

제노코(361390,KQ)

안정적인 실적 지속, 2분기 최대 실적 전망

2022.05.04

Company Comment

투자의견: **NR**

현재주가: 32,500원(05/03)

시가총액: 244(십억원)

Analyst 박종선_02)368-6076_jongsun.park@eugenefn.com

1Q22 Review: 매출액 +28.9%yoy, 영업이익 22.9%yoy. 안정적 성장 지속

전일(5/3) 발표한 1분기 잠정실적(별도기준)은 매출액 137억원, 영업이익 8억원으로, 전년동기대비 각각 28.9%, 22.9% 증가하면서 양호한 실적을 달성하였음. 시장 기대치(매출액 141억원, 영업이익 15억원) 대비 영업이익은 하회하였으나, 매출액은 유사한 수준이었음.

1분기 실적에서 긍정적인 것은 안정적인 매출 성장이 지속되고 있다는 것. ① 매출 비중이 높은 EGSE(Electrical Ground Support Equipment, 전기지상지원장비)/점검장비 매출(매출비중 36.0%) 및 방산 핵심부품 매출(매출비중 32.7%)이 전년동기대비 각각 4.5%, 9.0% 증가하며 안정적인 매출이 유지되고 있는 가운데, ② 위성지상국 매출이 급증(위성지상국 매출: 1Q21, 3억원 → 1Q22, 32억원)하면서 실적 성장을 견인하였기 때문.

2Q22 Preview: 성수기로 전년동기 수준을 소폭 넘어서며 최대 실적 달성 전망

당사 추정 2분기 예상실적(별도기준)은 매출액 153억원, 영업이익 23억원으로 전년동기대비 각각 5.5%, 1.1% 증가하며 소폭 증가할 것으로 예상함. 전년대비 실적 성장 증가 폭이 낮은 이유는 지난해 2분기에 최대 실적(매출액 145억원, 영업이익 22억원, OPM 15.5%)을 달성했기 때문임.

최대 실적을 달성할 것으로 예상하는 이유는 ① TICN(Tactical Information Communication Network, 전술통신망) 양산사업에 따라 방산핵심부품의 매출이 안정적인 성장을 지속하는 가운데, ② 위성지상국 관련 매출이 전년동기대비 크게 증가하면서 실적 성장을 견인할 것으로 판단하고 있기 때문. 수익성이 양호한 방산핵심부품 및 위성지상국 매출비중이 증가하면서 지난해에 이어 높은 수익성을 유지할 것으로 기대함.

현재주가는 2022년 기준 PER 43.0배, 동종업계 대비 할증되어 거래 중

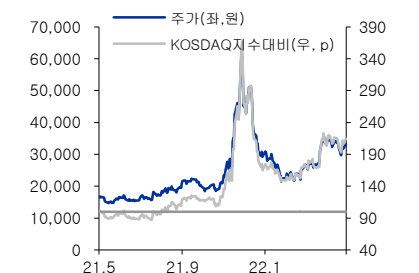
당사 추정 2022년 예상 EPS(756원) 기준, PER은 43.0배 수준으로 국내 유사업체(한화시스템, LG넥스원, 인텔리안테크) 평균 PER 26.4배 대비 할증되어 거래 중.

발행주식수	7,501천주
52주 최고가	145,000원
최저가	20,550원
52주 일간 Beta	1.6
90일 일평균거래대금	102.1억원
외국인 지분율	8.8%
배당수익률(2022F)	0.2%

