



한국IR협회

기업리서치센터 기업분석 | 2025.04.29

KOSDAQ | 건강관리장비와서비스

제노레이 (122310)

신제품과 수출이 견인하는 매출 성장 2024년 코스닥 라이징스타



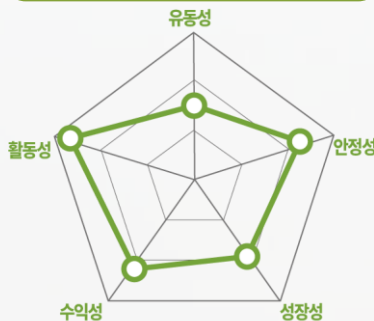
체크포인트

- 모바일 C-ARM 국내시장 점유율 약 80%의 독보적인 1위 기업. 핵심기술 내재화를 통한 차별화된 기술력을 바탕으로 X-ray 영상진단기기 분야에서 메디칼과 덴탈 영역을 아우르는 균형잡힌 제품 포트폴리오 보유
- C-ARM 일체형 제품 벨리저(BELLIGER ACE), 치과용 GT300 신제품 효과, 하반기 동물용 X-ray 진단기기 VETERA(베테라) 출시 기대
- 전략적 제휴를 통한 중국 내 유통망 확대 및 시장에 대한 접근성 향상, 브랜드 인지도 강화 등을 통해 2025년부터는 중국에서도 본격적인 매출 성장세 시작
- 2024년을 피크로 하여 비용 증가세는 마무리 국면으로, 2025년부터는 매출 성장에 따른 수익성 개선이 기대

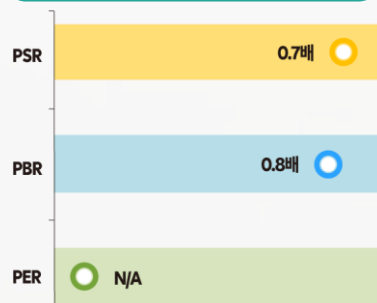
주가 및 주요이벤트



재무지표



밸류에이션 지표



제노레이 (122310)

Analyst 박선영 sympark@kirs.or.kr

RA 정수현 sh.jeong@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 80% 이상의 1위 기업. 핵심기술 내재화를 통한 차별화된 제품력으로 전세계 약 80여개국에 제품을 수출하고 있으며, 해외 수출비중은 2024년 기준 약 73.9% 수준임

신제품과 수출이 견인하는 매출 성장

국내 C-ARM 및 치과용 진단장비 시장은 이미 높은 수준의 장비 보급율로 인해 성장이 제한적. 당사는 1) 신제품 출시(벨리저, GT300) 및 2) 사업영역 확장(동물용 영상진단기기)을 통한 국내 매출 확대, 해외 현지법인 신설 및 파트너십 확대를 통한 3) 해외 매출 확대 전략을 진행중. 특히 남미 지역은 인지도 상승에 따른 덴탈 매출 성장 기대, 중국은 전략적 제휴를 통한 유통망 확대 및 시장 접근성 향상, 브랜드 인지도 강화 등을 통해 2025년부터는 본격적인 매출 확대 기대

가파른 비용 증가세는 마무리 국면

2025년 연결기준 매출액 1,191억원(YoY +11.3%), 영업이익 93억원(YoY +43.4%), 지배주주순이익 61억원(YoY 흑자전환)을 전망. 당사는 2022년부터 중장기동력 확보를 위한 선제적인 투자를 집행하였으며, 이로 인해 감가상각비, 인건비, 연구개발비 등 고정비용이 크게 증가하며 수익성이 하락. 2024년을 피크로 하여 비용 증가세는 마무리 국면으로, 2025년부터는 매출 성장에 따른 수익성 개선이 기대됨

Forecast earnings & Valuation

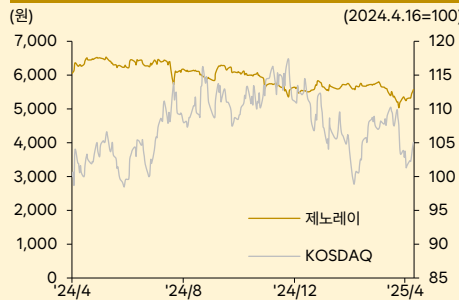
| | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025F |
|--------------|------|------|-------|-------|-------|
| 매출액(억원) | 743 | 826 | 979 | 1,070 | 1,191 |
| YoY(%) | 20.4 | 11.2 | 18.5 | 9.3 | 11.3 |
| 영업이익(억원) | 150 | 149 | 128 | 65 | 93 |
| OP 마진(%) | 20.1 | 18.1 | 13.0 | 6.1 | 7.8 |
| 지배주주순이익(억원) | 143 | 139 | 125 | -18 | 61 |
| EPS(원) | 984 | 955 | 858 | -124 | 418 |
| YoY(%) | 40.8 | -3.0 | -10.2 | 적전 | 흑전 |
| PER(배) | 101 | 8.1 | 8.2 | N/A | 13.3 |
| PSR(배) | 1.9 | 1.4 | 1.0 | 0.7 | 0.7 |
| EV/EBITDA(배) | 6.7 | 5.3 | 6.3 | 6.6 | 5.6 |
| PBR(배) | 1.8 | 1.3 | 1.1 | 0.9 | 0.9 |
| ROE(%) | 19.7 | 16.7 | 13.6 | -2.0 | 6.9 |
| 배당수익률(%) | 1.7 | 2.1 | 2.3 | 3.3 | 3.2 |

자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

Company Data

| | |
|---------------|------------------|
| 현재주가 (4/25) | 5,570원 |
| 52주 최고가 | 6,530원 |
| 52주 최저가 | 5,030원 |
| KOSDAQ (4/25) | 729.69p |
| 자본금 | 73억원 |
| 시가총액 | 811억원 |
| 액면가 | 500원 |
| 발행주식수 | 15백만주 |
| 일평균 거래량 (60일) | 1만주 |
| 일평균 거래액 (60일) | 1억원 |
| 외국인지분율 | 19.1% |
| 주요주주 | 박병욱 외 11인 26.88% |

Price & Relative Performance



Stock Data

| 주가수익률(%) | 1개월 | 6개월 | 12개월 |
|----------|------|------|-------|
| 절대주가 | -0.7 | -7.0 | -11.6 |
| 상대주가 | -3.2 | -7.3 | 3.4 |

참고

1) 표지 재무지표에서 안정성 지표는 '이자보상배율', 성장성 지표는 '매출액 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.



기업 개요

1 회사 개요

**제노레이는 병원 및 치과용
X-ray 영상진단장비 전문기업.
국내 C-ARM 시장점유율 1위,
2024년 기준 수출비중 73.9%**

제노레이는 2001년 설립된 X-ray 의료 영상진단 장비 전문기업으로 Mobile C-ARM 영역에서 국내 시장 점유율 약 80%의 독보적인 1위 기업이다. 동사는 2002년 첫 Mobile C-ARM 제품인 'ZEN-3090'을 출시한 이후 라인업을 지속 확장하였으며, 2008년 Mammography(맘모그래피) 전문 기업 '라디크'를 인수하면서 의료용 X-ray 영상진단 장비 제품 포트폴리오를 다각화하였다. 2013년에는 Panoramic/Ceph 제품 'PAPAYA' 출시를 통해 Dental 부문으로 사업을 확장하며, 국내 유일의 의료용/치과용 X-ray 영상진단 장비 연구개발 및 제조, 판매 전문 기업으로 거듭났다. 한편, 2020년대에 들어서는 해외 법인 설립 및 인수, 성남 제1공장 확장 이전, 연구 역량 강화 등 지속 성장 기반을 확보하는데 집중하고 있다.

동사의 2024년 연결매출 1,070억원 기준 사업부문별 매출비중은 의료용 54.3%(C-ARM 47.4%, Mammography 6.9%), 치과용 33.6%(CT 26.5%, PAN 7.1%), 기타 12.1%로 구성된다. 지역별 매출비중은 국내 26.1%, 아시아 19.6%, 미주 15.6%, EMEA 38.8%로 해외 수출 비중(73.9%)이 높은 편이다. 동사는 미국, 독일, 일본, 튀르키예, 중국 등 5개의 해외법인, 40여개의 글로벌 파트너십 유통망을 바탕으로 전세계 80여개국에 제품을 수출하고 있다.

2024년말 기준, 제노레이의 최대주주는 박병욱 대표이사로 지분 24.25%를 보유하고 있으며, 최대주주 및 특수관계인 지분은 26.88%이다. 2024년말 기준 자기주식은 12.94%로, 동사는 자기주식취득 신탁계약체결(2024.09.20)을 통해 40억원 규모의 자사주 매입을 진행하였으며 2025년 3월말 기준 자기주식 비중은 14.37%로 확대되었다.

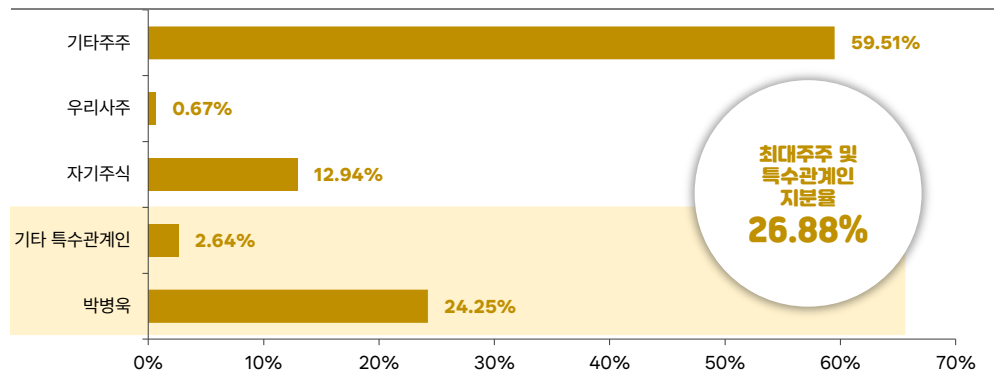
2024년말 기준 종속회사로는 5개의 해외법인과 Patient Monitor(환자감시장치) 전문기업 인퓨닉스테크놀로지가 있다. 해외법인은 의료용/치과용 X-ray 영상진단 장비 판매와 대리점 및 CS 관리를 담당하고 있으며, 인퓨닉스테크놀로지는 심박 수 등 인체 정보를 디지털화해서 보여주는 Patient Monitor를 개발 및 제조하고 있다. 동사는 2023년 인퓨닉스테크놀로지 지분 60%를 확보하고, 동사의 기존 판매망과 접목시켜 매출 시너지를 확대할 전망이다.

