2019년 10월 14일 I Equity Research

제노레이 (122310)

PER 6배, 지금은 무조건 사야 하는 구간

하반기 본격적인 실적 확대 전망

2019년 하반기 본격적인 실적 확대가 예상된다. C-ARM 은 2017년에 출시한 프리미엄 제품 'OSCAR 클래식' 를 중심으로 매출액 증가가 이루어지고 있으며, 덴탈장비 역시 3D 장비인 'PAPAYA 3D'를 필두로 판매가 늘어나고 있다. 이에 따라 3분기 실적은 매출액 152억원(+29.3%, YoY)과 영업이익 38억원(+117.8%, YoY) 로 좋은 흐름을 보일 전망이며, 4분기는 성수기 시즌으로 매출액은 200억원을 상회하고, 영업이익도 49억원으로 분기 사상최대 실적을 시현할 것으로 판단한다.

꾸준한 신제품 출시 및 특화된 장비로 지속적인 외형성장

제노레이는 메디컬 주력 장비인 'C-ARM'과 덴탈장비의 성능 향상 및 카테고리 확장을 통해 꾸준히 성장해왔다. 그 결과 현재 'C-ARM'은 국내에서 시장점유율 1위를 차지하고 있으며, 덴탈장비 역시 매출증가세가 가파르게 이루어지면서 국내외 성장세가 지속적으로 이어지고 있다. 또한, 동사의 제품이 특정한 목적 하에 사용되는 장비들로 이루어져 있어 대체품이 없고, 메디컬 및 덴탈 등 어느 한 사업군에 쏠림이 없는 만큼 향후 지속적인 성장이 예상된다.

투자의견 'BUY', 목표주가 38,700원 유지

2019년 제노레이 실적은 매출액 636억원(+12.9%, YoY)과 영업이익 143억원(+30.7%, YoY)으로 전망한다. 주요 제품별 매출액을 살펴보면 'C-ARM' 은 237억원으로 전년대비 17% 성장, 'CT'는 219억원으로 전년대비 8% 성장할 것으로 예상한다. 특히, C-ARM은 EMEA 지역에서도 입찰물량 수주를 확보한 만큼 연내 매출액이 발생할 것으로 보이며, 덴탈은 3D 장비를 주력으로 중국에서의 매출증가세가 이어질 것으로 판단한다. 영업이익은 매출증가와 함께 핵심기술 내재화를 통한 원가절감으로 레버리지 효과가 나타날 전망이다. 2020년은 메디컬 장비가 기존 정형외과/신경외과 외 기타 다른 과로의 확장이 이루어지면서 성장률이 더욱 높아지는 등 전반적인 실적 성장세가 더욱 강화될 것으로 판단되는 만큼 투자매력 높다고 사료된다.

Update

BUY

I TP(12M): 38,700원 I CP(10월 11일): 16,900원

Key Data	
KOSDAQ 지수 (pt)	632.95
52주 최고/최저(원)	25,050/14,650
시가총액(십억원)	77.4
시가총액비중(%)	0.03
발행주식수(천주)	4,577.3
60일 평균 거래량(천주)	22.2
60일 평균 거래대금(십억원)	0.4
18년 배당금(예상,원)	300
18년 배당수익률(예상,%)	1.78
외국인지분율(%)	2.17
주요주주 지분율(%)	
박병욱 외 13 인	32.87
	0.00

주가상승률	1M	6M	12M
절대	(4.5)	(30.5)	(24.9)
상대	(4.9)	(15.8)	(16.1)

Consensus Data	2019	2020
매출액(십억원)	68.3	83.7
영업이익(십억원)	13.5	16.6
순이익(십억원)	11.1	13.8
EPS(원)	2,369	2,892
BPS(원)	11,718	14,395

Stock Price

Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	44.5	56.3	63.6	78.6	99.4
영업이익	십억원	6.2	11.0	14.3	19.0	23.9
세전이익	십억원	5.5	11.0	14.2	19.1	24.3
순이익	십억원	5.2	9.5	12.4	16.8	21.3
EPS	원	1,386	2,188	2,642	3,520	4,459
증감률	%	50.7	57.9	20.7	33.2	26.7
PER	배	N/A	8.87	6.40	4.80	3.79
PBR	배	N/A	1.97	1.44	1.13	0.88
EV/EBITDA	배	N/A	5.37	3.86	2.47	1.33
ROE	%	26.45	27.35	24.53	26.36	26.14
BPS	원	6,152	9,837	11,732	14,971	19,148
DPS	원	0	300	300	300	300