주주구성	
유포함 (외 4인)	51.7%
안동명 (외 1인)	8.2%

	1M	6M	12M
주가상승률	-3.4%	39.2%	97.4%

	현재	직전	변동
투자의견	NR	NR	-
목표주가	-	-	-
영업이익(22)	6.1	6.1	-
영업이익(23)	7.1	9.8	▼



(단위: 십억원, (%), %p)	1Q22P					2Q22E			2021A	2022E		2023E	
	실적발표	당사 예상치	차이	컨센서스	차이	예상치	qoq	yoy		예상치	yoy	예상치	yoy
매출액	13.7	14.1	-2.8	14.1	-2.8	15.3	11.6	5.5	45.6	54.1	18.5	62.0	14.5
영업이익	0.8	1.5	-47.3	1.5	-47.3	2.3	183.0	1.1	4.3	6.1	42.7	7.1	16.3
세전이익	0.8	1.5	-47.9	1.5	-47.9	2.3	186.2	2.6	4.4	6.1	39.9	7.0	15.5
순이익	0.6	1.4	-56.4	1.4	-56.4	2.2	242.3	35.7	5.8	5.7	-3.0	6.3	11.8
영업이익률	5.9	10.8	-5.0	10.8	-5.0	14.9	9.0	-0.7	9.4	11.3	1.9	11.5	0.2
순이익률	4.6	10.3	-5.7	10.3	-5.7	14.1	9.5	3.1	12.8	10.5	-2.3	10.2	-0.3
EPS(원)	336	336	0.0	-	-	1,150	242.3	32.5	779	756	-3.0	845	11.8
BPS(원)	4,194	4,194	0.0	-	-	4,482	6.9	-60.0	4,160	4,866	17.0	5,661	16.3
ROE(%)	8.0	8.0	0.0	-	-	25.7	17.6	17.9	29.7	16.7	-12.9	16.1	-0.7
PER(X)	96.7	96.7	-	-	-	28.3	-	-	37.5	43.0	-	38.5	-
PBR(X)	7.7	7.7	-	-	-	7.3	-	-	7.0	6.7	-	5.7	-

자료: 제노코, 유진투자증권

주: EPS는 annualized 기준

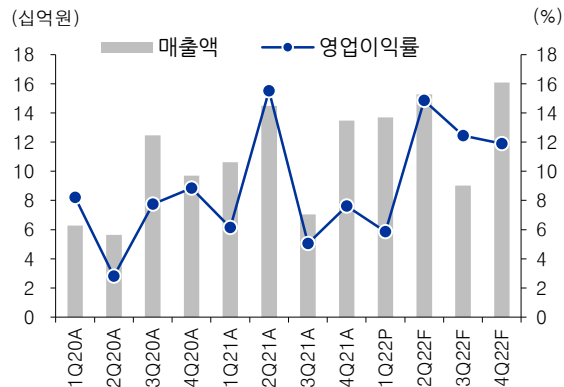
I. 실적 추이 및 전망

도표 1. 분기별 실적 추이 및 전망(별도 기준)

(십억원, %)	1Q20A	2Q20A	3Q20A	4Q20A	1Q21A	2Q21A	3Q21A	4Q21A	1Q22P	2Q22F	3Q22F	4Q22F
매출액	6.3	5.6	12.5	9.7	10.6	14.5	7.1	13.5	13.7	15.3	9.0	16.1
증가율(% <i>yoj</i>)	-42.4	-36.2	74.4	58.4	69.1	157.2	-43.5	38.9	28.8	5.5	28.0	19.4
증가율(% <i>qoq</i>)	2.6	-10.4	121.5	-22.2	9.6	36.3	-51.3	91.1	1.6	11.6	-40.9	78.3
제품별 매출액												
EGSE/점검장비	2.4	2.2	5.0	3.7	4.7	8.2	0.5	3.4	4.9	2.3	1.7	4.4
방산 핵심부품	2.6	2.3	5.2	4.4	4.1	5.2	3.0	5.0	4.5	5.6	2.7	5.9
위성지상국	0.6	0.6	1.6	1.3	0.3	0.5	2.5	1.5	3.2	5.6	2.3	1.8
항공전자	0.7	0.5	0.6	0.2	1.4	0.3	0.9	2.7	0.9	1.1	1.8	1.9
위성탑재체	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.8	0.2	0.7	0.5	2.0
제품별 매출비중												
EGSE/점검장비	38.3	38.3	40.5	38.3	44.4	56.9	6.9	25.6	36.0	15.2	18.6	27.5
방산 핵심부품	41.4	41.4	41.4	45.7	38.7	36.2	42.0	37.2	32.7	36.9	30.3	36.9
위성지상국	8.8	10.8	12.6	13.7	2.5	3.7	35.6	11.3	23.2	36.4	25.5	11.3
항공전자	11.2	8.9	5.0	1.8	13.0	1.7	12.2	20.1	6.9	7.0	20.0	11.7
위성탑재체	0.3	0.6	0.6	0.6	1.4	1.5	3.3	5.8	1.2	4.4	5.8	12.6
수익												
매출원가	5.1	4.6	10.8	8.1	9.2	11.5	6.0	11.4	11.9	12.0	7.2	13.0
매출총이익	1.2	1.0	1.7	1.6	1.4	2.9	1.1	2.1	1.8	3.2	1.8	3.1
판매관리비	0.7	0.8	0.7	0.7	0.8	0.7	0.7	1.0	1.0	1.0	0.7	1.2
영업이익	0.5	0.2	1.0	0.9	0.7	2.2	0.4	1.0	0.8	2.3	1.1	1.9
세전이익	0.4	0.1	1.0	0.6	0.8	2.2	0.8	0.6	0.8	2.3	1.1	1.9
당기순이익	0.3	0.0	0.9	0.5	0.6	1.6	0.6	3.0	0.6	2.2	1.1	1.8
이익률(%)												
매출원가율	81.4	82.2	86.3	83.7	86.6	79.7	84.5	84.6	86.8	78.8	80.1	80.9
매출총이익률	18.6	17.8	13.7	16.3	13.4	20.3	15.5	15.4	13.2	21.2	19.9	19.1
판매관리비율	10.4	15.0	5.9	7.4	7.2	4.8	10.5	7.8	7.3	6.3	7.5	7.2
영업이익률	8.2	2.8	7.8	8.8	6.2	15.5	5.0	7.6	5.9	14.9	12.4	11.9
세전이익률	5.8	2.1	8.0	6.5	7.3	15.3	10.9	4.5	5.8	14.9	12.4	11.9
당기순이익률	5.2	0.0	7.1	4.9	6.0	11.0	8.6	22.4	4.6	14.1	11.8	11.3