회사 연혁(수정)

| 설립기(2001~2013) | 성장기(2013~2020) | 도약기(2021~) |
|--|--|--|
| 2001 회사 설립(기업부설연구소(중장)) 2002 첫 C-arm 제품 ZEN-3090 출시 2003 Portable Dental X-ray 개발(PORT-X) 2005 Panoramic X-ray System 개발 2008 Mammography 전문기업 라디크 인수합병 2009 미국 현지 법인 설립 2012 유럽 현지 법인 설립 1천만불 수출의 탑 수상 2013 일본 현지 법인 설립 | 2013 PAPAYA, PAPAYA Plus 출시 2014 디자인 기술 혁신 대상 수상 (PAPAYA 3D) 2015 독일 IDS 전시회 (PAPAYA 3D Plus 출시) 2017 우수기술연구센터(ATC) 사업 선정 FPD 적용 Premium OSCAR 시리즈 출시 2천만불 수출의 탑 수상 2018 코스닥 상장 PAPAYA Premium 출시 2019 3천만불 수출의 탑 수상 Zen-2090 Turbo 출시 2020 단발 S/W Theia 출시 '코스닥 라이징스타' 선정 PAPAYA 3D PREMIUM PLUS 美FDA 승인 범부처전주기 의료기기 연구개발사업 선정 C-arm 세계일류상품 및 생산기업 선정 코스닥 대상 최우수 4차산업 혁신기업상 선정 | 2021 DBT Mammo 'HESTIA' 출시 '글로벌 강소기업' 선정 '코스닥 라이징스타' 2년 연속 선정 중소벤처기업부 '수출지향형 사업' 선정 코스닥 대상 '최우수경영상' 수상 금융위 혁신기업 국가대표 1000 선정 보건복지부 '혁신형 의료기기' 기업 선정 2022 '코스닥 라이징스타' 3년 연속 선정 튀르키예 의료기기 법인 인수(ULTRAMEDICAL CHAZLAR) 5천만불 수출의 탑 수상 2023 중국 (Shanghai) 현지 법인 설립 (하인리히스 테크놀로지 지분(60%) 인수) '코스닥 라이징스타' 4년 연속 선정 성남제과공장 확장 이전 2024 부설연구소, 서울 삼성동 확장(완료) 본사, 서울 삼성동 이전 계획 코스닥 라이징스타 5년 연속 선정 |

자료: 제노레이, 한국IR협의회 기업리서치센터

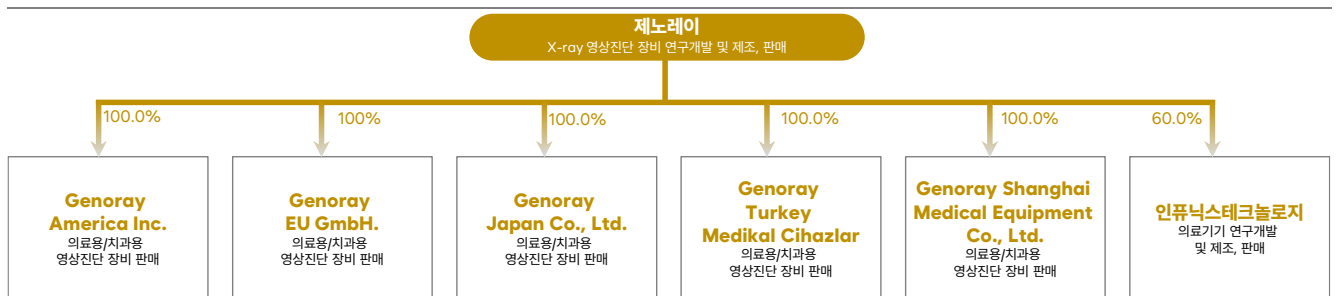
주주현황(2024년말 기준)



주: 2024년말 기준 자사주 12.94%를 보유. 40억원 규모의 자기주식 취득신탁계약체결(2024.09.20)을 통해 2025년 3월말 기준 자사주 14.37%로 확대됨

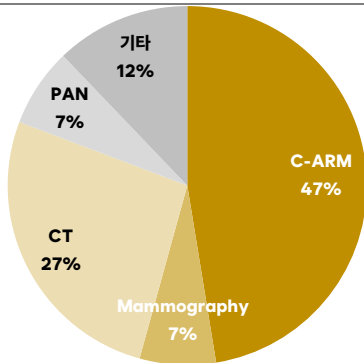
자료: 제노레이, 한국IR협의회 기업리서치센터

종속회사 현황(2024말 기준)



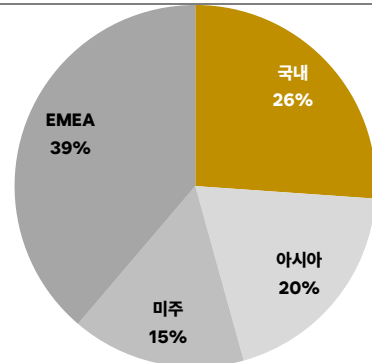
자료: 제노레이, 한국IR협의회 기업리서치센터

사업부문별 매출비중(2024년 연결기준)



자료: 제노레이, 한국IR협회의 기업리서치센터

지역별 매출비중(2024년 연결기준)



자료: 제노레이, 한국IR협회의 기업리서치센터

2 주요 사업부문 및 주요 제품

제노레이의 주요 사업부문은 병원을 대상으로 하는 (1) 메디칼(의료용) 사업부문과 치과를 대상으로 하는 (2) 덴탈(치과용) 사업부문으로 구분되며, 2024년 연결매출 기준 매출비중은 의료용 54.3%, 치과용 33.6%, 기타 12.1%로 구성된다.

(1) 메디칼(Medical) 사업부문

C-ARM(매출비중 47.4%):

정형외과, 신경외과 등에서 사용되는 영상진단장비

Mammography

(매출비중 6.9%): 산부인과, 내과 등에서 사용되는 유방검사장비

메디칼 사업부문은 정형외과, 신경외과 등에서 사용되는 C-ARM(매출비중 47.4%)과 산부인과, 내과 등에서 유방질환을 발견하고 진단하는데 사용되는 Mammography(매출비중 6.9%)로 구성된다.

C-ARM은 C자 모양으로 생긴 X-ray 영상진단장비로, 주로 정형외과 및 신경외과, 마취통증의학과 등에서 수술시에 실시간으로 수술 부위를 투시해서 외과적 수술을 진행해야 할 때 사용된다. 동사는 C-ARM 국내 시장점유율 80% 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. 유방암 진단장비 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) 사업부문

구강내 구조를 영상으로 표시하는

CT(매출비중 26.5%),

Panorama(매출비중 7.1%)

등의 제품으로 구성

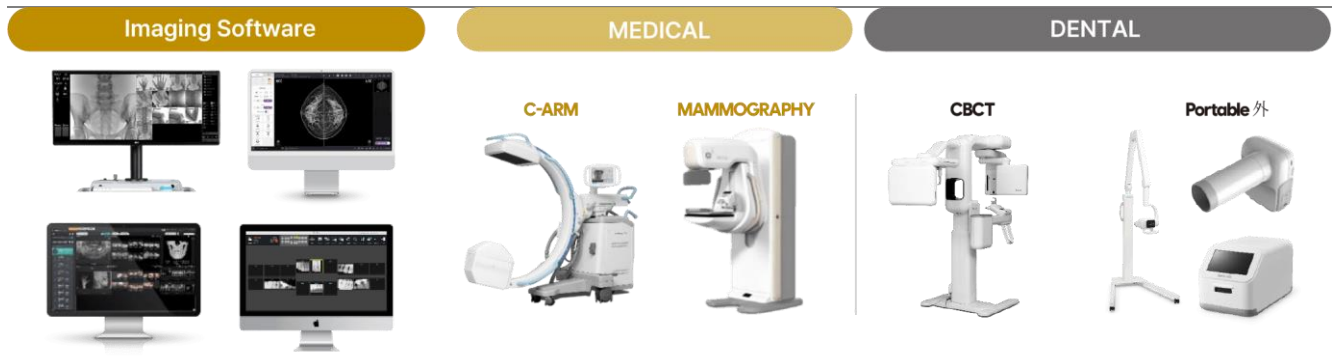
덴탈 사업부문은 구강내 구조를 3차원 영상으로 재구성해주는 CT와 구강내 구조를 2차원 사진으로 보여주는 Panorama(PAN), 기타(Portable, Standard X-ray 등) 제품으로 나뉜다. 2024년 연결 매출 기준 각각 26.5%, 7.1%, 12.1%를 차지하고 있다.

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 위

해 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 설립 등을 통해 해당 시장에 적극 대응하고 있다.

