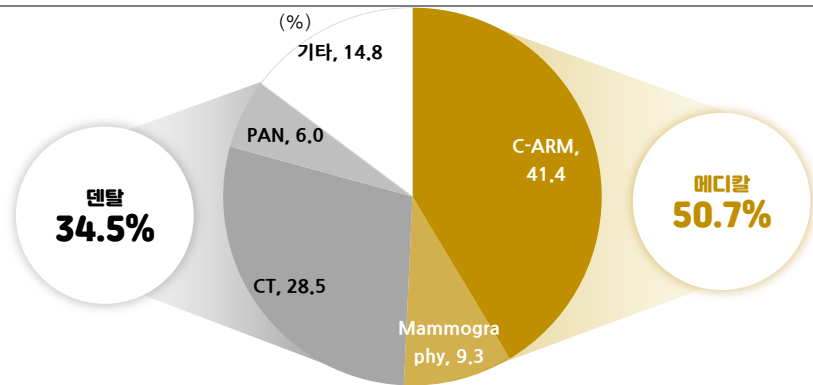
자료: 제노레이, 한국IR협회의 기업리서치센터

주주현황(2023년 9월말 기준)



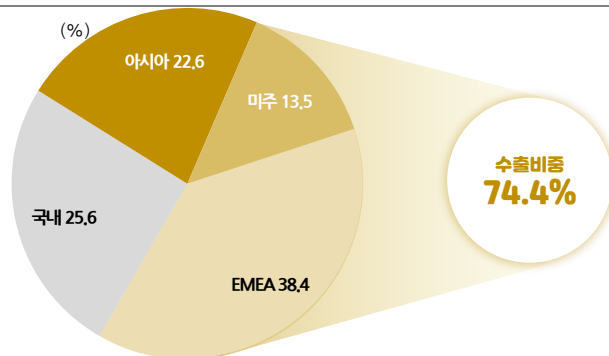
자료: 제노레이, 한국IR협회의 기업리서치센터

사업부분별 매출비중(2022년 기준)



자료: 제노레이, 한국IR협회의 기업리서치센터

지역별 매출 비중 (2022년 기준)



자료: 제노레이, 한국IR협회의 기업리서치센터

2 주요 사업부문 및 주요 제품

제노레이의 주요 사업부문은 병원을 대상으로 하는 (1)메디칼 사업부문과 치과를 대상으로 하는 (2)덴탈 사업부문으로 구분된다.

(1) 메디칼(Medical) 사업부문

C-ARM(매출비중 41.4%):

정형외과, 신경외과 등에서

사용되는 영상진단장비

Mammography(매출비중

9.3%): 산부인과, 내과 등에서

사용되는 유방검사장비

메디칼 사업부문은 정형외과, 신경외과 등에서 사용되는 C-ARM(매출비중 41.4%)과 산부인과, 내과 등에서 유방질환을 발견하고 진단하는데 사용되는 Mammography(매출비중 9.3%)로 구성된다.

C-ARM은 C자 모양으로 생긴 X-ray 영상진단장비로, 주로 정형외과 및 신경외과, 마취통증의학과 등에서 수술 시에 실시간으로 수술 부위를 투시해서 외과적 수술을 진행해야 할 때 사용된다. 동사는 C-ARM 국내 시장점유율 70% 이상의 1위 기업으로, C-ARM 제품 사양에 따라 보급형(Low-end)부터 하이엔드형까지 다양한 라인업을 구축하고 있다. 주요 제품으로는 ZEN-2090 Turbo, OSCAR 15 등이 있다.

Mammography는 유방 내부구조를 촬영하여 영상으로 나타내는 X-ray 영상진단장비로 모든 유방질환을 발견하고 진단하는데 가장 기본적인 검사장비이다. Mammography는 주로 외과, 내과, 산부인과 등에서 많이 사용되며 동사의 X-ray 진단장비 중 가장 고가의 제품으로 수익성이 좋은 편이다.

(2) 덴탈(Dental) 사업 부문

구강내 구조를 영상으로

표시하는 CT(매출비중 28.5%),

Panorama(매출비중 6.0%)

등의 제품으로 구성

덴탈 사업부문은 구강내 구조를 3차원 영상으로 재구성해주는 CT와 구강내 구조를 2차원 사진으로 보여주는 Panorama(PAN), 기타(Portable, Standard X-ray 등) 제품으로 나뉜다. 2022년 연결 매출 기준 각각 28.5%, 6%, 14.8%를 차지하고 있다.

CT는 구강내 구조를 완전한 3차원 영상으로 재구성하여 표시하는 X-ray 영상진단장비로, 잇몸 뼈의 길이와 폭의 형태, 주변의 신경관을 세밀하게 살펴볼 수 있어 주로 치과에서 임플란트 수술 등에 사용된다. Panorama는 구강내 구조를 U자 형태의 2차원 평면사진으로 표시하는 X-ray 영상진단장비로, 주로 치과에서 치아상태 확인 및 교정치료를 위해 사용된다.

국내 덴탈 시장은 경쟁이 치열한 상황이나, 중국과 같은 신흥국 중심으로 신규 치과 의사 수 증가, 대형 프랜차이즈 치과 병원 확장 등의 요인으로 인해 해외 시장은 지속적으로 성장하고 있다. 동사는 2022년 튀르키예 법인 인수, 2023년 중국 법인 설립을 통해 해당 시장에 적극 대응할 예정이다.

주요제품_소프트웨어

Medical S/W
ZENIS



- 편리한 진단과정과 처치
- 모든 PACS 완벽한 호환
- 정확한 진료
- 디지털 병원의 필수 사용환경
- 병원의 경영효율성 증대
- 환자와의 편리한 커뮤니케이션 & 신뢰향상

Dental S/W
THEIA



- 향상된 영상품질
- 빠른 3D Viewing 속도
- 변화에 따른 실시간 영상 처리
- 원활한 환자 상담을 위한 레퍼런스 구성
- 제노레이 통합 진단치료시스템

Mammography S/W
VENUS



- Mammo 임상 워크플로우에 최적화된 강력한 Viewer (자동 보정 모드 탑재)
- HESTIA에 최적화된 영상 획득-처리 워크스태이션
- DICOM 3.0을 지원하여 PACS 연동 구현
- 직관적이고 시인성 높은 비틀 통해 사용 편의성 제공

자료: 제노레이, 한국IR협의회 기업리서치센터

산업 현황

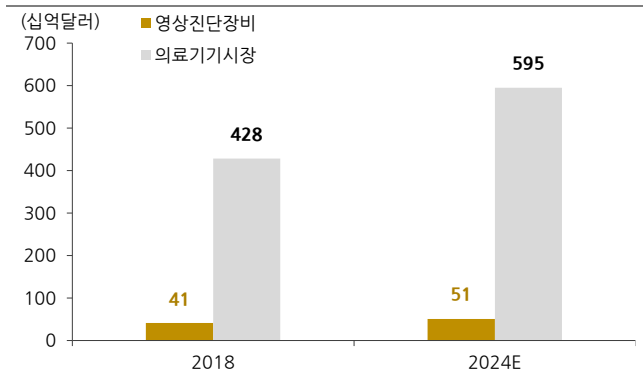
1 글로벌 의료기기 시장

디지털 X-Ray 시장:
2018년 약 87억 달러에서
2024년 약 141억 달러로
연평균 8.4% 성장 전망

글로벌 의료기기 시장은 인구 고령화와 함께 만성질환 유병률 증가, 의료기기 장비기술 발전, 각국 정부 투자 증가 등의 요인으로 인해 꾸준한 성장이 전망되고 있다. 시장조사기관인 EvaluateMedTech에 따르면 글로벌 의료기기 시장은 2018년 약 4,280억 달러에서 2024년 약 5,950억 달러로 연평균 5.6% 성장이 전망되고 있다. 글로벌 의료기기 시장은 체외진단 13%, 심장학 12%, 영상진단 9%, 정형외과학 9%, 기타 57% 등으로 구성되며, 제노레이 제품들은 의료기기 시장에서 3번째 규모로 추정되고 있는 영상진단 시장에 속해 있다.