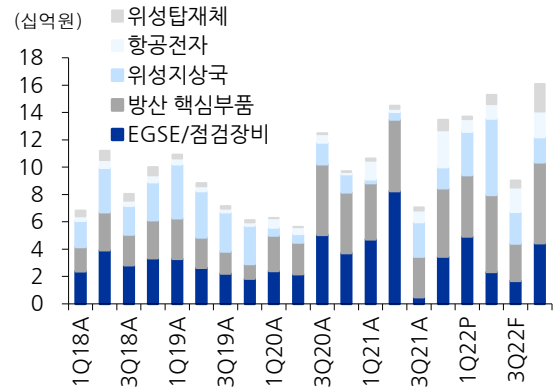
자료: 제노코, 유진투자증권

도표 2. 분기별 매출액 추이 및 전망



자료: 유진투자증권

도표 3. 분기별 제품별 매출액 추이 및 전망



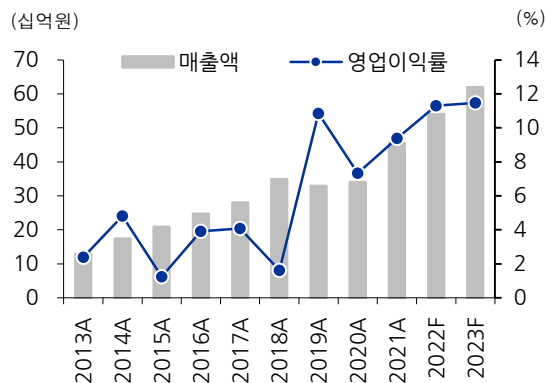
자료: 유진투자증권

도표 4. 연간 실적 전망(별도 기준)