사업 영역



자료: 제노레이, 한국R협의회 기업리서치센터

주요제품_메디칼 부문

Mobile C-ARM

이동형 X-ray투시
촬영장치실시간 X-ray 영상
수술용

검진내과, 영상의학과,
여성클리닉



OSCAR 3D Premium
출시 준비 중



OSCAR 15FD
FPD (30cm*30cm)
15kW



OSCAR Prime
FPD (26cm*26cm)
5.3kW



OSCAR Classic
I.I (9")
5.3kW



ZEN-2090 Turbo
I.I (9")
2.0kW

Mammography

유방 내부구조 진단장치
유방질환 및 병변 판별

정형외과, 신경외과, 마취통증의학과,
영상의학과, 비뇨기과, 혈관외과



HESTIA
Digital
FPD, TOMO



DMX-600
Digital
FPD



MX-600
Analog

자료: 제노레이, 한국R협의회 기업리서치센터

주요제품_덴탈 부문

**Panorama,
Cephalometry,
3DCT**치열 구조, 환자 측두상,
신경관, 3차원 영상 진단

치과, 이비인후과, 성형외과

**GT300**CBCT, PANO, CEPH
(2024년 8월 출시)**PAPAYA 3D Premium**CBCT, PANO, CEPH
23X24 CBCT**PAPAYA 3D Plus**CBCT, PANO, CEPH
0.075 Voxel**PAPAYA Plus**PANO, CEPH
CUST**PAPAYA**CBCT, DR
23X24 CBCT**Mammography**유방 내부구조 진단장치
유방질환 및 병변 판별정형외과, 신경외과, 마취통증의학과,
영상의학과, 비뇨기과, 혈관외과**PORT-X IV**

70kv, 1.5kg

**PORT-X III**

60kv, 2.5kg

**PORT-X II**

60kv, 2.5kg

**GIX-1**

Intraoral Sensor

자료: 제노레이, 한국IR협의회 기업리서치센터



산업 현황

영상 진단기기 시장

디지털 X-Ray 시장:

2025년 약 55억 달러 규모에서

연평균 3.8% 성장하여

2034년 약 77억 달러 전망

만성질환 및 스포츠 손상 증가,

PACS 보급 확산 등의 영향으로

수요가 꾸준히 확대

글로벌 의료기기 시장은 인구 고령화와 함께 만성질환 유병률 증가, 의료기기 장비기술의 발전, 신흥국을 중심으로 의료 인프라 확충 및 헬스케어 접근성 증가, 디지털 헬스케어와 원격의료 확산 등의 요인으로 인해 꾸준한 성장이 전망되고 있다. 시장조사기관인 Fortune Business Insights에 따르면 글로벌 의료기기 시장은 2023년 약 5,185억 달러 규모로 평가되며, 2024년 약 5,422억 달러에서 2032년 약 8,868억 달러로 성장하여 연평균 6.3% 성장이 예상된다.

의료기기 시장은 진단기기, 치료기기, 모니터링 기기, 소모품 및 기타 등의 다양한 제품군으로 구성되며, 진단기기는 의료기기 시장에서 약 30~35% 비중을 차지하는 가장 큰 카테고리 X-ray, CT, MRI, 초음파, 핵의학 기기 등의 영상 진단기기, 체외진단기기 등으로 구성된다. 제노레이의 제품들은 진단기기 중에서도 영상진단기기에 속해 있다.

영상진단기기는 방사선, 초음파, 자기장, 방사성 동위원소 등을 이용해 인체의 내부조직이나 기관을 포함하여 의학적으로 유용한 모든 생체 정보를 비침습적으로 시각화하여 진단 및 치료 과정을 지원하는 핵심 의료기기이다. 영상진단기기는 기술과 용도에 따라 X-Ray 촬영기기(점유율 약 30%), CT(컴퓨터 단층촬영) 기기(약 20%), MRI(자기공명영상) 기기(약 25%), 초음파 영상기기(약 15%), 핵의학 영상기기(약 10%) 등으로 구분된다. X-ray 장비는 가장 널리 사용되는 진단 장비로, 일반 X-ray, 이동식 X-ray, C-arm, Mammography 등으로 세분화된다. CT(컴퓨터 단층촬영)는 X-ray를 기반으로 정밀한 단층 이미지를 제공하며, MRI(자기공명영상)는 연조직 및 신경계 진단에서 강점을 보인다. 초음파 기기는 산부인과와 심장학 등 실시간 진단이 필요한 분야에서 활용도가 높으며, 핵의학 영상기기(PET, SPECT)는 암, 심혈관 질환, 신경계 질환의 조기 진단에서 필수적이다.

Fortune Business Insights에 따르면 글로벌 영상진단기기 시장은 2025년 기준 약 443억 달러(약 60조 원) 규모로 추정되며, 연평균 성장률(CAGR) 6.4%를 기록하며 성장하여 2032년에는 약 684억 달러(약 93조 원)에 이를 것으로 전망된다. 고령화, 만성질환 증가, 인공지능(AI) 기반 영상 진단 기술의 도입 확대가 시장 성장의 주요 동력으로 작용하고 있다. 한국보건산업진흥원과 Grand View Research에 따르면, 한국 영상진단기기 시장은 2024년 약 8,000억 원 규모로 추산되며, 연평균 5.7% 성장하여 2030년에는 약 1조 1,000억 원에 이를 것으로 전망된다. 특히 X-ray 장비가 전체 매출에서 가장 큰 비중을 차지하고 있으며, CT(컴퓨터단층촬영) 부문이 빠르게 성장하고 있다.

영상진단기기 시장 중에서도 제노레이가 주력하고 있는 디지털 X-ray 시장은 2025년 약 55억 달러 규모로 추정되며, 연평균 3.8% 성장하여 2034년에는 약 77억 달러에 이를 것으로 전망된다. 디지털 X-ray는 영상진단장비 시장 내에서도 만성질환 및 스포츠 손상 증가, PACS(영상저장전송시스템) 보급 확산 등의 영향으로 수요가 꾸준히 확대되고 있다.

**C-ARM 시장은 고령화로 인한
만성질환자 및 수술 횟수 증가로
안해 꾸준한 성장 전망됨**

제노레이의 주력 제품군인 C-arm은 심장학, 정형외과학, 위장병학, 신경학, 종양학 등 다양한 분야에서 수술 중 실시간 영상 제공을 통해 정밀한 진단과 치료를 가능하게 하는 의료기기로, 특히 고령화로 인한 만성질환자 증가와 수술 횟수의 증가로 인해 C-arm 수요는 꾸준히 증가하고 있다. 시장조사기관 GMI에 따르면, 글로벌 C-arm 시장은 2024년 약 22억 달러 규모에서 2025년 약 23억 달러로 성장할 것으로 예상되며, 2025년부터 2034년까지 연평균 성장률(CAGR) 5.1%로 성장하여 2034년에는 약 35억 달러에 이를 것으로 전망되고 있다. C-arm은 고정형과 이동형(모바일)으로 구분되며, 제노레이가 주력하고 있는 모바일 C-arm은 설치 공간이 작고 이동성이 뛰어나 수술실 간 이동이 용이하여 수요가 빠르게 증가하고 있다. 2024년 기준, 모바일 C-arm은 글로벌 C-arm 시장의 약 82.3%를 차지하며 시장을 주도하고 있다. 이러한 시장 성장 전망은 제노레이와 같은 모바일 C-arm 전문 기업에게 긍정적인 기회를 제공하며, 특히 고해상도 영상 기술, AI 기반 진단 솔루션, 휴대용 C-arm 시스템 등 차세대 기술 개발이 향후 경쟁력 확보의 핵심이 될 것으로 판단된다.

**Mammography 시장은
유방암 조기 검사 수요 증가로
높은 성장세 이어갈 전망**

맘모그래피(Mammography)는 유방암 조기 진단을 위한 핵심 영상 진단 기술로, 특히 여성 건강 관리에서 필수적인 검사로 자리 잡고 있다. 유방암은 전 세계 여성에게 가장 흔하게 발생하는 암으로, 2020년 기준 세계에서 가장 많이 진단된 암으로 보고되었다. 선진국을 중심으로 높은 발병률을 보이며, 개발도상국에서도 소득 수준 향상과 함께 유방암 조기 검진에 대한 수요가 증가하고 있는 추세다. 이러한 추세에 따라 글로벌 맘모그래피 시장은 지속적으로 성장하고 있다. Grand View Research에 따르면, 2024년 글로벌 맘모그래피 시장 규모는 약 25.8억달러 규모로 추정되며, 2025년에는 약 28.4억달러 규모로 성장할 것으로 예상된다. 또한 2025년부터 2030년까지 연평균 10.5% 성장하여 2030년에는 약 46.7억달러 규모에 이를 것으로 전망된다.

시장 성장을 견인하는 주요 요인으로는 유방암 발생률 증가, 조기 진단에 대한 인식 향상, 정부 및 민간 주도의 유방암 검진 캠페인 확대 등이 있다. 특히, 디지털 맘모그래피와 3D 유방 단층촬영(Breast Tomosynthesis) 기술의 발전은 보다 정확한 진단을 가능하게 하여 의료 현장에서의 활용도를 높이고 있다. 또한 인공지능(AI)을 활용한 영상 분석 기술의 도입은 진단의 정확성과 효율성을 향상시키는 데 기여하고 있다.

개발도상국에서도 유방암 조기 검진에 대한 수요가 증가하고 있으며, 이동형 맘모그래피 장비의 도입과 같은 접근성 향상 노력도 시장 확대에 긍정적인 영향을 미치고 있다. 이러한 전반적인 시장 환경은 맘모그래피 장비 제조업체와 관련 기술 개발 기업에게 새로운 기회를 제공하고 있으며, 향후에도 지속적인 성장이 기대된다.

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.

Precedence research에 따르면 글로벌 치과 진단 및 수술 장비 시장 규모는 2024년 약 122.4억달러 규모로 추산되며, 2025년 130.2억달러 규모에서 2034년에는 약 226.4억달러 규모로 증가하여 연평균 6.3% 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.



투자포인트

1 X-ray 영상진단기기 핵심 기술 내재화

**핵심기술 내재화를 통한
차별화된 기술력을 바탕으로
메디칼과 덴탈 영역을 아우르는
균형잡힌 제품 포트폴리오 보유**

제노레이는 X-ray 영상진단기기의 핵심 기술을 자체 보유하고 있는 영상진단기기 전문기업이다. 동사는 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.