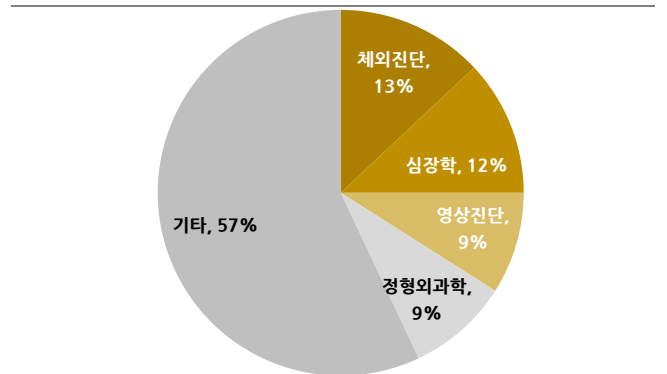
영상진단기기는 인체의 내부조직이나 기관을 포함하여 의학적으로 유용한 모든 생체 정보를 영상화하고 이로부터 진단이나 치료에 이용되는 임상 정보를 추출하고 처리하는 시스템을 말한다. 주로 X-Ray 촬영기기, CT(컴퓨터 단층촬영) 기기, MRI(자기공명영상) 기기, 초음파 영상기기 등으로 구분된다. 글로벌 영상진단기기 시장은 2018년 약 410억 달러에서 2024년 약 510억 달러로 연평균 3.7% 성장이 전망되고 있다. 영상진단기기 시장 중에서도 제노레이가 주력하고 있는 디지털 X-Ray 시장은 2018년 약 87억 달러에서 2024년 약 141억 달러로 연평균 8.4% 성장이 전망되고 있으며, 영상진단장비 시장에서 차지하는 비중도 2018년 21.2%에서 2024년에는 27.7%로 빠르게 확대될 것으로 예상된다.

글로벌 의료기기 시장규모



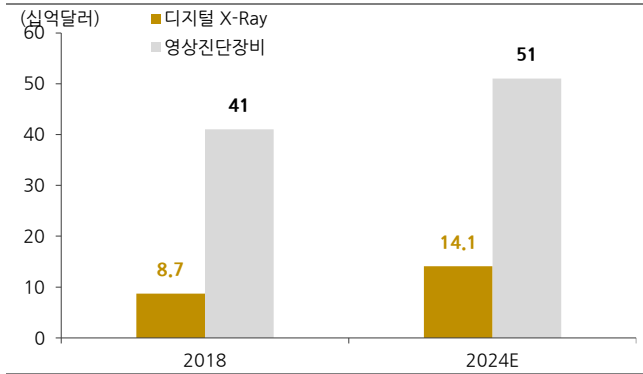
자료: 제노레이(EvaluateMedTech), 한국IR협의회 기업리서치센터

글로벌 의료기기 분야별 구성 비율(2018년 기준)



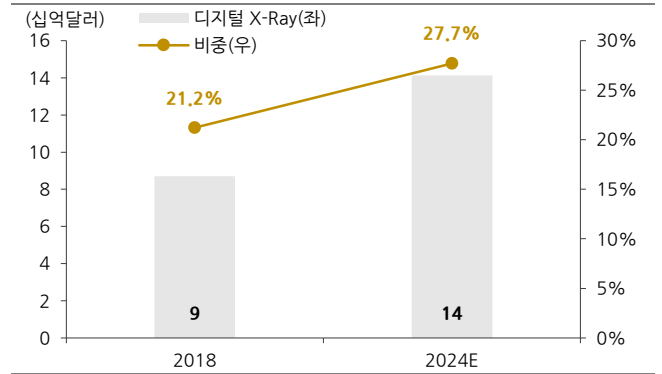
자료: 제노레이(EvaluateMedTech), 한국IR협의회 기업리서치센터

영상 진단장비 시장규모



자료: 제노레이(MarketAndMarket), 한국IR협회의 기업리서치센터

디지털 X-Ray 영상 진단장비 시장 비중



자료: 제노레이(MarketAndMarket), 한국IR협회의 기업리서치센터

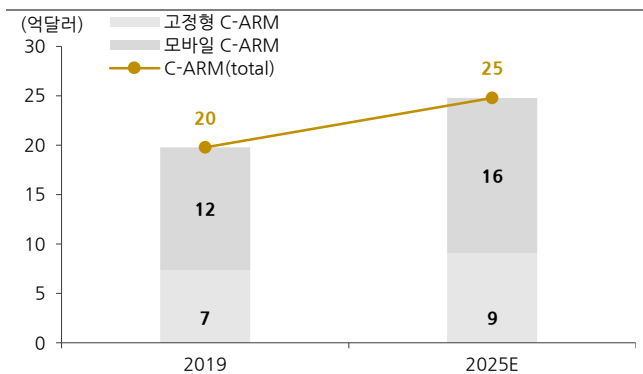
C-ARM 시장은 만성질환자 및 수술 횟수 증가에 따라 꾸준한 성장 전망됨

제노레이의 주력 제품군인 C-arm은 주로 심장학, 정형외과학, 위장병학, 신경학, 종양학 등에서 사용되는 의료기기로 인구 고령화로 인한 만성질환자 및 수술 횟수 증가에 따라 꾸준한 성장이 전망되고 있다. Mordor Intelligence에 따르면 글로벌 C-arm 시장은 2019년 약 19.8억 달러에서 2025년 약 24.8억 달러로 연평균 약 3.8%의 성장이 예상된다. C-arm은 고정형 C-arm과 이동형(모바일) C-arm으로 구분되는데, 제노레이가 주력하고 있는 모바일 C-arm은 고정형 대비 설치공간이 작고 이동성의 장점을 바탕으로 빠르게 성장하고 있다.

Mammography 시장은 유방암 조기 검사 수요 증가로 높은 성장세 이어갈 전망

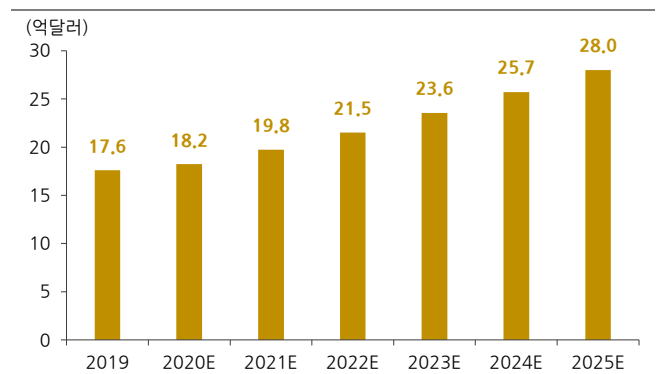
Mammography(맘모그래피)는 유방촬영술로, 유방암 조기진단을 위해 사용되는 가장 기본적인 검사이다. 유방암은 여성에게 가장 흔하게 발생하는 암으로 2020년 세계 암 발생률 1위에 올랐으며 선진국에서 매우 높은 발병률을 보이는 것으로 알려져 있다. 최근에는 유방암 검진 및 조기 퇴치의 중요성이 알려지면서 다수의 기업, 기관 및 협회를 통해 유방암 검진과 연구개발 지원 및 캠페인이 활발하게 진행되고 있다. 또한 개발도상국에서도 소득수준 증가에 따라 유방암 조기 검사의 수요가 높아지고 있는 추세이다. 이에 따라 Mammography 시장은 2019년 17.6억 달러에서 2025년 28.0억 달러로 연평균 약 8.0%의 높은 성장세를 이어갈 것으로 전망되고 있다.