(십억원, %)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
매출액	17.4	20.9	24.7	28.1	36.0	32.9	34.1	45.6	54.1	62.0
증가율(yoy, %)	35.4	19.9	18.5	13.6	28.4	-8.6	3.5	33.9	18.5	14.5
제품별 매출액										
EGSE/점검장비	-	-	-	3.0	12.5	9.9	13.3	16.9	13.4	15.4
방산 핵심부품	-	-	-	17.6	9.6	7.9	14.5	17.3	18.8	19.8
위성지상국	-	-	-	6.0	10.0	13.0	4.1	4.8	12.9	14.9
항공전자	-	-	-	0.9	1.8	1.3	2.0	5.2	5.7	7.1
위성탐재체	-	-	-	0.5	1.0	0.9	0.2	1.4	3.4	4.7
제품별 매출 비중										
EGSE/점검장비	-	-	-	10.7	35.7	30.0	39.1	37.0	24.7	24.9
방산 핵심부품	-	-	-	62.8	27.5	23.9	42.6	38.0	34.7	31.9
위성지상국	-	-	-	21.5	28.6	39.3	11.9	10.6	23.8	24.1
항공전자	-	-	-	3.0	5.2	4.1	5.9	11.4	10.5	11.4
위성탐재체	-	-	-	1.9	2.9	2.6	0.5	3.0	6.3	7.7
수익										
매출원가	15.0	18.8	21.9	23.1	31.7	27.0	28.6	38.1	44.2	50.1
매출총이익	2.4	2.0	2.8	5.0	4.4	6.0	5.5	7.5	9.9	11.9
판매관리비	1.5	1.8	1.8	3.8	2.4	2.4	2.9	3.2	3.8	4.8
영업이익	0.8	0.3	1.0	1.1	2.0	3.6	2.5	4.3	6.1	7.1
세전이익	0.8	0.2	0.8	0.9	1.2	2.9	2.1	4.4	6.1	7.0
당기순이익	0.8	0.2	0.8	0.8	1.0	2.2	1.7	5.8	5.7	6.3
이익률(%)										
매출원가율	86.3	90.2	88.7	82.3	90.0	81.9	84.0	83.5	81.7	80.8
매출총이익률	13.7	9.8	11.3	17.7	10.0	18.1	16.0	16.5	18.3	19.2
판매관리비율	16.8	14.0	11.8	10.4	8.4	8.9	8.6	7.1	7.0	7.7
영업이익률	4.8	1.2	3.9	4.1	1.6	10.9	7.3	9.4	11.3	11.5
세전이익률	4.5	0.8	3.1	3.2	1.2	8.9	6.2	9.5	11.3	11.4
당기순이익률	4.5	0.8	3.1	2.9	0.9	6.7	5.0	12.8	10.5	10.2

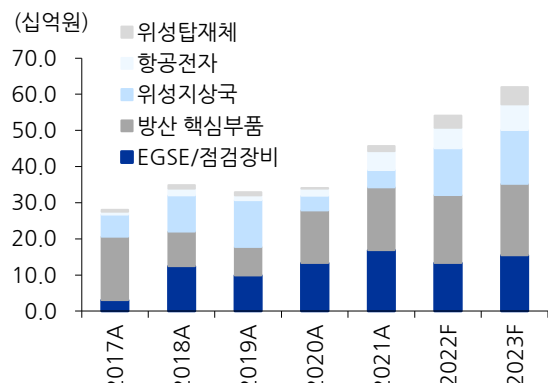
자료: 제노코, 유진투자증권

도표 5. 매출액 증가와 함께 안정적인 수익성 유지



자료: 제노코, 유진투자증권

도표 6. 제품별 매출액 추이 및 전망



자료: 제노코, 유진투자증권

II. Peer Valuation

도표 7. Peer Group Valuation Table

	제노코	평균	휴니드	한화시스템	LG 넥스원	세트렉아이	인텔리안테크
주가	32,500		9,560	15,850	86,800	49,900	80,900
시가총액(십억원)	244		135.0	2,994	1,910	453.4	743.0
PER(배)							
FY20A	-	16.1	12.7	20.4	11.6	19.6	683.6
FY21A	37.5	16.4	9.3	25.4	14.4	-	129.5
FY22F	43.0	26.4	-	37.3	15.5	-	38.4
FY23F	38.5	22.1	-	32.5	11.7	-	21.6
PBR(배)							
FY20A	-	1.6	0.6	1.8	1.0	3.1	5.0
FY21A	7.0	1.9	0.8	1.4	2.0	3.5	5.1
FY22F	6.7	1.8	-	1.3	2.2	-	5.1
FY23F	5.7	1.6	-	1.3	1.9	-	4.2
매출액(십억원)							
FY20A	34.1		201.3	1,642.9	1,600.3	89.2	110.1
FY21A	45.6		227.7	2,089.5	1,822.2	73.5	138.0
FY22F	54.1		-	2,284.2	2,143.1	-	238.5
FY23F	62.0		-	2,480.8	2,585.1	-	353.2
영업이익(십억원)							
FY20A	2.5		11.0	92.9	63.7	13.7	3.3
FY21A	4.3		13.3	112.1	97.2	1.3	2.2
FY22F	6.1		-	106.8	159.0	-	21.0
FY23F	7.1		-	128.3	212.8	-	36.3
영업이익률(%)							
FY20A	7.3	7.6	5.5	5.7	4.0	15.3	3.0
FY21A	9.4	4.6	5.8	5.4	5.3	1.7	1.6
FY22F	11.3	6.1	-	4.7	7.4	-	8.8
FY23F	11.5	6.7	-	5.2	8.2	-	10.3
순이익(십억원)							
FY20A	1.7		6.3	93.6	57.9	11.9	0.6
FY21A	5.8		13.0	97.9	105.1	-12.7	6.0
FY22F	5.7		-	79.8	123.5	-	19.9
FY23F	6.3		-	91.4	163.5	-	32.8
EV/EBITDA(배)							
FY20A	-	7.5	2.4	8.6	11.0	8.1	52.8
FY21A	43.7	7.0	4.2	6.9	9.9	-	47.4
FY22F	31.3	10.6	-	10.5	10.6	-	22.3
FY23F	26.8	8.8	-	9.5	8.0	-	14.8
ROE(%)							
FY20A	22.7	10.2	5.4	9.4	8.9	17.2	0.7
FY21A	29.7	4.4	10.3	6.0	14.6	-13.2	5.0
FY22F	16.7	9.4	-	3.6	15.3	-	13.1
FY23F	16.1	10.9	-	4.0	17.8	-	20.8