동사는 핵심기술 내재화를 통한 차별화된 기술력을 바탕으로 X-ray 영상진단기기 분야에서 메디칼과 덴탈 영역을 아우르는 균형잡힌 제품 포트폴리오를 갖추고 있다. C-ARM, Mammography 같은 의료용 영상진단장비 및 CT, PAN(파노라마) 등의 치과용 영상진단장비를 개발 및 판매하고 있으며, 특히 모바일 C-ARM 제품은 국내시장 점유율 약 80%를 차지하는 독보적인 1위 업체로 브랜드 인지도를 형성하고 있다.

기술적으로 영상진단장비 X-ray의 기본 메커니즘은 의료용과 치과용 모두 동일하나, 각각 사용자가 요구하는 성능과 영업방식이 상이하기 때문에 두 사업부문을 동시에 영위하기 위해서는 상당한 기술력과 영업 노하우가 필요하다. 동사는 원천 기술, 생산 시설, 국내외 영업망 등을 모두 자체적으로 보유하며 사업적 밸류 체인 내재화를 통해 센서, 노이즈 필터링, 영상 및 소프트웨어 등의 공동 기술개발 협력, 상호 영업망 공유를 통한 시너지를 내고 있다. 또한 자체 개발능력을 보유하고 있기 때문에 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 제품 강화를 통해 종합병원이나 2차병원까지도 확대할 수 있는 제품으로 제품 포트폴리오를 확장하고 있다.

자체개발 X-Ray 핵심 기술

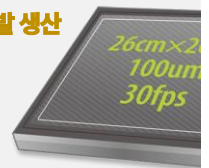
X-ray Generator 제조 기술

자체 연구개발 및 생산



Flat-panel detector 개발 생산

CMOS FPD 양산 및 제품
적용 자체 연구개발 및 생산



3D 영상 재구성 및 가시화

영상처리 및 보정 알고리즘
(Image Processing Algorithm)



응용 소프트웨어

C-ARM 전용 - ZENIS
치과영상 통합 - Theia Mamm
o 전용 - Smart Mam



자료: 제노레이, 한국IR협회의 기업리서치센터

Value Chain 내재화: 연구개발부터 제조, 판매유통, CS까지 전 과정의 내재화



자료: 제노레이, 한국IR협회의 기업리서치센터

꾸준한 매출 성장세

1) 신제품 출시, 2) 사업영역 확장을 통한 국내 매출 확대, 해외 현지법인 신설 및 파트너십 확대를 통한 3) 해외 매출 확대

제노레이는 2016년 매출액 383억원에서 2024년 매출액 1,070억원으로 8년간 연평균 13.7%의 높은 매출 성장세를 이어오고 있다. 해당 기간동안 국내 매출액은 2016년 123억원에서 2024년 279억원으로 연평균 10.8%, 수출은 2016년 260억원에서 2024년 791억원으로 연평균 14.9% 성장했다. 국내 C-ARM 및 치과용 진단장비 시장은 이미 높은 수준의 장비 보급율로 인해 앞으로의 성장이 제한적이라고 판단되며, 동사는 1) 신제품 출시 및 2) 사업영역 확장을 통한 국내 매출 확대, 해외 현지법인 신설 및 파트너십 확대를 통한 3) 해외 매출 확대 전략을 진행하고 있다.

신제품 측면에서 동사는 2024년 국내 모바일 C-ARM 1위 제품인 오스카15 제품의 업그레이드 버전으로 오스카 15FD(OSCAR 15FD)를 출시했다. 오스카15FD는 확장된 플랫패널 디텍터 탑재로 더 효율적인 진단과 치료 계획 수립이 가능하여 오스카15 교체수요를 이어갈 것으로 전망된다. 하이엔드 제품으로 개발된 일체형 모바일 C-ARM 제품인 벨리저(BELLIGER ACE)는 FPD 디텍터 기반의 고품질 이미지를 획득할 수 있어 더욱 정밀한 진단이 가능한 장비로, 기존 FPD 모델에서는 찾아볼 수 없는 경제성을 고려한 합리적인 가격대로 출시되어 국내외 C-arm 시장의 새로운 기준을 제시할 것으로 기대를 모으고 있다. 치과용 CBCT 신제품으로는 GT300이 식품의약품안전처 의료기기 제조판매 인증을 획득하고 국내에 출시되었다. GT300은 국소부위부터 상악악 대면적 촬영까지 동급 CBCT 중 가장 큰 FOV(촬영영역)를 제공하여 진료 효율성 및 편의성을 크게 향상시킬 것으로 기대되며, 추가적으로 중국, 유럽, 미국 인증을 통해 해외 매출을 확대할 전망이다.

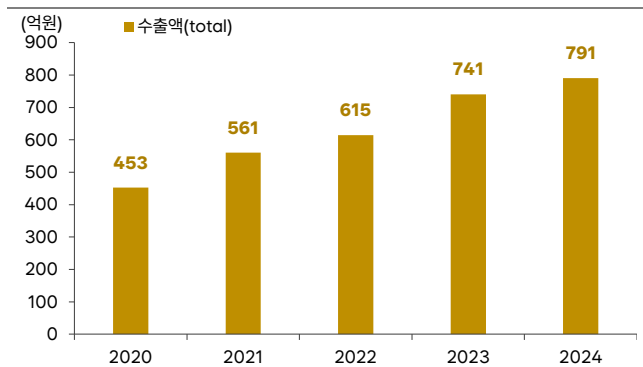
사업영역 확장 측면에서 동사는 2025년 하반기 X-ray 영상진단기기를 확장한 동물용 X-ray 진단기기 VETERA(베테라)를 출시할 예정이다. 최근 반려동물 양육 가구의 증가 및 반려동물에 대한 인식 개선으로 반려동물 건강검진 및 조 기진단 등에 대한 수요가 높아지고 있다. VETERA는 수의사와 동물병원, 산학단체 등과 협력을 통해 현장의 요구를 반영하여 제품을 개발하였으며, 동물의료에 특화된 영상 진단 솔루션 제공을 통해 시장에 안착할 것으로 기대된다.

또한 동사는 해외매출 확대를 통한 글로벌 기업으로의 도약을 준비하고 있다. 동사는 미국, 독일(유럽), 일본, 튀르키예, 중국 등 5개의 해외법인, 40여개의 글로벌 파트너십 유통망을 바탕으로 전세계 80여개국에 제품을 수출하고 있다. 해외의 병의원 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 유치 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. 브라질 등

을 비롯한 남미지역과 EMEA 지역은 국가입찰을 통한 의료용 진단장비 진입을 통해 해당 지역에서 동사의 인지도가 상승하고 있으며, 이는 덴탈 진단장비 매출로 이어지며 2025년에도 매출 성장세를 이어갈 것으로 전망된다.

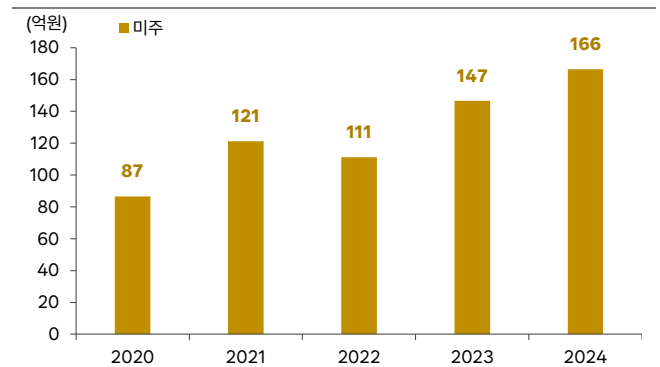
또한 동사는 2022년 8월 튀르키예 법인(ULTRA MEDIKAL) 인수를 통한 중동-아프리카 시장 대응 강화, 2023년 3월 중국지사 법인(Genoray Shanghai Medical Equipment Co., Ltd.) 설립을 통한 중국 내 치과 영상진단기기 현지 고객 관리 강화, 의료기기인증 획득, 시장 조사 등 중국시장으로의 본격 진출을 준비하고 있다. 특히 최근에는 본격적인 중국 내 영업 및 마케팅 협력을 위한 딜러사를 확보하고 있다. 2024년 4월에는 중국 산둥신화사와 중국 의료기기 시장에서 협력 강화를 위한 MOU를 체결했다. 전략적 파트너십을 통해 동사의 장비 및 부품을 공급할 예정으로, 한중 대표 영상진단 의료기기 기업간의 기술협력을 통해 중국 시장에서 경쟁력 확보 및 기술 혁신을 선도할 수 있을 것으로 기대된다. 또한 2024년 7월에는 중국 항저우 소재의 HMD사와 덴탈 CT 제품에 대한 5년간 약 500억원 규모의 공급계약을 체결하였다. 2024년 10월에는 중국 상해전기, 컬러풀메디컬의료과학그룹 두 곳과 계약을 체결하며 약 300억원 규모의 장기계약을 체결하며 전략적 파트너십을 강화했다. 전략적 제휴를 통한 중국 내 유통망 확대 및 시장에 대한 접근성 향상, 브랜드 인지도 강화 등을 통해 2025년부터는 중국에서도 본격적인 매출 성장세가 시작됨에 따라 부진했던 아시아 지역 수출 성장이 기대되고 있다.