글로벌 C-arm 시장규모 및 전망



자료: 제노레이(Mordor Intelligence), 한국IR협회의 기업리서치센터

글로벌 Mammography 시장규모 전망



자료: 제노레이(Mordor Intelligence), 한국IR협회의 기업리서치센터

2 치과용 진단 시스템 시장

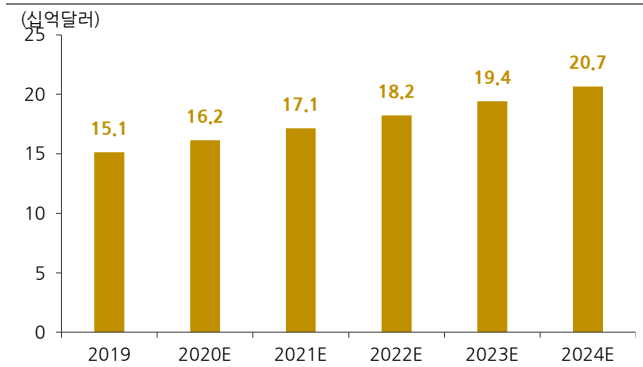
치과용 진단 시스템 시장은
신규 의사수의 증가,
대형 프렌차이즈 치과병원의
확장 등에 따라 신흥국을
중심으로 높은 성장세를 이어갈
전망

치과용 의료기기는 치아와 그 주위 조직 및 구강을 포함하여 악안면의 질병이나 비정상적인 상태 등을 진단, 치료, 예방하기 위한 치과 진료와 치료에 사용되는 의료기기를 말한다.

치과용 의료기기는 용도별로 치과용 진단기기, 치료기기, 치과영상 저장전송시스템, 치과영상 판독지원시스템 등으로 구성된다. 치과 진단기기는 치과용 방사선 촬영장치, 교합 측정장치 등 해부학적 구조나 기능적 양상을 영상으로 보여주는 의료기기로 Dental X-ray, CT스캐너, 파노라마 영상 촬영기기, 교합 측정장치 등이 있다. 치과 치료기기는 임플란트, 보철 등 치과 치료를 위해 필요한 영상 촬영장치 또는 임플란트, 보철 등의 제작을 위한 기기로 3D 구강스캐너, 데스크탑 스캐너, CAD 디자인 소프트웨어, CAM 밀링머신, 치과용 3D 프린터 등이 있다. 치과영상저장전송 시스템은 치과영상 촬영장치를 통해 획득된 영상정보를 디지털 상태로 획득하여 저장하고 판독과 진료기록을 함께 전송하고 검색하기 위해 필요한 기능을 통합적으로 처리하는 시스템이다. 치과영상 판독지원시스템은 치과영상 촬영장치로부터 획득된 영상정보를 인공지능 등 데이터 분석기술을 적용하여 질병을 진단하는데 도움이 되는 진단지표나 병변을 찾아내어 제공하는 진단지원시스템이다.

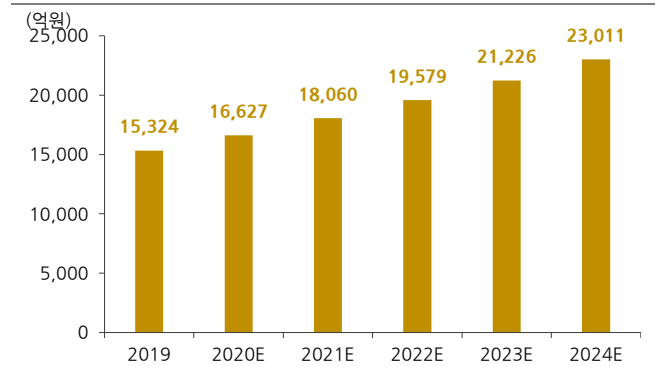
글로벌 치과용 진단 시스템 시장은 2019년 151억 달러에서 2024년 약 207억 달러로 연평균 약 6.4% 성장할 것으로 전망되고 있으며, 국내 치과용 진단 시스템 시장은 2019년 1조 5,324억원에서 2024년 2조 3,011억원 규모로 연평균 약 8.5% 성장이 전망되고 있다. 선진국 및 국내 시장은 진단 시스템의 가격이 하락하고 성능이 개선됨에 따라 꾸준한 교체 수요가 발생하고 있으며, 신흥국의 경우에는 신규 의사 수의 증가, 대형 프렌차이즈 치과병원의 확장 등에 힘입어 높은 성장세를 나타낼 것으로 전망되고 있다.

글로벌 치과용 진단 시스템 시장규모 및 전망



자료: 제노레이(중소벤처기업부), 한국IR협의회 기업리서치센터

국내 치과용 진단 시스템 시장규모 및 전망



자료: 제노레이(중소벤처기업부), 한국IR협의회 기업리서치센터



투자포인트

1 국내 C-ARM 시장점유율 1위의 글로벌 강소기업

제노레이는 X-ray 영상진단기기 분야에서 메디칼과 덴탈 영역을 아우르는 균형잡힌 제품 포트폴리오를 갖춘 국내 유일의 기업이다. 동사는 국내 C-ARM 시장점유율 약 70%의 1위 기업으로 브랜드 인지도를 쌓아가고 있으며, Mammography, 치과용 등의 제품을 바탕으로 국내뿐 아니라 해외에서도 종합 영상진단장비 기업으로 성장하고 있다.

동사는 (1)핵심기술 내재화를 통한 차별화된 기술력 기반으로 메디칼과 덴탈 영역을 아우르는 제품 포트폴리오를 보유하고 있으며, (2)차별화된 제품력 기반으로 해외 수출비중 74.4%를 달성하는 등 우수한 실적을 달성하고 있다.

(1) 핵심기술 내재화를 통한 영상진단분야 메디칼/덴탈 제품 포트폴리오 보유

동사는 영상진단기기 분야에서 X-ray의 핵심 기술인 X-ray 제너레이터 제조 기술을 보유하고 있으며, 플랫 패널 디텍터를 자체적으로 개발하여 생산하고 있다. 또한 취득한 의료 영상의 활용을 위한 3D 영상처리 및 보정 알고리즘 기술을 보유하고 있으며, 이를 바탕으로 C-ARM, Mammography, 치과영상 등의 응용 소프트웨어를 보유하고 있다.

의료용 X-ray의 근본 메커니즘은 메디칼과 덴탈 모두 동일하나, 사용자가 요구하는 성능과 영업방식이 상이하기 때문에 두 부문을 동시에 영위하기 위해서는 상당한 기술력과 영업 노하우가 필요하다. 동사는 원천 기술, 생산 시설, 국내의 영업망을 모두 자체적으로 보유하고 있어 센서, 노이즈 필터링, 영상 및 소프트웨어 등의 공통 기술 개발 협력, 상호 영업망 공유를 통한 시너지를 내고 있다. 특히 동사는 동일 기종 내에서도 사양 다변화를 통해 Low-end 제품부터 High-end 제품까지 다양한 라인업을 구축하고 있으며, 최근에는 브랜드 인지도 상승 및 고객의 요청에 따라 High-end 제품을 강화하여 종합병원이나 2차병원까지도 확대할 수 있는 제품으로 제품 포트폴리오를 확장하고 있다.

동사는 안정적인 영업망과 다각화된 제품 포트폴리오, 판매에서 고객 대응까지의 원스탑 솔루션을 바탕으로 국내외 점유율을 높이고, 신제품 개발을 통한 성장 모멘텀을 지속하기 위해 노력하고 있다.

(2) 차별화된 제품력 기반으로 해외 수출 비중 74.4%

동사는 2022년 기준 매출액 826억원 중 약 74.4%인 615억원의 매출을 해외 수출로 달성하였다. 수출 지역별로 보면 아시아 22.6%, 미주 13.5%, EMEA 38.4%로 구성된다.