자료: Bloomberg, QuantWise, 유진투자증권
주: 2022.05.03 종가기준

III. 회사 소개

방위산업 핵심부품 및 위성통신부품을 제조하는 항공우주 통신 전문기업

도표 8. 사업 영역: 위성통신, 항공전자



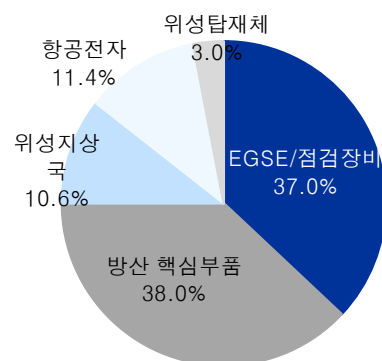
자료: IR Book, 유진투자증권

도표 9. 주요 연혁

연도	주요 사업 내용
2004.11	(주)제노코 법인 설립
2005.05	기업부설연구소 등록(한국산업기술진흥협회, 제 20051825 호)
2015.09	소형무장 헬기개발사업(LAH) 인터콤(ICS) 개발 계약 체결
2016.12	KF-X 체계개발 IBU 개발 계약 체결
2017.11	ANASIS-2 위성운용국 개발 계약 체결
2019.03	425 SAR 위성탐재체 EGSE 개발계약 체결
2019.06	벤처기업 확인(기술보증기금, 제 20190106170 호)
2019.12	KF-X 체계개발 Fiber Optic Cable
2020.03	소재부품 전문기업 인증(산업통상자원부, 제 21647 호)
2020.09	TA-50 Block2 용 CIB(Control Interference Blanker) 1 종 개발
2021.03	코스닥 신규상장 (3/24)