수출 추이



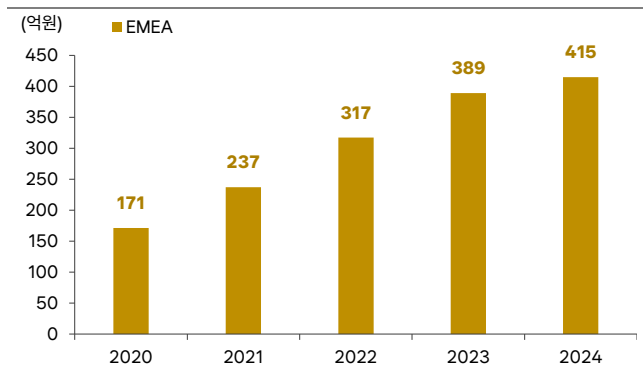
자료: 제노레이, 한국IR협의회 기업리서치센터

미주 지역 수출 추이



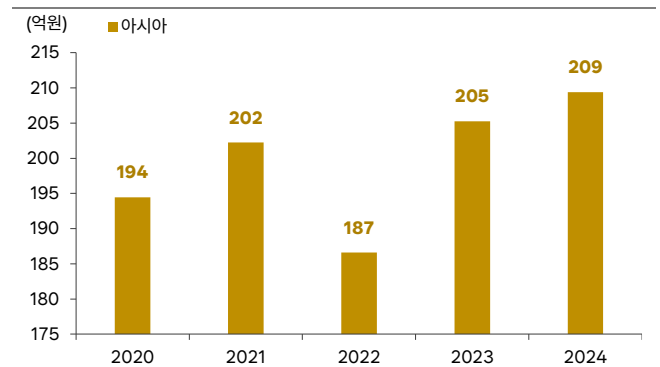
자료: 제노레이, 한국IR협의회 기업리서치센터

EMEA 지역 수출 추이



자료: 제노레이, 한국IR협의회 기업리서치센터

아시아 지역 수출 추이



자료: 제노레이, 한국IR협의회 기업리서치센터



실적 추이 및 전망

2024년 실적 추이 및 전망

2024년 실적은 매출액 1,070억원(YoY +9.3%), 영업이익 65억원(YoY -49.0%), 영업이익률 6.1%(전년대비 6.9%p 하락), 지배주주순손실 18억원(YoY 전자전환)이다. 메디컬부문 매출액은 2023년 566억원에서 2024년 581억원으로 전년대비 2.6% 성장하였다. 주력 제품군인 C-ARM은 2023년 444억원에서 2024년 507억원으로 전년대비 14.2% 성장하였으나, Mammography는 2023년 발생한 러시아, 브라질 등의 대규모 국가입찰 납품실적이 빠지면서 2023년 122억원에서 2024년 73억원으로 전년대비 39.7% 감소했다. 덴탈부문 매출액은 2022년, 2023년 2년 연속 감소하였으나 2024년에는 북미, 중남미를 중심으로 매출이 성장하며 전년대비 33.4% 성장한 359억원을 달성하며 전사 매출성장을 견인했다. 덴탈 제품군별로 CT는 2023년 216억원에서 2024년 283억원으로 전년대비 30.8%, PAN은 2023년 53억원에서 2024년 76억원으로 전년대비 43.8% 성장했다. 지역별로는 국내가 2023년 238억원에서 2024년 279억원으로 전년대비 17.3%의 높은 매출성장세를 나타냈으며, 남미 성장에 힘입어 미주지역 매출액이 2023년 147억원에서 2024년 166억원으로 전년대비 13.4% 성장했다.

비용 측면에서 동사는 2022년부터 꾸준히 확대되고 있는 인건비성 비용, 지급수수료, 경장연구개발비 등의 비용 상승 영향으로 수익성 하락추세가 이어지고 있다. 동사의 매출총이익률(GPM)은 2022년 42.7%, 2023년 38.4%, 2024년 37.0%로 하락하였으며, 특히, 2024년 6월부터 시행된 연구개발비 자산화 중단 영향으로 인해 전기 대비 연구개발비가 급증하며 매출액 대비 판매관리비 비율도 2022년 24.6%, 2023년 25.3%에서 2024년에는 30.9%로 크게 상승함에 따라 영업이익률은 2023년 13.0%에서 2024년 6.1%로 전년대비 6.9%p 하락했다. 영업외손익 부문에서는 일회성 영업권손상차손 및 개발비손상차손 약 141억원 반영으로 인해 지배주주순손실을 기록했다.

2025년 실적 전망

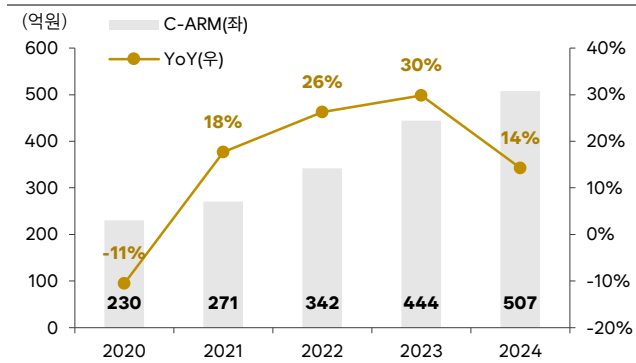
2025년 실적은 매출액 1,191억원(YoY +11.3%), 영업이익 93억원(YoY +43.4%), 영업이익률 7.8%(YoY 1.7%p 개선), 지배주주순이익 61억원(YoY 흑자전환)을 전망한다.

국내에 최근 급증했던 개원의 시장 축소가 예상됨에 따라 기존 병원 물량의 보습판매 등을 통한 전년 수준의 매출을 유지하는 것을 목표로 하고 있다. 다만 C-ARM 일체형 제품인 벨리저(BELLIGER ACE) 신제품 출시 및 2025년 하반기 동물용 진단기기로 진출을 통해 국내 매출 성장을 이어갈 전망이다. 수출 부문은 2025년에도 중남미를 중심으로 높은 매출 성장을 이어갈 전망이다. 메디컬 장비 위주로 진입했던 브라질 시장에서 동사의 브랜드 인지도 상승에 힘입어 2025년에는 CT를 중심으로 한 덴탈 진단기기의 매출 확대가 예상되며, 추가적으로 브라질, 콜롬비아 등의 국가 입찰 시장에도 적극적으로 참여하여 매출을 확대할 전망이다. 2024년까지 부진한 실적을 이어왔던 중국은 2025년부터 본격적인 매출 확대가 기대된다. 동사는 2023년 중국 법인 설립 이후 2024년까지 제품 등록 및 딜러사 확대 작업을 통해 매출성장의 기반을 마련하였으며, 이를 바탕으로 2025년에는 약 40~50억 이상의 매출이 기대된다.

비용 측면에서는 인건비성 비용 등의 비용 증가세가 2024년을 피크로 하여 2025년부터는 전년대비 상승폭이 제한적

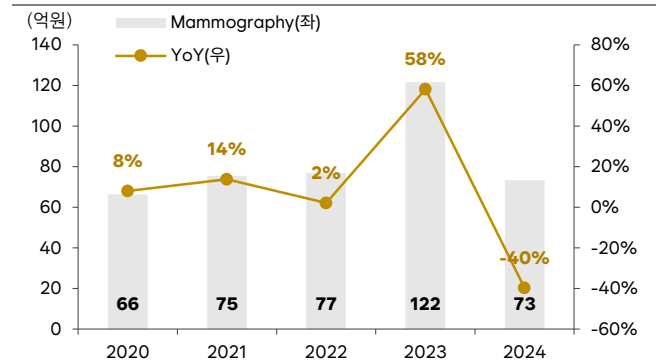
일 것으로 예상된다. 따라서 매출액 상승에 따른 고정비 효과로 인해 2025년부터는 수익성 개선이 기대된다. 다만 2024년 6월부터 시행된 연구개발비 자산화 중단 영향으로 영업이익을 개선 폭은 과거 대비 상대적으로 더디게 나타날 것으로 전망된다. 당사는 과거 경상연구개발비를 매출액의 약 9~10% 수준으로 집행하였으며, 그중 매출액의 약 4~5% 수준을 판매관리비로, 나머지를 개발비(무형자산)으로 인식하였으나 2025년부터는 개발비 전액 비용계상으로 인해 영업이익률이 과거 대비 약 4~5% 낮아질 전망이다.