Analyst 안주원
02-3771-3125
joowonahn@hanafn.com

Analyst 이정기
02-3771-7522
robert.lee@hanafn.com

RA 정민구
02-3771-3429
mingu.jeong@hanafn.com

하나금융투자

Analyst 안주원 02-3771-3125

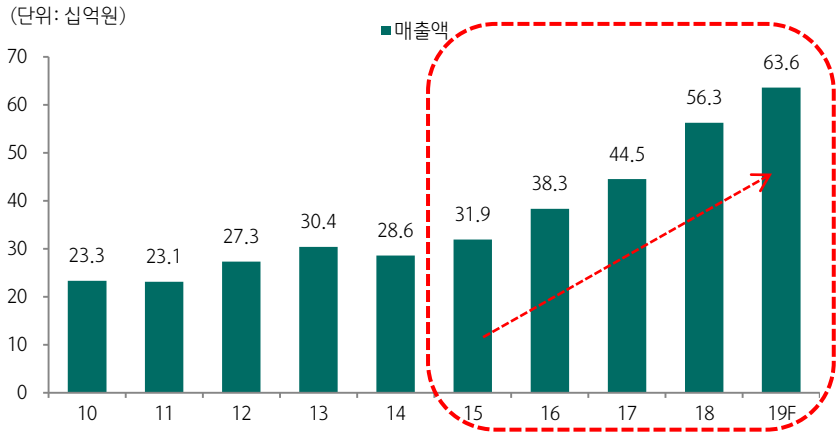
메디컬/덴탈 제품성능 향상 및 카테고리 꾸준히 확장하며 성장기반 마련

지속적인 제품 개발 및 카테고리 확장을 통한 성장

제노레이는 메디컬 주력 장비인 C-ARM과 덴탈장비의 성능 향상 및 카테고리 확장을 통해 꾸준히 성장해왔다. 특히 2010년 이후에는 3DCT, 디지털 시스템, 자체 디텍터 등을 개발 및 선보였으며, 이를 기반으로 2016년부터는 본격적으로 매출액 확대가 이루어지기 시작했다. 그 결과 현재 C-ARM은 국내에서 시장점유율 1위를 차지하고 있으며, 덴탈장비 역시 매출증가세가 가파르게 이루어지면서 국내외 성장세가 지속적으로 이어지고 있다. 2019년에도 C-ARM 및 덴탈장비가 고른 성장을 보이면서 전체 연간 매출액은 전년대비 13% 성장한 636억원을 시현할 것으로 예상한다.

꾸준한 신제품 개발을 통해 지속 성장할 수 있는 기반 마련

그림 1. 제노레이 연간 매출액 추이 및 전망



자료: 제노레이, 하나금융투자

표 1. 제노레이 주요 모델들의 특성 비교 및 시장 구분

장 비		모 델	사 양	특징	주 사용처
메디칼	C-arm	ZEN-2090	중	보급형 C-arm	의원 및 소형병원
		ZEN-7000	고	선진시장 타겟의 고사양 제품	중대형병원
		OSCAR			
	Mammo	MX-600	중	아날로그 장비	의원 및 소형병원
		DMX-600	고	FPD 적용 고사양 장비	중대형병원
덴탈	Pan	PAPAYA	중	대표 디지털 Panorama 장비	치과 개원의
	3DCT	PAPAYA3D	고	Pan,Ceph,CT 전부 지원	치과 개원의~병원