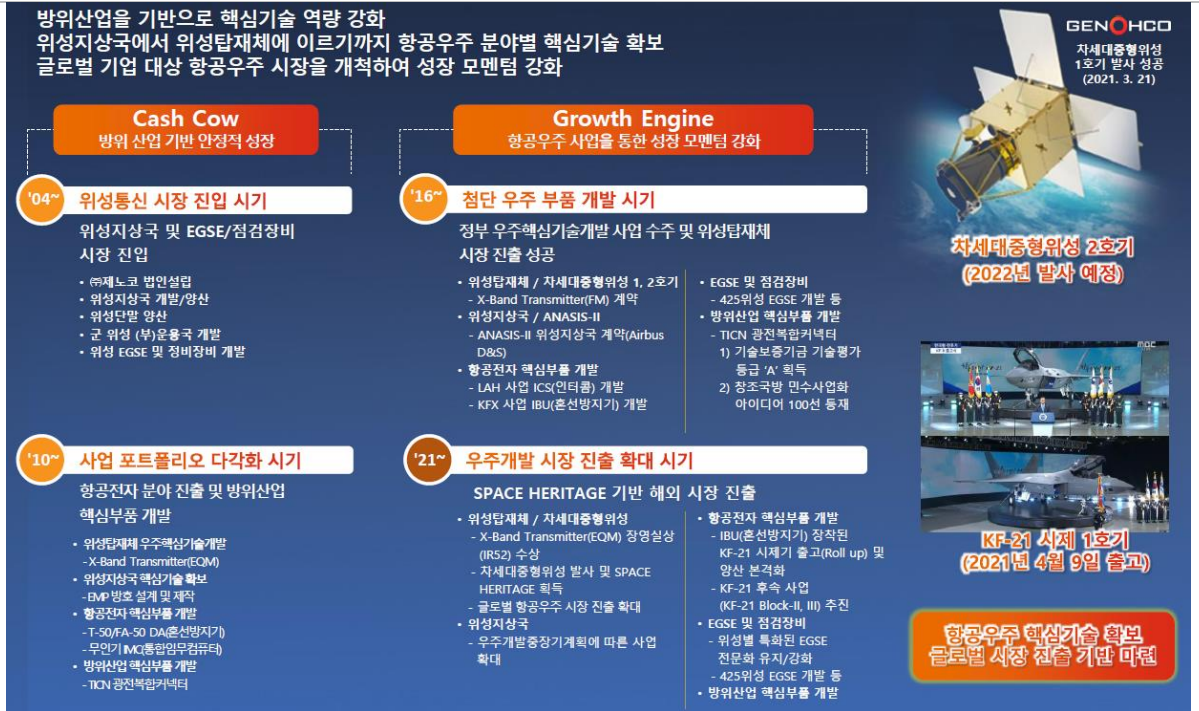
자료: IR Book, 유진투자증권

도표 10. 제품별 매출 비중 (2021 년 기준)



자료: IR Book, 유진투자증권

도표 11. 성장 연혁: 방위산업을 기반으로 핵심기술 역량 강화



자료: IR Book, 유진투자증권

도표 12. 다양한 분야의 핵심기술을 확보하여 국산화에 성공



자료: IR Book, 유진투자증권

IV. 투자포인트

1) 캐시카우인 전술정보통신체계(TICN) 및 EGSE 사업의 안정적 실적 지속 전망

도표 13. 방위산업 핵심부품: 캐시카우 역할 지속

● 사업 내용

- 비접촉식 광 및 광전복합 케이블 핵심부품 **국산화 성공**
- 다양한 방위산업 분야로 확장 가능



● 사업 성과



- 육군(TICN), 해군(FFX-III), 공군(KF-X) 등에 소요되는 광케이블 사업 참여
- 타 체계분야에 적용 가능한 **확장성** 보유

제품	납품 시기	관련 사업
TICN 알산	2020년	육군(TICN)
KF-X 체계개발 Fiber Optic Cable	2026년	공군(KF-X)
FFX-III OOO 광카넥터조립체	2020년	해군(FFX-III)

자료: IR Book, 유진투자증권

도표 14. EGSE/점검장비: 위성발사전까지 위성탐재체를 점검

● 사업 내용

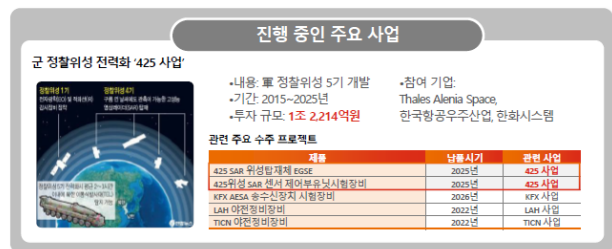
- 위성 발사 전까지 위성탐재체 성능점검에 필수적인 EGSE(전기장치지원장비) 개발
- EGSE 기술의 방위산업 무기체계장비에 적용으로 자동화 점검이 가능토록 개발 및 양산 진행
- 육군, 해군, 공군의 다양한 장비를 점검 및 정비하는 점검장비 개발 및 양산 진행

● EGSE/점검장비의 중요성

검사목적	검사 대상/내용	검사결과
EGSE	- 위성 발사 후 고장시 수리 불가 - 위성탐재체의 성능검증 필수 장비 - 방위산업 분야(425위성) 적용	- 위성탐재체 기능 및 성능 측정과 설계 결함 분석
점검장비	- 방위산업 무기체계장비 성능 검사 장비 - 방위산업 군수지원요소 장비 - 군 정비창, 방산업체 수요 증가	- 탐재체 성능 만족시 위성조립 - 방위산업 무기체계장비 기능 및 성능 점검, 고장부위 탐지, 분석 - 군의 점검장비 개발 수요 지속 - 이후 안정적인 양산 수행