C-ARM 매출액 추이



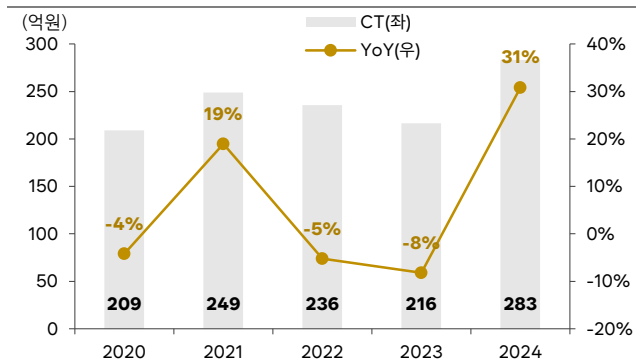
자료: 제노레이, 한국IR협회의 기업리서치센터

Mammography 매출액 추이



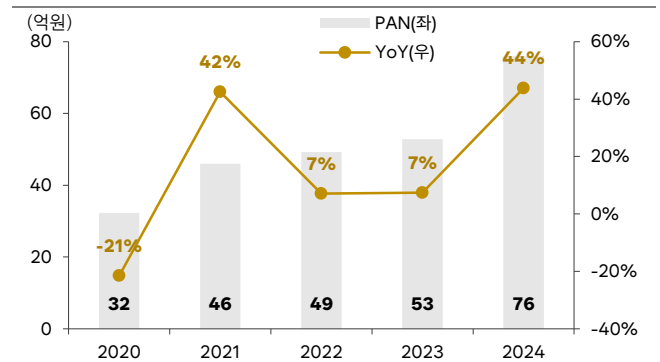
자료: 제노레이, 한국IR협회의 기업리서치센터

CT 매출액 추이



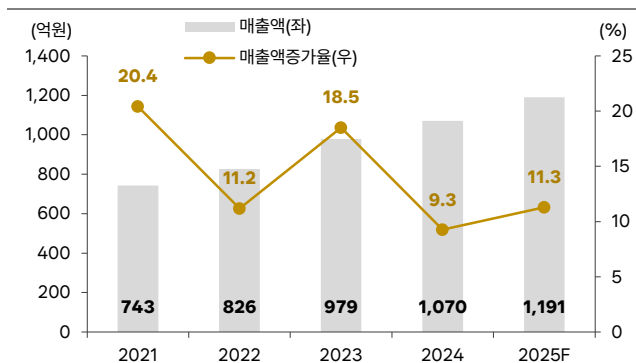
자료: 제노레이, 한국IR협회의 기업리서치센터

PAN 매출액 추이



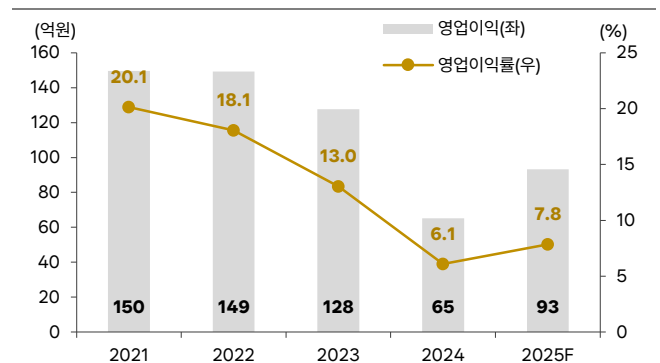
자료: 제노레이, 한국IR협회의 기업리서치센터

매출액 추이



자료: 제노레이, 한국IR협회의 기업리서치센터

영업이익 추이



자료: 제노레이, 한국IR협회의 기업리서치센터

실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %)

| | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025F |
|-------------|------|------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 743 | 826 | 979 | 1,070 | 1,191 |
| 증가율 (%) | 20.4 | 11.2 | 18.5 | 9.3 | 11.3 |
| 메디칼 사업부문 | 346 | 419 | 881 | 881 | 1,019 |
| 덴탈 사업부문 | 295 | 285 | 399 | 399 | 443 |
| 기타 | 102 | 122 | 177 | 177 | 169 |
| 매출원가 | 433 | 473 | 604 | 674 | 736 |
| 매출원가율 (%) | 58.3 | 57.3 | 61.7 | 63.0 | 61.8 |
| 매출총이익 | 310 | 353 | 375 | 395 | 455 |
| 매출총이익률 (%) | 41.7 | 42.7 | 38.4 | 37.0 | 38.2 |
| 영업이익 | 150 | 149 | 128 | 65 | 93 |
| 영업이익률 (%) | 20.1 | 18.1 | 13.0 | 6.1 | 7.8 |
| 증가율 (%) | 34.6 | -0.3 | -14.5 | -49.0 | 43.4 |
| 세전계속사업이익 | 158 | 157 | 130 | -60 | 101 |
| (지배주주)당기순이익 | 143 | 139 | 125 | -18 | 61 |

자료: 한국IR협회의 기업리서치센터



Valuation

1 동종기업 대비 밸류에이션 저평가 구간

현 주가수준은

2025년 예상실적 기준

PER 13.3배, PBR 0.9배,

PSR 0.7배로 동종기업 대비

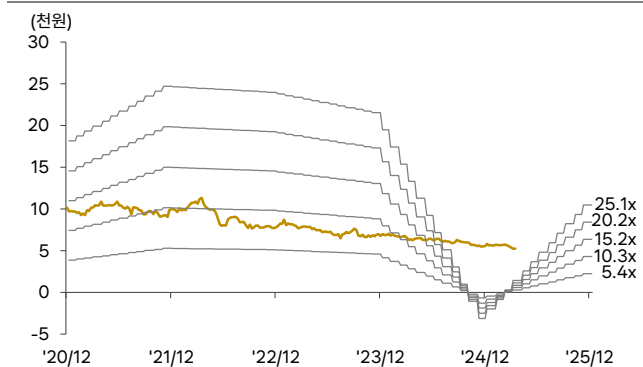
PER 고평가, PSR 저평가 구간

제노레이의 2025년 예상실적인 매출액 1,191억원(YoY +11.3%), 영업이익 93억원(YoY +43.4%), 영업이익률 7.8%(YoY 1.7%p 개선), 지배주주순이익 61억원(YoY 흑자전환)을 기준으로 한 밸류에이션은 PER 13.3배, PBR 0.9배, PSR 0.7배이다. 동사의 현재 주가수준을 판단하기 위해 국내 코스닥시장에 상장되어 있는 X-ray 영상진단장비 사업을 영위하는 동종기업 4개사(바텍, 뷰웍스, 레이, 레이언스)를 비교대상기업으로 하여 밸류에이션 수준을 비교해보고자 한다.

2025년 컨센서스 실적을 기준으로 한 동종기업들의 밸류에이션 평균은 PER 8.5배(outlier 레이 PER 31.1배 제외 시), PBR 0.9배, PSR 0.9배 수준으로 현 시점 동사의 주가는 동종기업 대비 PER 측면에서 상대적인 고평가, PSR 측면에서 상대적인 저평가 구간으로 판단된다. 다만 동사의 현 주가수준은 동사의 최근 5년 내 역사적인 PBR 밴드차트 (0.8x~2.0x) 상에서도 하단 구간에 위치하고 있으며, 동사가 속한 코스닥 시장의 밸류에이션인 PER 22.6배, PBR 2.2배, PSR 1.6배와 비교해도 크게 저평가 구간으로 판단된다.

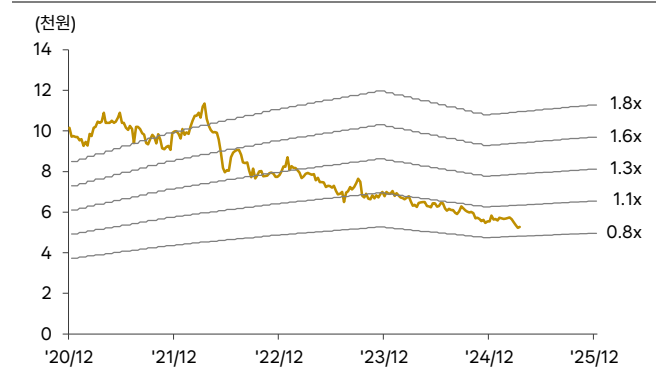
과거 동사는 동종기업들과 비교 시 매출 성장성이나 수익성 측면에서 크게 뒤쳐지지는 않으나 매출액이나 이익의 규모 측면에서 세컨더리로 분류되며 상대적으로 밸류에이션 디스카운트를 받아왔다. 동사는 최근 매출액 1,000억원을 돌파 하며 글로벌 의료기기 업체로 나아가기 위한 기반을 다지기 위한 투자를 선제적으로 진행하고 있다. 시설/인력/마케팅 확대를 위한 투자가 선행됨에 따라 실적 측면에서 단기적으로는 수익성이 과거대비 하락할 것으로 예상되고 있다. 하지만 지속적인 매출 성장을 통해 늘어난 고정비를 넘어서는 수준의 매출성장 구간 도래 시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

PER 밴드 차트



자료: 제노레이, 한국IR협회의 기업리서치센터

PBR 밴드 차트



자료: 제노레이, 한국IR협회의 기업리서치센터

동종기업 비교

(단위: 원, 억원, %, 배)

| | 제노레이 | 바텍 | 뷰웍스 | 레이 | 레이언스 |
|--------------------------|-------|--------|--------|-------|-------|
| 주가(원) 2025년 4월 25일 종가 기준 | 5,570 | 20,650 | 24,350 | 7,800 | 6,680 |
| 시가총액 (억원) | 811 | 3,067 | 2,374 | 1,210 | 1,108 |
| 자산총계 (억원) | 2022 | 1,062 | 5,111 | 2,884 | 2,222 |
| | 2023 | 1,243 | 5,869 | 2,927 | 2,596 |
| | 2024 | 1,234 | 6,503 | 3,229 | 2,042 |
| | 2025F | 1,311 | 7,226 | 3,437 | 2,110 |
| 자본총계 (억원) | 2022 | 880 | 3,634 | 2,093 | 1,163 |
| | 2023 | 955 | 4,142 | 2,156 | 1,312 |
| | 2024 | 853 | 4,705 | 2,368 | 744 |
| | 2025F | 916 | 5,224 | 2,508 | 780 |
| 매출액 (억원) | 2022 | 826 | 3,951 | 2,379 | 1,290 |
| | 2023 | 979 | 3,849 | 2,203 | 1,459 |
| | 2024 | 1,070 | 3,852 | 2,229 | 798 |
| | 2025F | 1,191 | 4,093 | 2,473 | 1,223 |
| 영업이익(억원) | 2022 | 149 | 796 | 437 | 162 |
| | 2023 | 128 | 640 | 187 | 61 |
| | 2024 | 65 | 540 | 223 | -443 |
| | 2025F | 93 | 597 | 299 | 93 |
| 영업이익률(%) | 2022 | 18.1 | 20.2 | 18.3 | 12.6 |
| | 2023 | 13.0 | 16.6 | 8.5 | 4.2 |
| | 2024 | 6.1 | 14.0 | 10.0 | -55.4 |
| | 2025F | 7.8 | 14.6 | 12.1 | 7.6 |
| 지배주주순이익(억원) | 2022 | 139 | 769 | 265 | 80 |
| | 2023 | 125 | 517 | 147 | -21 |
| | 2024 | -18 | 551 | 213 | -604 |
| | 2025F | 61 | 555 | 271 | 37 |
| PER(배) | 2022 | 8.1 | 6.3 | 11.4 | 43.4 |
| | 2023 | 8.2 | 9.6 | 18.4 | N/A |
| | 2024 | N/A | 5.1 | 10.0 | N/A |
| | 2025F | 13.3 | 5.7 | 8.8 | 31.1 |
| PBR(배) | 2022 | 1.3 | 1.4 | 1.3 | 3.0 |
| | 2023 | 1.1 | 1.2 | 1.2 | 2.8 |
| | 2024 | 0.9 | 0.6 | 0.8 | 1.2 |
| | 2025F | 0.9 | 0.6 | 0.9 | 1.5 |
| ROE(%) | 2022 | 16.7 | 24.7 | 13.4 | 7.3 |
| | 2023 | 13.6 | 13.8 | 6.9 | -1.8 |
| | 2024 | -2.0 | 12.9 | 9.4 | -60.2 |
| | 2025F | 6.9 | 11.6 | 11.1 | 4.9 |
| PSR(배) | 2022 | 1.4 | 1.2 | 1.3 | 2.7 |
| | 2023 | 1.0 | 1.3 | 1.2 | 2.4 |
| | 2024 | 0.7 | 0.7 | 1.0 | 1.1 |
| | 2025F | 0.7 | 0.8 | 1.0 | 0.9 |