자료: 제노레이, 하나금융투자

Analyst 안주원 02-3771-3125

미국, 유럽, 아시아 등 선진국 중심의 매출확대도 고무적

미국, 유럽, 아시아 등 주요 해외지역에서의 외형확대 긍정적

2019년 상반기 기준 해외매출액 비중은 64%이며, 북미, 유럽, 아시아지역을 중심으로 해외매출 성장이 일어나고 있다. 북미 매출액은 2016년 71억원에서 2018년 95억원으로 증가했으며, 동기간 유럽은 37억원에서 52억원, 아시아는 93억원에서 174억원으로 늘어났다. 아시아지역은 중국을 필두로 외형확대가 이루어지고 있으며, 덴탈장비 매출액이 큰 곳이다. 이처럼 글로벌 시장에서의 매출증가세가 나타나고 있는 점은 고무적이며, 이는 제노레이가 생산하는 제품이 특정한 목적 하에 사용되는 장비들로 이루어져 있어 대체품이 없고, 메디컬 및 덴탈 등 어느 한 사업군에 쏠림이 없기 때문에 가능하며 향후 지속적인 성장이 예상되는 점이다.

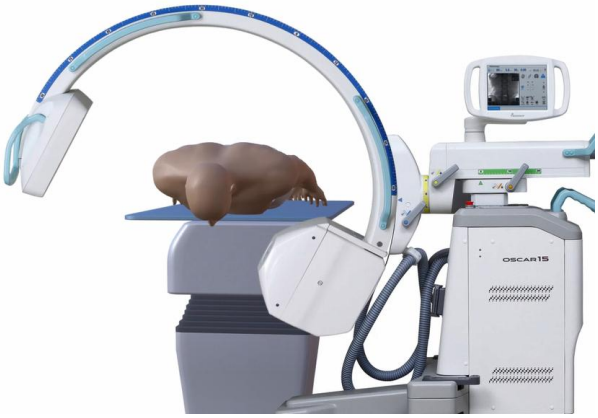
표 2. 제노레이 지역별 매출액 추이

(단위: 십억원)

지역	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	2016	2017	2018
국내	4.1	4.1	4.4	4.4	4.6	5.4	12.3	13.6	17.0
아시아	3.8	5.8	3.4	4.4	2.3	4.0	9.3	13.6	17.4
북미	2.3	2.4	1.7	3.1	2.0	2.7	7.1	7.1	9.5
중남미	0.0	0.4	0.1	0.5	0.5	0.0	0.8	0.8	1.0
유럽	0.8	1.2	1.3	1.9	1.5	2.0	3.7	3.0	5.2
기타	1.2	1.9	1.0	2.2	1.6	1.0	5.1	6.4	6.3
합계	**12.3**	**15.7**	**11.8**	**16.5**	**12.5**	**15.1**	**38.3**	**44.5**	**56.3**

자료: 제노레이, 하나금융투자

그림2. 제노레이 C-ARM 장비(Oscar-15)



자료: 제노레이, 하나금융투자

그림3. 제노레이 덴탈장비(PAPAYA 3D)

자료: 제노레이, 하나금융투자

Analyst 안주원 02-3771-3125

2019년 실적은 매출액 636억원과 영업이익 143억원 전망

2019년 매출액과 영업이익 636억원과 영업이익 143억원 전망

2019년 제노레이 실적은 매출액 636억원(+12.9%, YoY)과 영업이익 143억원(+30.7%, YoY)으로 전망한다. 주요 제품별 매출액을 살펴보면 'C-ARM' 은 237억원으로 전년대비 17% 성장, 'CT'는 219억원으로 전년대비 8% 성장할 것으로 예상한다. 특히, C-arm은 EMEA 지역에서도 입찰물량 수주를 확보한 만큼 연내 매출액이 발생할 것으로 보이며, 덴탈은 3D 장비를 주력으로 중국에서의 매출증가세가 이어질 것으로 판단한다. 영업이익은 매출증가와 함께 핵심기술 내재화를 통한 원가절감으로 레버리지 효과가 나타날 전망이다.

2020년은 메디컬 장비가 기존 정형외과/신경외과 외 기타 다른 과로의 확장이 이루어지면서 성장률이 더욱 높아지는 등 전반적인 실적 성장세가 더욱 강화될 것으로 판단되는 만큼 투자매력 높다고 사료된다.