안정적인 영업망,
다각화된 제품 포트폴리오,
판매에서 고객 대응까지의
원스탑 솔루션을 바탕으로
국내외 점유율을 높이고,
신제품 통한 성장 모멘텀 보유

글로벌 현지화 전략 및
지역별 차별화 전략을 바탕으로
해외 수출은 더욱 확대될 전망

동사는 미국, 독일(유럽), 일본, 튀르키예, 중국 5곳에 현지법인을 보유하고 있으며, 40여개의 글로벌 파트너십 유통망 운영을 바탕으로 해외 시장의 수요에 대응하고 있다. 해외의 병/의원 시장은 보건 증진이라는 공익적 목적의 정부 입찰기회가 많이 존재한다는 특징이 있다. 동사는 차별화된 제품력 및 가격 경쟁력 등을 바탕으로 해외 국가별 입찰 참여를 통해 수 차례의 입찰 유지 경험을 보유하고 있으며, 이를 토대로 국가별 입찰 참여를 위한 영업 전략을 수행하고 있다. 국가 입찰의 경우 단기간에 특정 대수 이상의 장비 판매를 담보할 수 있으며, 해당 국가 내 레퍼런스를 바탕으로 추가적인 구매로 이어질 수 있다는 장점이 있다.

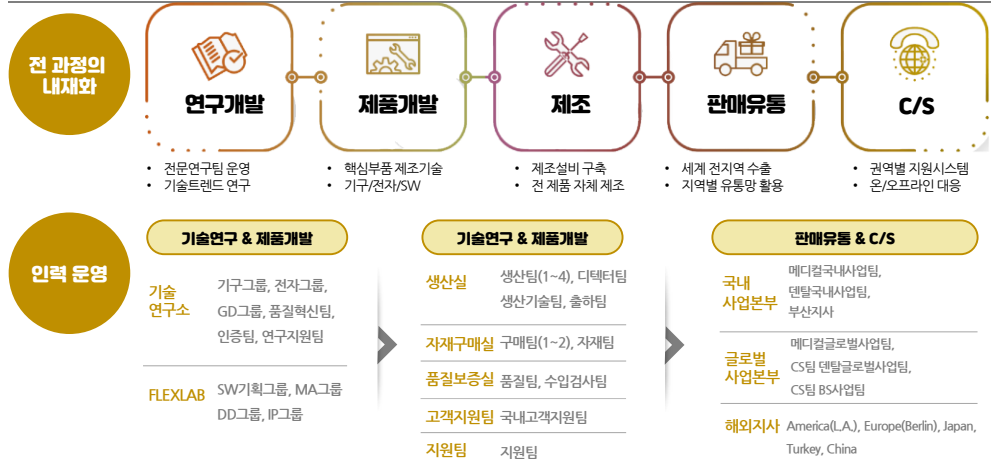
동사는 글로벌 현지화 전략을 통해 지역별 차별화 전략을 구사하고 있다. 북미/유럽과 같은 구매력 높은 선진시장의 경우 프리미엄 제품 출시를 통한 제품 라인업 강화, 법인을 통한 A/S, 기술 지원 등의 대응력 강화를 통해 시장을 확대할 전망이다. 중국, 인도와 같은 신흥시장의 경우 메가 달러 확보를 통한 밀착 영업 및 마케팅 지원, 전략적 제휴 등을 통한 시장 선점 및 입지 확대 전략을 추진하고 있다. 중동/아프리카 등의 시장은 각국 정부 입찰 참여를 통해 매출을 확대하고 있으며, 동사는 최근 중남미에서 가장 큰 시장인 브라질 시장에 진입을 시작으로 중남미 전역으로의 신규시장 개척을 진행하고 있다. 이를 위해 동사는 다수의 글로벌 전시회/학회 참여를 통해 제품 및 브랜드 인지도 제고를 통한 수출 매출 확대에 힘쓰고 있다.

자체개발 X-Ray 핵심 기술

<p>X-ray Generator 제조 기술 자체 연구개발 및 생산</p> 	<p>Flat-panel detector 개발 생산 CMOS FPD 양산 및 제품 적용 자체 연구개발 및 생산</p> 
<p>3D 영상 재구성 및 가시화 영상처리 및 보정 알고리즘 (Image Processing Algorithm)</p> 	<p>응용 소프트웨어 C-ARM 전용 - ZENIS 치과영상 통합 - Theia Mammo 전용 - Smart Mam</p> 

자료: 제노레이, 한국IR협의회 기업리서치센터

연구개발부터 제조, 판매유통, CS까지 전 과정의 내재화



자료: 제노레이, 한국IR협의회 기업리서치센터

제품 라인업 강화



High-end C-Arm CT OSCAR 3D

- 고속 3D C Arm CT/혈관조영
- CMOS FPD / 25kW
- Low dose / 지능형 시술지원
- High end 점유율 확대 목표



DBT Mammography HESTIA

- 자체개발 Digital Breast Tomography
- Stereotactic Biopsy,
- 초음파 영상 종합

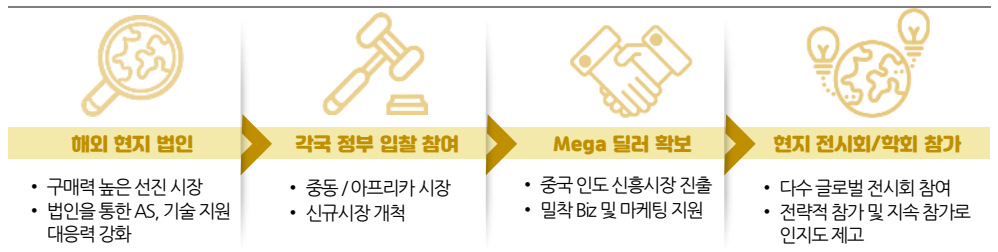


Dental 3D Software THEIA

- 3D 실시간 영상 처리
- 3D 응용 진단 치료 편의성 증대
- 편리한 유저 인터페이스

자료: 제노레이, 한국IR협의회 기업리서치센터

글로벌 현지화 전략



자료: 제노레이, 한국IR협의회 기업리서치센터

지역별 차별화 전략



자료: 제노레이, 한국IR협의회 기업리서치센터

2 우수한 재무구조 기반으로 Next Level로 도약을 준비하는 기업

우수한 재무구조를 기반으로
지속적으로 성장하는 글로벌
의료기기 기업으로 도약을 위해
1) 생산능력, 2) 마케팅, 3)
연구개발에 대한 선투자 진행중

제노레이는 2014년 매출액 286억원에서 2022년 매출액 826억원으로 8년간 연평균 14.2%의 매출액성장률을 달성하였으며, 영업이익은 2014년 9억원에서 2022년 149억원으로 8년간 연평균 42%의 영업이익성장률을 이어오고 있는 의료기기 전문기업이다. 꾸준한 매출 및 이익성장을 바탕으로 당사는 2022년말 기준 유동비율은 391.7%, 부채비율 20.7%, 차입금의존도 8.7%로 안정적인 재무구조를 보유하고 있다.

일반적으로 국내 의료기기/장비 기업들의 경우 글로벌 의료기기 업체 대비 부족한 인지도 등의 요인으로 인해 시장확보의 어려움이 존재한다. 따라서 업계에서는 매출액 1,000억원 돌파를 기업의 중장기 성장성에 대해 판단할 수 있는 중요한 기점으로 여긴다. 당사는 우수한 재무구조를 기반으로 지속적으로 성장하는 글로벌 의료기기 기업으로의 도약을 위해 1) 생산능력, 2) 마케팅, 3) 연구개발에 대한 선투자가 필요하다고 판단하고, 이를 진행하고 있다.