주: 동종기업들의 2025년 예상실적은 시장 컨센서스 적용

자료: Quantwise, 한국IR협의회 기업리서치센터



리스크 요인

1 영업이익률 하락 추세

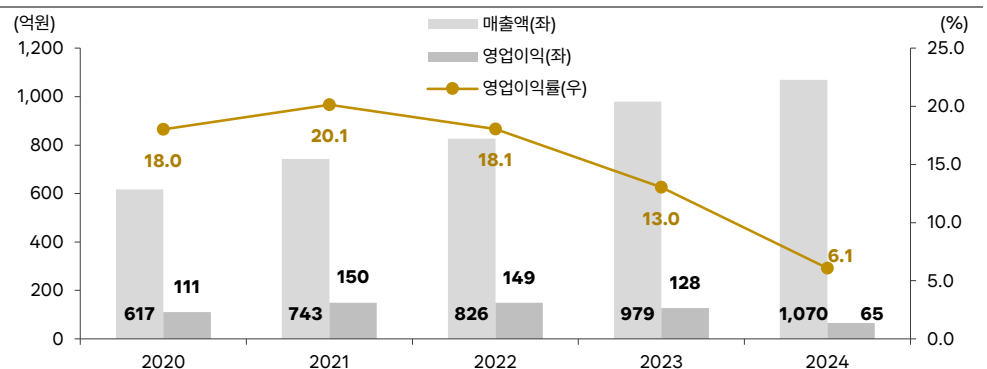
중장기 성장동력 확보를 위한
선투자 집행으로 단기적인
수익성 훼손 불가피.
향후 고정비를 초과하는
매출 성장으로 빠르게 수익성
개선될 것으로 기대됨

제노레이는 최근 영업이익률이 하락 추세에 있다. 동사의 영업이익률은 2021년 20.1%에서 2022년 18.1%, 2023년 13.0%, 2024년 6.1%로 전년대비 각각 2.0%p, 5.0%p, 6.9%p 하락하였다. 최근 동사는 지속적으로 성장하는 글로벌 의료기기 기업으로의 도약을 위한 중장기 성장동력 확보를 위해 선제적인 투자를 집행하고 있다. 2023년 경기도 성남 시에 신공장 설립하며 기존 대비 4배 이상의 생산능력을 갖추었으며, 해외 매출확장을 위한 해외 법인 설립 및 마케팅 인력 강화에 힘쓰고 있다. 또한 연구개발 측면에서도 우수 인력 확보를 위한 투자를 진행하고 있다. 생산능력 확보를 위한 CAPEX 투자 추이를 살펴보면 2021년 53억원, 2022년 92억원이 투입되며 2023년 신공장이 완공되었으며, 2023년 하반기 공장 가동이 시작됨에 따라 관련하여 2023년 하반기부터 감가상각비가 증가하고 있음을 알 수 있다. 또한 임직원수 역시 2020년말 기준 214명에서 2024년말 기준 358명으로 크게 충원됨에 따라 인건비성 비용도 급증한 상황이다.

미래성장을 위한 선제적인 투자 집행은 즉각적인 매출액 상승으로 연동되기는 쉽지 않다. 실제 동사의 임직원 1인당 매출액 추이를 살펴보면 2022년 3.3억원, 2023년 3.2억원, 2024년 3.0억원으로 투자가 본격화된 2022년부터 2024년까지 2년 연속 인당 매출액이 감소하는 추세이다. 따라서 감가상각비, 인건비, 연구개발비 등 고정비성 비용의 상승 요인으로 비용 증가에 따른 단기적인 수익성 하락은 피할 수 없는 상황이다. 이러한 비용 증가로 인해 동사는 동 기간 매출액 성장에도 불구하고 영업이익 및 당기순이익이 감소하는 추세이며, 이는 재무 건전성 악화 및 배당가능이익 축소 등으로 이어질 수 있기 때문에 동사를 투자하는 데 있어 리스크 요인으로 볼 수 있다.

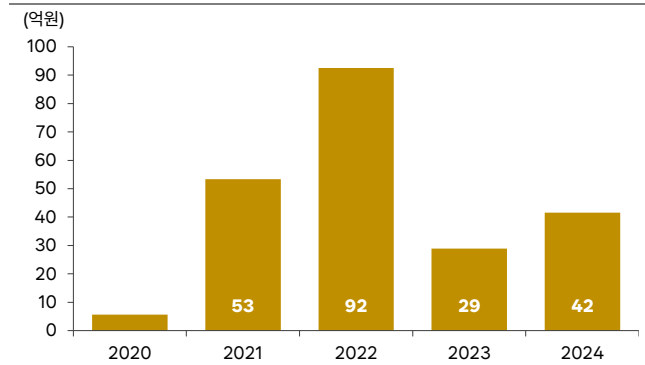
다만, 동사는 과거 꾸준한 매출 및 이익 성장을 바탕으로 여전히 우수한 재무구조를 갖추고 있다. 2024년말 기준 유동 비율은 242.3%, 부채비율 44.7%, 차입금의존도 15.6% 수준으로 재무 건전성이 높은 편이며, 우수한 재무구조를 기반으로 미래 성장동력 확보를 위한 선제적인 투자를 진행하고 있기 때문에 이는 시기 적절한 투자 의사 결정이라고 판단된다. 단기적인 수익성 저하는 피할 수 없으나, 향후 고정비를 초과하는 매출 성장이 발생하는 시점부터는 빠르게 수익성이 개선될 것으로 기대된다.