품질 중심의 사업(위성/방산) 분야 신뢰도 제고

● 제품 라인업



자료: IR Book, 유진투자증권

도표 15. 항공전자: 항공기의 종류에 따라 다양한 항공전자 핵심부품 국산화 성공



자료: IR Book, 유진투자증권

도표 16. 기존 T-50, FA-50 사업에 이어 KF-21, LAH 사업에서 확고한 기술 경쟁력 확보 및 해외시장 확대

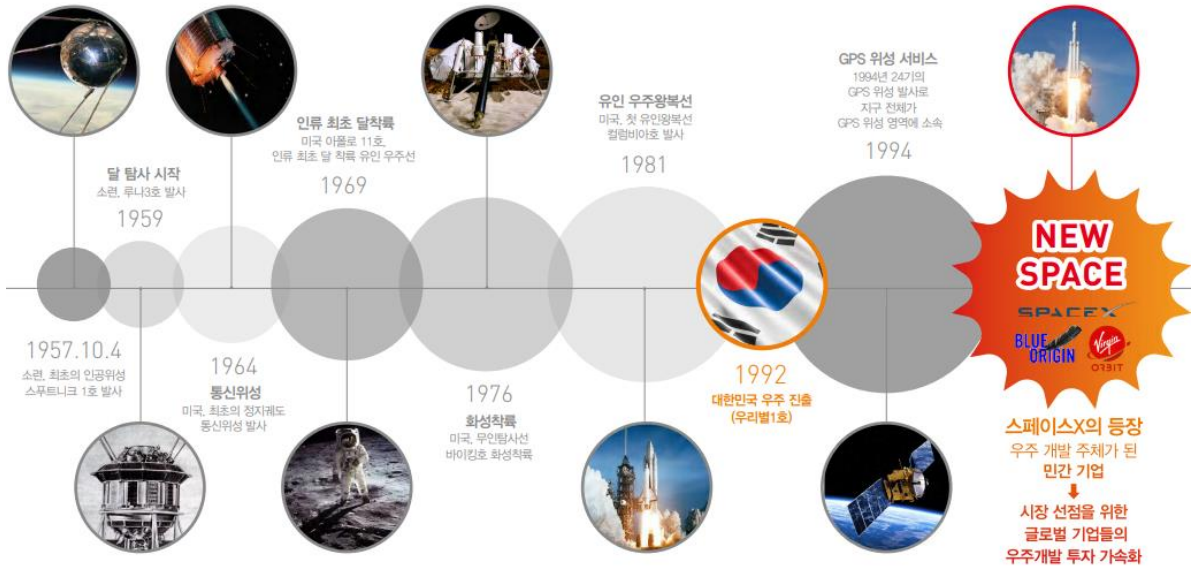


진입장벽이 높은 항공산업에서 항공기 탑재 HERITAGE를 보유하여 기술 및 제품 경쟁력 확보 → 국내시장을 기반으로 글로벌 시장 진출

자료: IR Book, 유진투자증권

2) 신규사업인 항공우주개발 확대에 따른 수혜

도표 17. 새로운 우주시대 도래: 정부에서 민간 주도 사업으로 변화



자료: IR Book, 유진투자증권

도표 18. 대한민국 정부의 우주개발 로드맵: 민간 기업 참여 유도



자료: IR Book, 유진투자증권

도표 19. 제3차 우주개발진흥 기본계획에 따라 위성발사 프로젝트 수주 증가 전망

정부는 2040년까지 총 69기의 위성발사 계획

위성 1대당 X-Band Transmitter 3ea 소요 예상(차세대중형위성 1, 2호기 기준)