표 3. 제노레이 실적추이 및 전망 (단위: 십억원, %)

구분	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F
매출액	**12.3**	**15.7**	**11.8**	**16.5**	**12.5**	**15.1**	**15.2**	**20.6**	**44.5**	**56.3**	**63.6**
증가율	*35.3*	*27.5*	*21.7*	*23.1*	*2.3*	*-3.8*	*29.3*	*25.0*	*16.1*	*26.5*	*12.9*
C-ARM	4.2	5.3	4.7	6.1	5.1	5.3	5.3	8.0	14.7	20.3	23.7
CT	4.6	6.0	3.9	5.7	3.0	5.4	5.5	8.1	15.4	20.3	21.9
PAN	1.3	1.7	0.8	1.7	1.3	1.1	1.1	1.3	6.0	5.5	4.9
기타	2.2	2.8	2.3	3.0	3.1	3.3	3.3	3.3	8.4	10.2	13.0
영업이익	**1.9**	**3.5**	**1.7**	**3.8**	**2.0**	**3.7**	**3.8**	**4.9**	**6.2**	**11.0**	**14.3**
영업이익률	*15.7*	*22.1*	*14.6*	*23.3*	*15.6*	*24.3*	*24.6*	*24.0*	*13.9*	*19.5*	*22.5*
순이익	**1.7**	**2.8**	**1.3**	**3.6**	**1.9**	**3.2**	**3.2**	**4.1**	**5.2**	**9.5**	**12.4**
순이익률	*13.6*	*18.1*	*11.4*	*21.9*	*14.8*	*21.4*	*20.9*	*20.1*	*11.6*	*16.8*	*19.6*

자료: 제노레이, 하나금융투자

Analyst 안주원 02-3771-3125

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	**44.5**	**56.3**	**63.6**	**78.6**	**99.4**
매출원가	27.9	33.3	34.6	42.7	54.2
매출총이익	16.6	23.0	29.0	35.9	45.2
판관비	10.3	12.0	14.7	16.9	21.4
영업이익	**6.2**	**11.0**	**14.3**	**19.0**	**23.9**
금융손익	(0.8)	0.1	(0.1)	0.1	0.4
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
세전이익	**5.5**	**11.0**	**14.2**	**19.1**	**24.3**
법인세	0.3	1.6	1.8	2.3	3.0
계속사업이익	5.2	9.5	12.4	16.8	21.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**5.2**	**9.5**	**12.4**	**16.8**	**21.3**
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	**5.2**	**9.5**	**12.4**	**16.8**	**21.3**
지배주주지분포괄이익	5.0	9.5	12.4	16.8	21.3
NOPAT	5.8	9.4	12.5	16.7	20.9
EBITDA	8.1	13.1	16.7	21.8	27.0
성장성(%)					
매출액증가율	16.2	26.5	13.0	23.6	26.5
NOPAT증가율	38.1	62.1	33.0	33.6	25.1
EBITDA증가율	30.6	61.7	27.5	30.5	23.9
영업이익증가율	34.8	77.4	30.0	32.9	25.8
(지배주주)순익증가율	62.5	82.7	30.5	35.5	26.8
EPS증가율	50.7	57.9	20.7	33.2	26.7
수익성(%)					
매출총이익률	37.3	40.9	45.6	45.7	45.5
EBITDA이익률	18.2	23.3	26.3	27.7	27.2
영업이익률	13.9	19.5	22.5	24.2	24.0
계속사업이익률	11.7	16.9	19.5	21.4	21.4

투자지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	1,386	2,188	2,642	3,520	4,459
BPS	6,152	9,837	11,732	14,971	19,148
CFPS	2,308	3,280	3,564	4,571	5,759
EBITDAPS	2,178	3,014	3,564	4,571	5,655
SPS	11,928	13,000	13,573	16,472	20,840
DPS	0	300	300	300	300
주가지표(배)					
PER	N/A	8.9	6.4	4.8	3.8
PBR	N/A	2.0	1.4	1.1	0.9
PCFR	N/A	5.9	4.7	3.7	2.9
EV/EBITDA	N/A	5.4	3.9	2.5	1.3
PSR	N/A	1.5	1.2	1.0	0.8
재무비율(%)					
ROE	26.4	27.3	24.5	26.4	26.1
ROA	14.5	19.7	19.2	21.4	21.8
ROIC	23.2	30.5	31.9	36.2	42.1
부채비율	55.3	29.9	25.4	21.1	18.6
순부채비율	13.4	(24.5)	(23.0)	(32.8)	(45.3)
이자보상배율(배)	13.5	31.8	35.8	66.5	83.5