실적 추이: 영업이익률 하락세



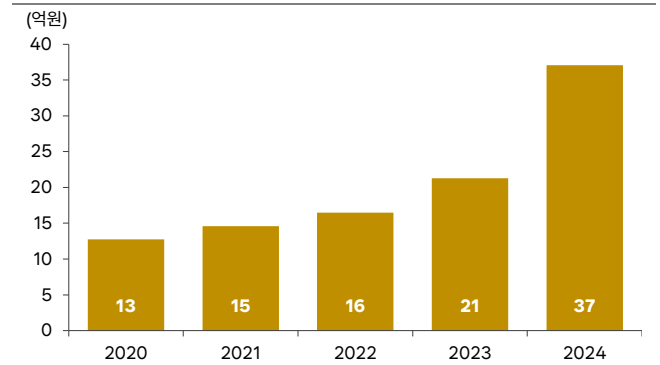
자료: 제노레이, 한국IR협회의 기업리서치센터

CAPEX 추이



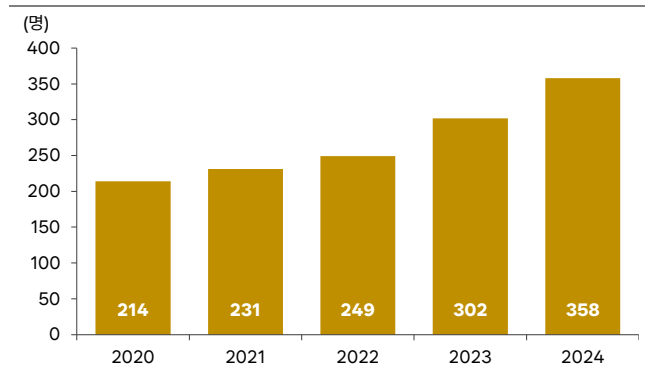
자료: 제노레이, 한국IR협의회 기업리서치센터

감가상각비 추이



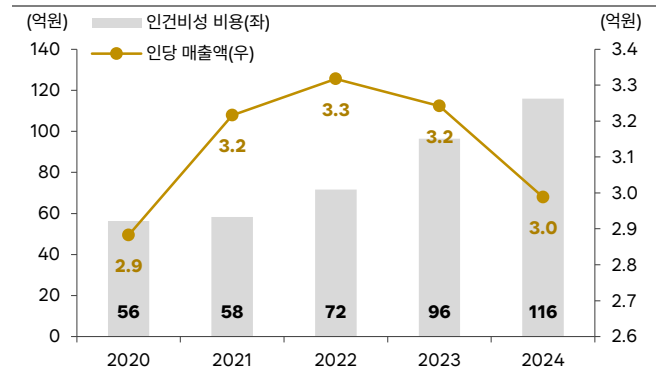
자료: 제노레이, 한국IR협의회 기업리서치센터

임직원수 추이



자료: 제노레이, 한국IR협의회 기업리서치센터

인건비성 비용 추이



자료: 제노레이, 한국IR협의회 기업리서치센터

포괄손익계산서

| (억원) | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025F |
|---------------|------|------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 743 | 826 | 979 | 1,070 | 1,191 |
| 증가율(%) | 20.4 | 11.2 | 18.5 | 9.3 | 11.3 |
| 매출원가 | 433 | 473 | 604 | 674 | 736 |
| 매출원가율(%) | 58.3 | 57.3 | 61.7 | 63.0 | 61.8 |
| 매출총이익 | 310 | 353 | 375 | 395 | 455 |
| 매출이익률(%) | 41.7 | 42.7 | 38.4 | 37.0 | 38.2 |
| 판매관리비 | 160 | 203 | 248 | 330 | 362 |
| 판매비율(%) | 21.5 | 24.6 | 25.3 | 30.8 | 30.4 |
| EBITDA | 185 | 186 | 170 | 138 | 155 |
| EBITDA 이익률(%) | 24.9 | 22.5 | 17.4 | 12.9 | 13.1 |
| 증가율(%) | 28.8 | 0.1 | -8.2 | -19.2 | 12.9 |
| 영업이익 | 150 | 149 | 128 | 65 | 93 |
| 영업이익률(%) | 20.1 | 18.1 | 13.0 | 6.1 | 7.8 |
| 증가율(%) | 34.6 | -0.3 | -14.5 | -49.0 | 43.4 |
| 영업외손익 | 8 | 8 | 2 | -125 | 8 |
| 금융수익 | 12 | 25 | 21 | 33 | 24 |
| 금융비용 | 6 | 18 | 20 | 24 | 22 |
| 기타영업외손익 | 2 | 1 | 2 | -134 | 6 |
| 종속/관계기업관련손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 세전계속사업이익 | 158 | 157 | 130 | -60 | 101 |
| 증가율(%) | 47.5 | -0.5 | -17.5 | 적전 | 흑전 |
| 법인세비용 | 15 | 18 | 6 | -35 | 15 |
| 계속사업이익 | 143 | 139 | 124 | -25 | 86 |
| 중단사업이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 143 | 139 | 124 | -25 | 86 |
| 당기순이익률(%) | 19.3 | 16.8 | 12.6 | -2.4 | 7.2 |
| 증가율(%) | 40.8 | -3.0 | -11.1 | 적전 | 흑전 |
| 지배주주지분 순이익 | 143 | 139 | 125 | -18 | 61 |

현금흐름표

| (억원) | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025F |
|-----------------|------|------|------|------|-------|
| 영업활동으로인한현금흐름 | 154 | 148 | 69 | 133 | 91 |
| 당기순이익 | 143 | 139 | 124 | -25 | 86 |
| 유형자산 상각비 | 22 | 25 | 31 | 48 | 52 |
| 무형자산 상각비 | 13 | 11 | 11 | 24 | 10 |
| 외환손익 | 1 | 4 | 2 | 3 | 0 |
| 운전자본의감소(증가) | -46 | -34 | -94 | -38 | -53 |
| 기타 | 21 | 3 | -5 | 121 | -4 |
| 투자활동으로인한현금흐름 | -123 | -216 | -28 | 14 | -2 |
| 투자자산의 감소(증가) | 0 | -3 | -6 | -1 | 0 |
| 유형자산의 감소 | 1 | 1 | 0 | 7 | 0 |
| 유형자산의 증가(CAPEX) | -53 | -92 | -29 | -42 | 0 |
| 기타 | -71 | -122 | 7 | 50 | -2 |
| 재무활동으로인한현금흐름 | -16 | -82 | -37 | -38 | -19 |
| 차입금의 증가(감소) | 17 | -22 | 23 | 70 | 3 |
| 사채의증가(감소) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자본의 증가 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금 | -17 | -24 | -22 | -22 | -22 |
| 기타 | -16 | -36 | -38 | -86 | 0 |
| 기타현금흐름 | 0 | -0 | -3 | 2 | 5 |
| 현금의증가(감소) | 15 | -150 | 1 | 110 | 73 |
| 기초현금 | 185 | 200 | 51 | 52 | 162 |
| 기말현금 | 200 | 51 | 52 | 162 | 235 |

재무상태표

| (억원) | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025F |
|-----------|------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산 | 719 | 684 | 690 | 738 | 877 |
| 현금성자산 | 200 | 51 | 52 | 162 | 235 |
| 단기투자자산 | 121 | 197 | 99 | 22 | 25 |
| 매출채권 | 138 | 94 | 118 | 86 | 95 |
| 재고자산 | 224 | 296 | 381 | 437 | 487 |
| 기타유동자산 | 36 | 47 | 40 | 31 | 35 |
| 비유동자산 | 275 | 378 | 552 | 496 | 434 |
| 유형자산 | 96 | 170 | 264 | 308 | 256 |
| 무형자산 | 160 | 188 | 241 | 94 | 84 |
| 투자자산 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 |
| 기타비유동자산 | 19 | 20 | 47 | 93 | 93 |
| 자산총계 | 994 | 1,062 | 1,243 | 1,234 | 1,311 |
| 유동부채 | 195 | 175 | 227 | 305 | 317 |
| 단기차입금 | 114 | 92 | 123 | 193 | 193 |
| 매입채무 | 20 | 18 | 24 | 23 | 25 |
| 기타유동부채 | 61 | 65 | 80 | 89 | 99 |
| 비유동부채 | 11 | 8 | 61 | 77 | 78 |
| 사채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 장기차입금 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타비유동부채 | 11 | 8 | 61 | 77 | 78 |
| 부채총계 | 206 | 182 | 287 | 382 | 395 |
| 자배주주지분 | 788 | 880 | 953 | 859 | 897 |
| 자본금 | 73 | 73 | 73 | 73 | 73 |
| 자본잉여금 | 186 | 186 | 186 | 186 | 186 |
| 자본조정 등 | -35 | -59 | -85 | -136 | -136 |
| 기타포괄이익누계액 | 1 | 3 | 3 | 5 | 5 |
| 이익잉여금 | 563 | 678 | 778 | 731 | 770 |
| 자본총계 | 788 | 880 | 955 | 853 | 916 |

주요투자지표

| | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025F |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| P/E(배) | 10.1 | 8.1 | 8.2 | N/A | 13.3 |
| P/B(배) | 1.8 | 1.3 | 1.1 | 0.9 | 0.9 |
| P/S(배) | 1.9 | 1.4 | 1.0 | 0.7 | 0.7 |
| EV/EBITDA(배) | 6.7 | 5.3 | 6.3 | 6.6 | 5.6 |
| 배당수익률(%) | 1.7 | 2.1 | 2.3 | 3.3 | 3.2 |
| EPS(원) | 984 | 955 | 858 | -124 | 418 |
| BPS(원) | 5,416 | 6,044 | 6,551 | 5,902 | 6,165 |
| SPS(원) | 5,105 | 5,676 | 6,727 | 7,351 | 8,182 |
| DPS(원) | 170 | 160 | 160 | 180 | 180 |
| 수익성(%) | | | | | |
| ROE | 19.7 | 16.7 | 13.6 | -2.0 | 6.9 |
| ROA | 15.5 | 13.5 | 10.7 | -2.0 | 6.7 |
| ROIC | 25.0 | 20.0 | 14.1 | -1.3 | 9.2 |
| 안정성(%) | | | | | |
| 유동비율 | 369.1 | 391.7 | 304.5 | 242.3 | 276.4 |
| 부채비율 | 26.1 | 20.7 | 30.1 | 44.8 | 43.1 |
| 순차입금비율 | -24.3 | -16.6 | 5.0 | 12.6 | 3.8 |
| 이자보상배율 | 84.9 | 76.5 | 22.9 | 6.8 | 8.1 |
| 활동성(%) | | | | | |
| 총자산회전율 | 0.8 | 0.8 | 0.8 | 0.9 | 0.9 |
| 매출채권회전율 | 6.1 | 7.1 | 9.2 | 10.5 | 13.1 |
| 재고자산회전율 | 3.2 | 3.2 | 2.9 | 2.6 | 2.6 |

최근 3개월간 한국거래소 시장경보제도 지정 여부

시장경보제도란?

한국거래소 시장감시위원회는 투기적이거나 불공정거래 개연성이 있는 종목 또는 주가가 비정상적으로 급등한 종목에 대해 투자자주의 환기 등을 통해 불공 정거래를 사전에 예방하기 위한 제도를 시행하고 있습니다. 시장경보제도는 투자주의종목 투자경고종목 투자위험종목의 단계를 거쳐 이루어지게 됩니다. ※관련근거: 시장감시규정 제5조의2, 제5조의3 및 시장감시규정 시행세칙 제3조~제3조의 7

| 종목명 | 투자주의종목 | 투자경고종목 | 투자위험종목 |
|------|--------|--------|--------|
| 제노레이 | X | X | X |

발간 History

| 발간일 | 제목 |
|------------|----------------------------------|
| 2025.04.29 | 제노레이-신제품과 수출이 견인하는 매출 성장 |
| 2023.12.05 | 제노레이-C-ARM 국내 1위, 종합 영상진단장비 전문기업 |
| 2022.05.25 | 제노레이-다각화된 사업 포트폴리오 & 저평가된 밸류에이션 |

Compliance notice

본 보고서는 한국거래소, 한국예탁결제원과 한국증권금융이 공동으로 출연한 한국IR협의회 산하 독립 (리서치) 조직인 기업리서치센터가 작성한 기업분석 보고서입니다. 본 자료는 투자자들에게 국내 상장기업에 대한 양 질의 투자정보 제공 및 건전한 투자문화 정착을 위해 무상으로 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 중소형 기업 소개를 위해 작성되었으며, 매수 및 매도 추천 의견은 포함하고 있지 않습니다.
- 본 자료에 기재된 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 조사항료는 투자 참고 자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 투자자의 투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사항료의 지적재산권은 당사에 있으므로, 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료는 텔레그램에서 "한국IR협의회(<https://t.me/krsofficial>)" 채널을 추가하시어 보고서 발간 소식을 안내받으실 수 있습니다.
- 한국IR협의회가 운영하는 유튜브 채널 "IRTV"에서 1) 애널리스트가 직접 취재한 기업탐방으로 CEO인터뷰 등이 있는 '소중한탐방'과 2) 기업보고서 심층해설방송인 '소중한 리포트 가치보기'를 보실 수 있습니다.