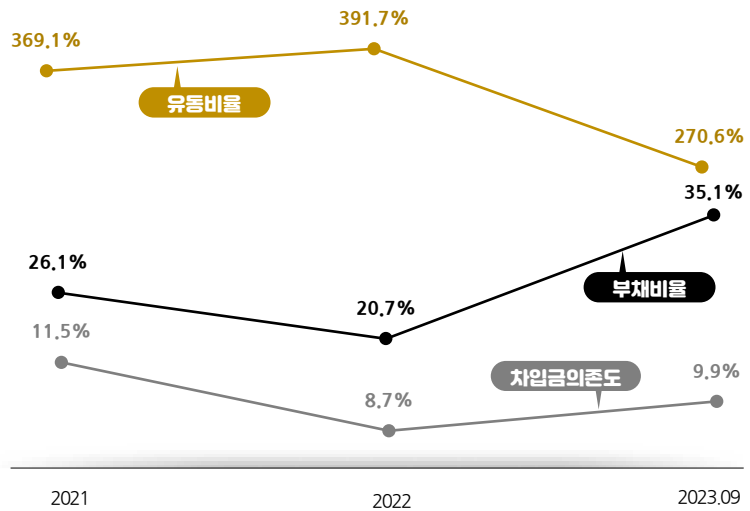
당사는 2023년 10월 경기도 성남시에 약 4,400평 규모에 달하는 신공장을 설립하였다. 신공장 설립을 통해 기존 보다 4배 이상의 생산능력을 갖추게 되었으며, 해외 고객 수요에 따른 제품 생산 대응이 가능한 시스템을 갖추고 있다.

또한 당사는 마케팅 강화를 위해 해외 법인설립 및 인력강화에 힘쓰고 있다. 당사는 2022년 8월 튀르키예 법인(ULTRA MEDIKAL) 인수를 통한 중동-아프리카 시장 대응 강화, 2023년 3월 중국지사 법인(Genoray Shanghai Medical Equipment Co., Ltd.) 설립을 통한 중국 내 치과 영상진단기기 현지 고객관리 강화, 의료기기인증 획득, 시장 조사 등 중국시장으로의 본격 진출을 준비하고 있다. 또한 영업관련 임직원수는 2021년말 기준 62명에서 2022년말 기준 74명, 2023년 9월말 기준 84명으로 약 35% 이상 인력을 확대하여 매출 확대를 위한 인력보강을 진행하고 있다.

연구개발에 있어서는 우수한 인력 확보 및 유지가 무엇보다 중요하다. 동사는 서울시 강남구에 소프트웨어 전문 연구소인 FLEXLAB을 설립하여 의료용/치과용 영상촬영 장비를 제어하는 소프트웨어 및 X선 영상 시스템 및 영상 처리 기술을 연구하고 있다.

이러한 미래성장을 위한 선투자 집행은 감가상각비, 인건비, 연구개발비 등 고정비성 비용의 상승 요인이며, 이로 인해 단기적인 수익성 저하는 피할 수 없다. 하지만 매출액 1,000억원 돌파 이후 회사의 지속가능한 매출 성장을 견인하기 위해서는 시기 적절한 투자 의사 결정이라고 판단되며, 향후 고정비를 초과하는 매출 성장이 발생하는 시점부터는 빠르게 수익성이 회복되면서 Next Level로 도약이 기대된다.

유동비율 & 부채비율 & 차입금의존도



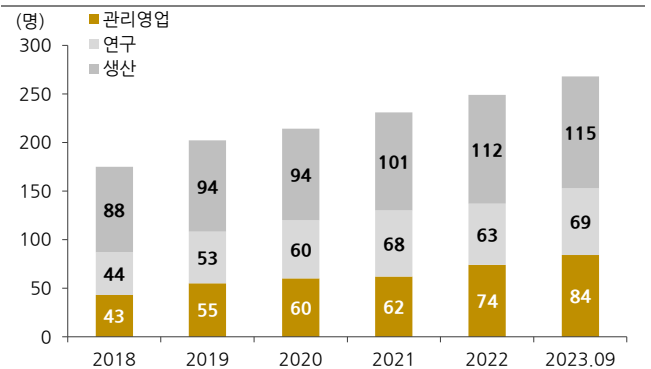
자료: 제노레이, 한국IR협의회 기업리서치센터

제노레이 성남 제1공장 설립



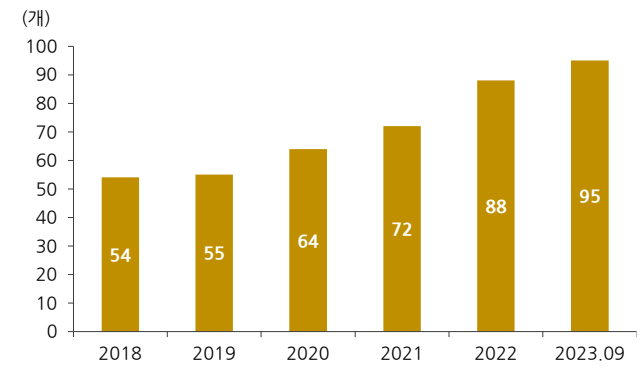
자료: 제노레이(언론참조), 한국IR협의회 기업리서치센터

제노레이 임직원수 추이



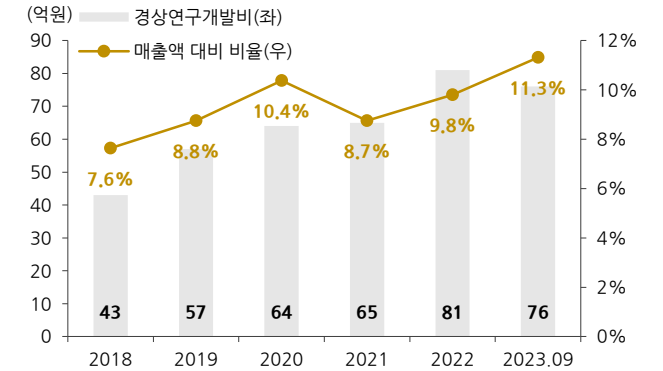
자료: 제노레이, 한국IR협의회 기업리서치센터

지식재산권 현황



자료: 제노레이, 한국IR협회의 기업리서치센터

R&D 투자 추이



자료: 제노레이, 한국IR협회의 기업리서치센터



실적 추이 및 전망

1 2022년 실적 추이

연결기준으로 2022년 실적은 매출액 826억원(YoY +11.2%), 영업이익 149억원(YoY -0.3%), 영업이익률 18.1%(전년대비 2.0%p 하락), 지배주주순이익 139억원(YoY -3.0%)이다. C-ARM 매출액이 2021년 271억원에서 2022년 342억원으로 전년대비 26.3% 성장함에 따라 메디칼 사업부문의 매출 성장(전년대비 21.0%)을 견인했다. 상대적으로 덴탈 사업부문은 업황 부진에 따라 전년대비 3.3% 매출이 감소하였다.

비용 측면에서는 매출원가율이 전년대비 1.0%p 개선되었으나 인건비성 비용, 지급수수료, 경상연구개발비 증가에 따른 판매관리비 비율이 2021년 21.6%에서 2022년 24.6%로 전년대비 3.1%p 상승함에 따라 영업이익률이 전년대비 하락하였다.

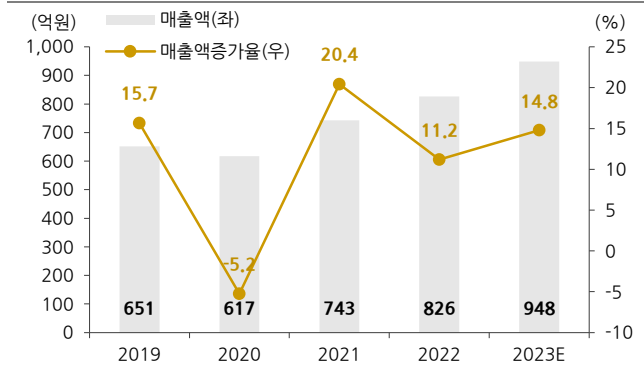
2 2023년 실적 전망

2023년 실적은 매출액 948억원(YoY +14.8%), 영업이익 131억원(YoY -12.1%), 영업이익률 13.8%(전년대비 4.3%p 하락), 지배주주순이익 124억원(YoY -10.6%)을 전망한다.