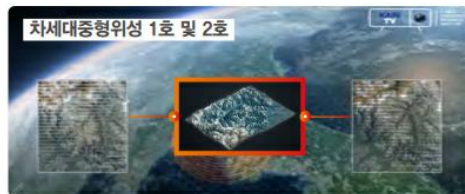


※자료: 제3차 우주개발진흥 기본계획, 한국항공우주연구원

자료: IR Book, 유진투자증권

도표 20. 우주개발 사업 본격화: 차세대중형위성 발사를 기점으로 차별화된 시장 지위 획득 기대

차세대중형위성 발사 계획



목적

- ① 공공분야 위성수요 충족
- ② 우주산업 육성
- ③ 500kg급 차세대 중형위성 표준형 플랫폼 확보
- ④ 핵심부품/탑재체 기술 자립화

성장 전략

01
SPACE HERITAGE 확보

차세대 중형위성 1호, 2호 성공적 탑재로 제품 우수성 입증

한국, 미국 및 유럽 5개국 특허 등록 및 소유권 확보 완료

02
국내 위성탑재체 시장 선점

국내 발사 예정 위성에 대해 최우선 적용

독점적 시장 지위 구축 및 사업영역 다각화

03
해외 진출 시작

글로벌 네트워크를 바탕으로 해외 시장 개척

AIRBUS DEFENCE & SPACE
LOCKHEED MARTIN

주요 해외 파트너사
AIRBUS D&S, General Dynamics, Vertex, Raytheon, Lockheed Martin, Thales Alenia Space, Leonardo

자료: IR Book, 유진투자증권

도표 21. 위성탑재체 핵심부품인 "X-Band Transmitter" 국산화 성공 및 차세대 중형위성에 탑재



자료: IR Book, 유진투자증권

도표 22. 위성지상국: AIRBUS와 계약 체결



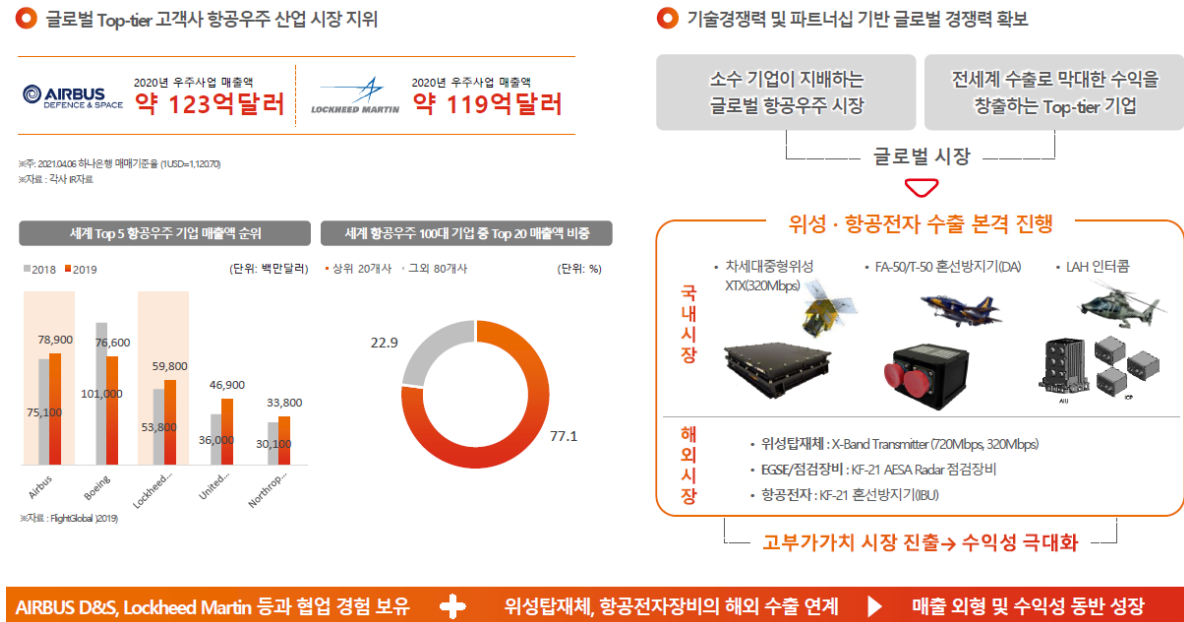
자료: IR Book, 유진투자증권

도표 23. 항공우주 분야의 글로벌 고객사 확보



자료: IR Book, 유진투자증권

도표 24. 글로벌 주요고객 기반 성장 모멘텀 강화



자료: IR Book, 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다

당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다

당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다

조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다

동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다

동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다

동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	97%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2022.03.31 기준)