대차대조표

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	**24.7**	**43.9**	**54.0**	**69.1**	**90.1**
금융자산	5.0	16.9	18.7	29.3	47.3
현금성자산	4.1	10.2	12.0	22.6	40.6
매출채권 등	7.5	11.0	12.5	13.9	15.0
재고자산	11.6	15.3	22.0	24.9	26.5
기타유동자산	0.6	0.7	0.8	1.0	1.3
비유동자산	**13.0**	**14.6**	**16.2**	**17.4**	**18.2**
투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
금융자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산	2.8	3.7	4.4	4.8	5.0
무형자산	**8.8**	**9.9**	**10.8**	**11.6**	**12.2**
기타비유동자산	**1.4**	**1.0**	**1.0**	**1.0**	**1.0**
자산총계	**37.7**	**58.4**	**70.2**	**86.5**	**108.3**
유동부채	**10.6**	**10.8**	**11.5**	**12.3**	**14.0**
금융부채	6.0	3.5	3.5	3.5	3.5
매입채무 등	3.6	5.1	5.6	6.2	7.8
기타유동부채	1.0	2.2	2.4	2.6	2.7
비유동부채	**2.9**	**2.7**	**2.7**	**2.8**	**3.0**
금융부채	**2.2**	**2.3**	**2.3**	**2.3**	**2.3**
기타비유동부채	0.7	0.4	0.4	0.5	0.7
부채총계	**13.4**	**13.5**	**14.2**	**15.1**	**17.0**
지배주주지분	**24.3**	**45.0**	**56.0**	**71.4**	**91.4**
자본금	**1.8**	**2.1**	**2.1**	**2.1**	**2.1**
자본잉여금	7.7	18.8	18.8	18.8	18.8
자본조정	0.3	0.5	0.5	0.5	0.5
기타포괄이익누계액	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
이익잉여금	14.7	23.8	34.8	50.3	70.2
비지배주주지분	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**
자본총계	**24.3**	**45.0**	**56.0**	**71.4**	**91.4**
순금융부채	3.3	(11.0)	(12.9)	(23.4)	(41.4)

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	**4.5**	**6.9**	**7.2**	**16.0**	**23.4**
당기순이익	5.2	9.5	12.4	16.8	21.3
조정	2.8	4.3	2.4	2.8	3.2
감가상각비	1.9	2.1	2.4	2.8	3.1
외환거래손익	0.0	0.1	0.0	0.0	0.1
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.9	2.1	0.0	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	(3.5)	(6.9)	(7.6)	(3.6)	(1.1)
투자활동 현금흐름	**(2.4)**	**(10.0)**	**(4.1)**	**(4.0)**	**(4.1)**
투자자산감소(증가)	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산감소(증가)	(0.8)	(1.4)	(1.5)	(1.5)	(1.5)
기타	(1.8)	(8.6)	(2.6)	(2.5)	(2.6)
재무활동 현금흐름	**(1.1)**	**9.1**	**(1.4)**	**(1.3)**	**(1.3)**
금융부채증가(감소)	(5.7)	(2.4)	(0.0)	0.0	0.0
자본증가(감소)	4.3	11.3	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.3	0.2	0.0	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	(1.4)	(1.3)	(1.3)
현금의 증감	**0.9**	**6.1**	**1.7**	**10.7**	**18.0**
Unlevered CFO	8.6	14.2	16.7	21.8	27.5
Free Cash Flow	3.6	5.5	5.7	14.5	21.9

자료: 하나금융투자

Analyst 안주원 02-3771-3125

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

제노레이

날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.7.18	BUY	38,700		

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- **투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용**
- **기업의 분류**

  BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
  Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- **산업의 분류**

  Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
  Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	89.5%	10.5%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2019년 10월 14일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(안주원)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 10월 14일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(안주원)는 2019년 10월 14일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.