연결기준 2023년 3분기 누적실적은 매출액 672억원(YoY +16.9%), 영업이익 86억원(YoY -13.5%), 영업이익률 12.8%(전년대비 4.5%p 하락), 지배주주순이익 86억원(YoY -11.4%)이다. 2023년에는 러시아, 브라질 등의 국가 입찰을 바탕으로 메디칼 사업부문의 매출 성장이 실적과 크게 연동되고 있다. 메디칼 사업부문은 2022년 3분기 누적 매출액 290억원에서 2023년 3분기 누적 매출액 383억원으로 전년동기대비 32.3% 매출이 성장하였으며, 덴탈 사업부문은 2022년 3분기 누적 매출액 204억원에서 2023년 3분기 누적 매출액 195억원으로 전년동기대비 4.6% 매출이 감소하였다. 특히 메디칼 사업부문 중에서도 동사의 주력 제품군인 C-ARM은 1분기 99억원(YoY +34.9%), 2분기 120억원(YoY +44.3%), 3분기 103억원(YoY +32.9%)의 매출액을 달성하며 전사의 매출 성장을 견인하였다. Mammography는 3분기에 대규모 입찰 납품이 진행됨에 따라 1분기 18억원, 2분기 18억원 매출에서 3분기 25억원으로 매출이 크게 확대되었으며 4분기도 호실적이 이어질 것으로 예상된다. 또한 고가의 장비를 취급하는 의료기기의 특성상 4분기는 병의원이나 국가입찰 등 주문이 집중되는 연간 최대 성수기로, 분기 최대 매출실적이 기대된다.

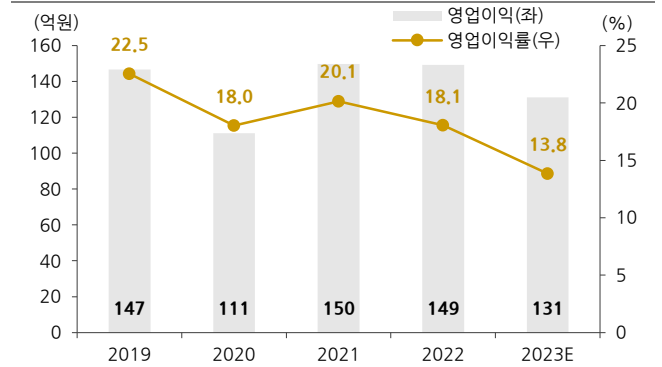
비용 측면에서는 2022년에 이어 2023년에도 인건비성 비용, 지급수수료, 경상연구개발비 등의 비용이 확대되고 있다. 특히 2023년 3월 중국법인 설립, 10월 성남 제1공장 설립 등으로 인해 감가상각비, 인건비, 연구개발비 등 고정비용 비용이 상승하고 있으며, 이로 인한 단기적인 수익성 저하는 피할 수 없는 상황으로 전망된다.

매출액 추이



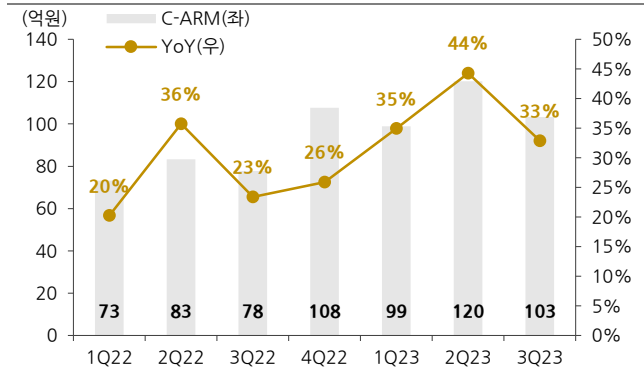
자료: 제노레이, 한국IR협의회 기업리서치센터

영업이익 추이



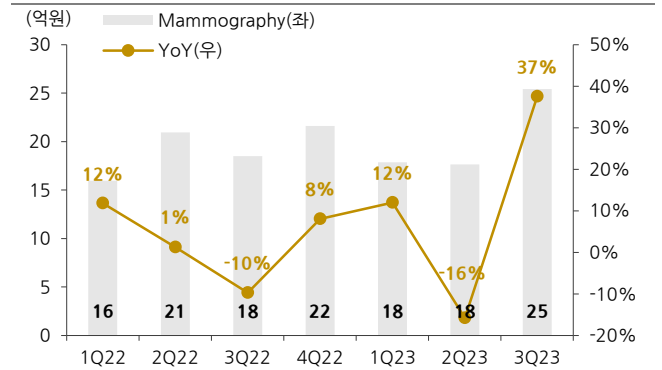
자료: 제노레이, 한국IR협의회 기업리서치센터

C-ARM 매출액 추이



자료: 제노레이, 한국IR협의회 기업리서치센터

Mammography 매출액 추이



자료: 제노레이, 한국IR협의회 기업리서치센터

실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %)

	2019	2020	2021	2022	2023F
매출액	651	617	743	826	948
증가율 (%)	15.7	-5.2	20.4	11.2	14.8
메디칼 사업부문	319	296	346	419	538
덴탈 사업부문	259	241	295	285	271
기타	73	79	102	122	139
매출원가	359	357	433	473	571
매출원가율 (%)	55.1	57.9	58.3	57.3	60.2
매출총이익	292	260	310	353	377
매출총이익률 (%)	44.8	42.1	41.7	42.7	39.7
영업이익	147	111	150	149	131
영업이익률 (%)	22.5	18.0	20.1	18.1	13.8
증가율 (%)	33.9	-24.2	34.6	-0.3	-12.1
세전계속사업이익	150	107	158	157	140
(지배주주)당기순이익	132	102	143	139	124
순이익률 (%)	20.3	16.5	19.3	16.8	13.1

자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

Valuation

1 동종기업 대비 밸류에이션 저평가 구간

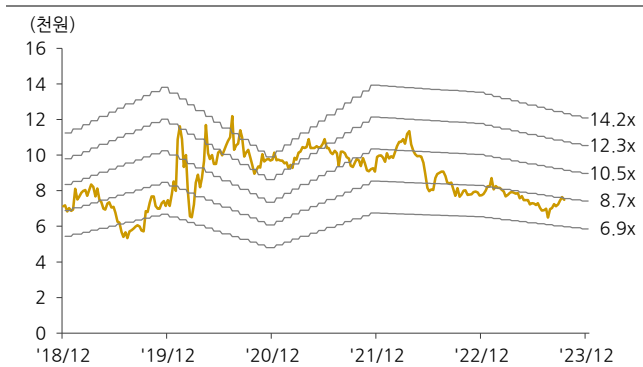
현 주가수준은 2023년
 예상실적 기준으로 PER 7.8배,
 PBR 1.0배, PSR 1.0배로
 동종기업 대비,
 역사적인 밴드차트 대비
 모두 저평가 구간

제노레이의 2023년 예상실적인 매출액 948억원, 영업이익 131억원, 지배주주순이익 124억원을 기준으로 한 밸류에이션은 PER 7.8배, PBR 1.0배, PSR 1.0배이다. 동사의 현재 주가수준을 판단하기 위해 국내 코스닥시장에 상장되어 있는 X-ray 영상진단장비 사업을 영위하는 동종기업 4개사(바텍, 레이, 뷰웍스, 레이언스)를 비교대상기업으로 하여 밸류에이션 수준을 비교해보고자 한다.

2023년 컨센서스 실적을 기준으로 한 동종기업들의 밸류에이션 평균은 PER 15.3배, PBR 1.3배, PSR 1.4배 수준으로 현 시점 동사의 주가는 동종기업 대비 상대적인 저평가 구간으로 판단된다. 또한 동사의 현 주가수준은 동사의 상장 이래 역사적인 PER, PBR 밴드차트 상에서도 하단 구간에 위치하고 있으며, 동사가 속한 코스닥 시장의 밸류에이션인 PER 35.9배, PBR 2.8배, PSR 1.8배와 비교해도 크게 저평가 구간으로 판단된다.

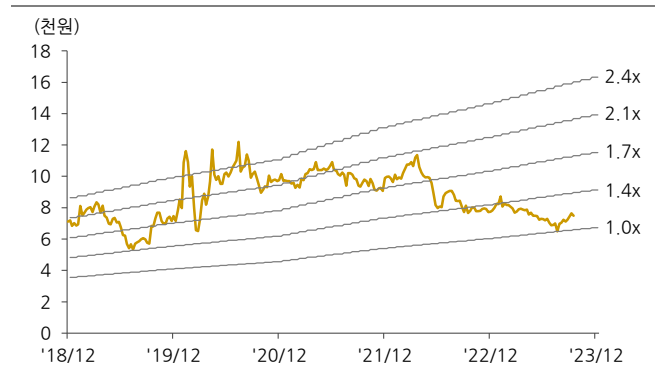
동사는 동종기업들과 비교 시 매출 성장성이나 수익성 측면에서 크게 뒤쳐지지는 않으나 매출액이나 이익의 규모 측면에서 세컨티어로 분류되며 상대적으로 밸류에이션 디스카운트를 받아왔다. 동사는 최근 매출액 1,000억원을 돌파하며 글로벌 의료기기 업체로 나아가기 위한 기반을 다지기 위한 투자를 선제적으로 진행하고 있다. 시설/인력/마케팅 확대를 위한 투자가 선행됨에 따라 실적 측면에서 단기적으로는 수익성이 과거대비 하락할 것으로 예상되고 있다. 하지만 지속적인 매출 성장을 통해 늘어난 고정비를 넘어서는 수준의 매출성장 구간 도래 시 매출보다 수익이 더 빠르게 성장하며 밸류에이션 디스카운트 요인을 해소할 수 있을 것으로 기대된다.

PER 밴드 차트



자료: 제노레이, 한국IR협의회 기업리서치센터

PBR 밴드 차트



자료: 제노레이, 한국IR협의회 기업리서치센터

동종기업 비교

(단위: 원, 억원, %, 배)

		제노레이	바텍	레이	뷰웍스	레이언스
주가(원) 2023년 12월 4일 종가 기준		6,670	31,550	22,250	26,500	9,090
시가총액 (억원)		971	4,687	3,401	2,650	1,508
자산총계(억원)	2021	994	4,200	1,773	2,408	2,418
	2022	1,062	5,111	2,222	2,884	2,620
	2023E	1,212	5,832	2,496	2,952	2,757
자본총계(억원)	2021	788	2,732	1,007	1,880	2,006
	2022	880	3,493	1,163	2,092	2,247
	2023E	982	4,135	1,324	2,172	2,356
매출액(억원)	2021	743	3,390	903	1,931	1,346
	2022	826	3,951	1,290	2,379	1,472
	2023E	948	3,900	1,524	2,191	1,475
영업이익(억원)	2021	150	655	34	348	241
	2022	149	796	162	437	254
	2023E	131	740	143	194	207
영업이익률(%)	2021	20.1	19.3	3.7	18.0	17.9
	2022	18.1	20.2	12.6	18.3	17.2
	2023E	13.8	19.0	9.4	8.9	14.0
지배주주순이익(억원)	2021	143	512	0	335	145
	2022	139	769	80	265	220
	2023E	124	660	102	145	198
ROE(%)	2021	18.2	18.8	-0.0	17.8	7.2
	2022	15.8	22.0	6.8	12.7	9.8
	2023E	13.3	16.0	7.7	6.7	8.4
PER(배)	2021	10.1	10.2	N/A	12.5	14.1
	2022	8.1	6.3	40.9	11.4	8.3
	2023E	7.8	7.3	34.7	18.9	7.7
PBR(배)	2021	1.8	1.9	3.7	2.2	1.0
	2022	1.3	1.4	2.8	1.4	0.8
	2023E	1.0	1.2	2.7	1.3	0.6
PSR(배)	2021	1.9	1.5	4.2	2.2	1.5
	2022	1.4	1.2	2.5	1.3	1.2
	2023E	1.0	1.2	2.3	1.2	1.0
배당수익률(%)	2020	1.2	0.5	0.0	1.5	0.9
	2021	1.7	0.3	0.0	1.8	0.8
	2022	2.1	0.3	0.0	2.3	2.7

주: 2023년 예상실적은 시장 컨센서스 기준

자료: Quantwise, 한국IR협회의 기업리서치센터

! 리스크 요인

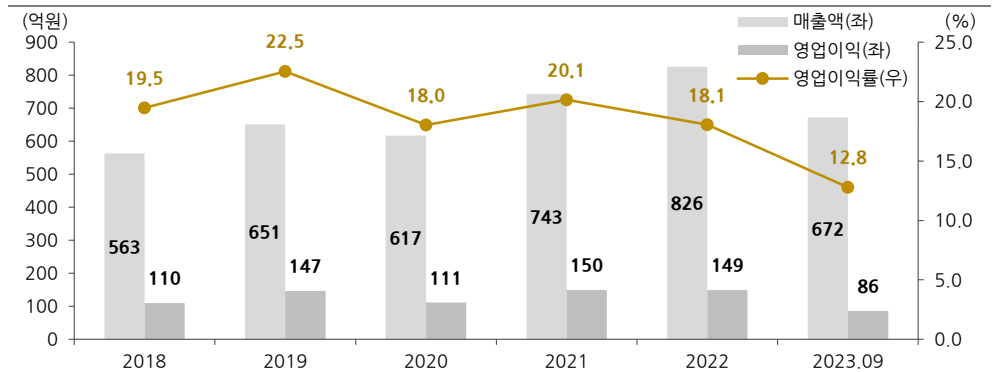
1 영업이익률 하락 추이

**중장기 성장동력 확보를 위한
선투자 집행으로 인해
단기적인 수익성 훼손 불가피**

제노레이는 최근 영업이익률이 하락 추세에 있다. 동사의 영업이익률은 2021년 20.1%에서 2022년에는 18.1%로 전년 대비 2.0%p 하락하였고, 2023년 3분기 누적 기준 영업이익률은 12.8%로 전년 동기 대비 4.5%p 하락하였다. 영업이익률 하락으로 인해 매출액 성장에도 불구하고 당기순이익이 2022년에 이어 2023년에도 전년도 대비 소폭 하락할 것으로 전망되며 이는 투자자에게는 리스크 요인으로 볼 수 있다.

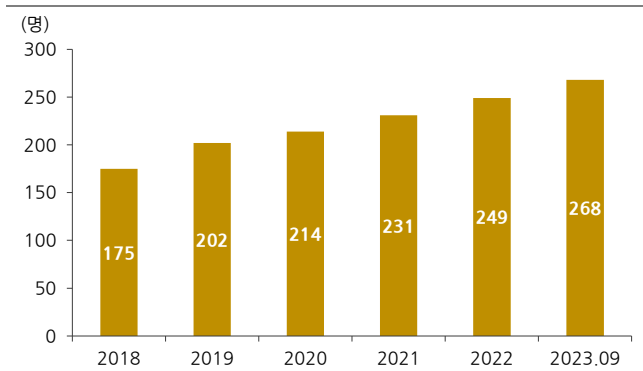
하지만 앞서 투자 포인트에서 언급했던 대로 현재 동사는 회사의 중장기 성장동력 확보를 위한 선투자를 집행하는 구간에 진입해 있다. 투자설비를 증설하고, 해외 매출확장을 위한 마케팅 인력을 확대하고, 매출을 위한 좋은 제품 개발을 위한 연구개발을 확장하는 국면으로, 단기적으로는 투자/비용 확대에 따른 일시적인 수익성 훼손은 불가피하나, 매출 확대를 통해 늘어난 고정비성 비용을 초과하는 매출 확대를 통해 다시 수익성이 개선될 것으로 기대된다.

실적 추이: 영업이익률 하락세



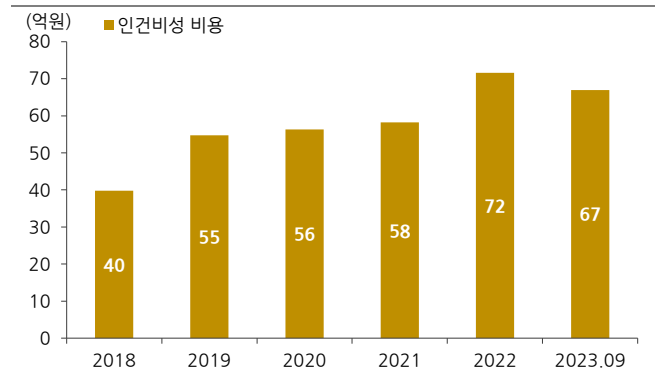
자료: 제노레이, 한국IR협의회 기업리서치센터

임직원수 추이



자료: 제노레이, 한국IR협의회 기업리서치센터

인건비성 비용 추이



자료: 제노레이, 한국IR협의회 기업리서치센터

포괄손익계산서

(억원)	2019	2020	2021	2022	2023F
매출액	651	617	743	826	948
증가율(%)	15.7	-5.2	20.4	11.2	14.8
매출원가	359	357	433	473	571
매출원가율(%)	55.1	57.9	58.3	57.3	60.2
매출총이익	292	260	310	353	377
매출이익률(%)	44.8	42.1	41.7	42.7	39.7
판매관리비	145	149	160	203	246
판매비율(%)	22.3	24.1	21.5	24.6	25.9
EBITDA	178	144	185	186	179
EBITDA 이익률(%)	27.4	23.3	24.9	22.5	18.9
증가율(%)	36.5	-19.3	28.8	0.1	-3.5
영업이익	147	111	150	149	131
영업이익률(%)	22.5	18.0	20.1	18.1	13.8
증가율(%)	33.9	-24.2	34.6	-0.3	-12.1
영업외손익	3	-4	8	8	9
금융수익	11	12	12	25	23
금융비용	9	16	6	18	14
기타영업외손익	0	0	2	1	1
종속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	150	107	158	157	140
증가율(%)	35.6	-28.6	47.5	-0.5	-10.6
법인세비용	17	5	15	18	16
계속사업이익	132	102	143	139	124
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	132	102	143	139	124
당기순이익률(%)	20.3	16.5	19.3	16.8	13.1
증가율(%)	39.8	-23.2	40.8	-3.0	-10.6
지배주주지분 순이익	132	102	143	139	124

현금흐름표

(억원)	2019	2020	2021	2022	2023F
영업활동으로인한현금흐름	107	85	154	148	114
당기순이익	132	102	143	139	124
유형자산 상각비	18	20	22	25	30
무형자산 상각비	14	13	13	11	18
외환손익	2	4	1	4	0
운전자본의감소(증가)	-78	-48	-46	-34	-58
기타	19	-6	21	3	0
투자활동으로인한현금흐름	-83	-28	-123	-216	-111
투자자산의 감소(증가)	0	0	0	-3	0
유형자산의 감소	0	0	1	1	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-10	-6	-53	-92	-118
기타	-73	-22	-71	-122	7
재무활동으로인한현금흐름	19	-18	-16	-82	14
차입금의 증가(감소)	47	23	17	-22	36
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-14	-19	-17	-24	-22
기타	-14	-22	-16	-36	0
기타현금흐름	0	-0	0	-0	0
현금의증가(감소)	43	40	15	-150	16
기초현금	102	145	185	200	51
기말현금	145	185	200	51	67

재무상태표

(억원)	2019	2020	2021	2022	2023F
유동자산	590	637	719	684	700
현금성자산	145	185	200	51	67
단기투자자산	101	86	121	197	125
매출채권	129	107	138	94	98
재고자산	191	236	224	296	355
기타유동자산	24	23	36	47	55
비유동자산	195	220	275	378	513
유형자산	61	60	96	170	258
무형자산	119	142	160	188	235
투자자산	0	0	0	0	0
기타비유동자산	15	18	19	20	20
자산총계	785	857	994	1,062	1,212
유동부채	156	176	195	175	222
단기차입금	54	97	114	92	127
매입채무	40	35	20	18	20
기타유동부채	62	44	61	65	75
비유동부채	33	16	11	8	8
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	16	0	0	0	0
기타비유동부채	17	16	11	8	8
부채총계	189	192	206	182	230
지배주주지분	596	665	788	880	982
자본금	25	73	73	73	73
자본잉여금	234	186	186	186	186
자본조정 등	-18	-30	-35	-59	-59
기타포괄이익누계액	0	-1	1	3	3
이익잉여금	355	437	563	678	780
자본총계	596	665	788	880	982

주요투자지표

	2019	2020	2021	2022	2023F
P/E(배)	7.7	13.9	10.1	8.1	7.8
P/B(배)	1.8	2.1	1.8	1.3	1.0
P/S(배)	1.6	2.3	1.9	1.4	1.0
EV/EBITDA(배)	5.3	8.8	6.7	5.3	5.1
배당수익률(%)	1.8	1.2	1.7	2.1	2.4
EPS(원)	975	699	984	955	854
BPS(원)	4,094	4,571	5,416	6,044	6,748
SPS(원)	4,794	4,239	5,105	5,676	6,515
DPS(원)	135	120	170	160	160
수익성(%)					
ROE	25.3	16.1	19.7	16.7	13.3
ROA	19.3	12.4	15.5	13.5	10.9
ROIC	33.9	22.5	25.0	20.0	14.2
안정성(%)					
유동비율	377.2	361.8	369.1	391.7	315.2
부채비율	31.8	28.9	26.1	20.7	23.4
순차입금비율	-25.4	-23.1	-24.3	-16.6	-5.5
이자보상배율	60.3	46.5	84.9	76.5	65.0
활동성(%)					
총자산회전율	1.0	0.8	0.8	0.8	0.8
매출채권회전율	5.5	5.2	6.1	7.1	9.9
재고자산회전율	3.8	2.9	3.2	3.2	2.9

Compliance notice

본 보고서는 한국거래소, 한국예탁결제원과, 한국증권금융이 공동으로 출연한 한국IR협의회 산하 독립 (리서치) 조직인 기업리서치센터가 작성한 기업분석 보고서입니다. 본 자료는 시가총액 5천억원 미만 중소기업에 대한 무상 보고서로, 투자자들에게 국내 중소기업 상장사에 대한 양질의 투자 정보 제공 및 건전한 투자문화 정착을 위해 작성되었습니다.

- 당사 리서치센터는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트와 그 배우자 등 관계자는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 중소기업 소개를 위해 작성되었으며, 매수 및 매도 추천 의견은 포함하고 있지 않습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 자료제공일 현재 시점의 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다.
- 본 조사자료는 투자 참고 자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 투자자의 투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로, 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료는 텔레그램에서 "한국IR협의회(<https://t.me/kirsofficial>)" 채널을 추가하시어 보고서 발간 소식을 안내받으실 수 있습니다.
- 본 자료는 카카오톡에서 "한국IR협의회" 채널을 추가하시어 보고서 발간 소식을 안내받으실 수 있습니다.
- 한국IR협의회가 운영하는 유튜브 채널 'IRTV'에서 1) 애널리스트가 직접 취재한 기업탐방으로 CEO인터뷰 등이 있는 '小中한탐방'과 2) 기업보고서 심층해설 방송인 '小中한 리포트 가치보기'를 보실 수 있습니다.