

제노레이(122310)

Not Rated

두마리 토끼를 잡았다!

메디컬 · 덴탈 디지털 영상장비 기업

제노레이는 메디컬 · 덴탈 디지털 영상장비를 생산하는 업체다. 2014년 4월 설립되어 2018년 5월 코스닥에 상장했다. 연결 자회사로는 해외 판매를 담당하는 Genoray America, Genoray EU, Genoray Japan이 있다. 사업 영역은 일반 병원을 대상으로 하는 메디컬 부문과 치과 대상의 덴탈 부문으로 나뉜다. 2018년 3분기 기준 매출 비중은 2D/3D X-ray 46%, C-arm 36%, Mammography 8%, Portable X-ray 5%, 기타 6%이다. C-arm의 경우 국내 점유율은 60%에 육박한다.

견조한 외형성장과 수익성 개선

외형성장과 수익성 개선이 동시에 이뤄지고 있다. 전사업부문이 고르게 성장하면서 2018년 3분기 누적 매출액은 전년대비 28% 증가했다. 이는 X-ray시장이 아날로그 방식에서 디지털 방식으로 전환됨에 따른 디지털 X-ray 수요증가에 기인한다. 메디컬과 덴탈 부문의 2018년 3분기 누적 매출액은 전년대비 각각 35%, 20% 증가했다. 내수와 수출 매출도 견조하게 증가했다. 내수 매출액은 전년대비 29%, 수출 매출액은 전년대비 26% 증가했다. 원가율 하락으로 수익성 개선도 이뤄지고 있다. 영업이익률은 18%로 전년대비 7%p 개선됐으며, 원가율은 60%로 4%p 개선됐다. 판매단가가 높은 프리미엄 장비 판매 증가와 거래규모 증가에 따른 구매 협상력 증대에 기인한다.

매력적인 밸류에이션

2018년 매출액은 561억원(+26% YoY), 영업이익은 101억원(+62% YoY, 영업이익률 18%)을 예상한다. 현 주가는 2018F PER 10배에 불과하다. 의료기기 업종 PER가 2018F 19배인 점과 동사의 성장성, 수익성 개선을 감안했을 때 제노레이의 밸류에이션 매력은 높다. 2019년에도 프리미엄 제품 판매 증가로 외형성장과 수익성 개선이 지속됨에 따라 밸류에이션 매력은 더욱 부각될 전망이다.

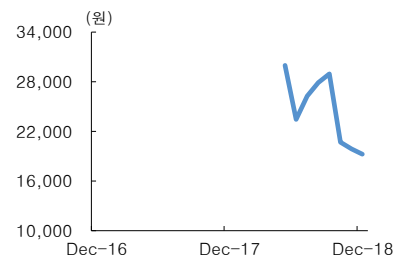
Stock Data

KOSPI(12/21)	2,061
주가(12/21)	19,200
시가총액(십억원)	80
발행주식수(백만)	4
52주 최고/최저(원)	37,350/18,200
일평균거래대금(6개월, 백만원)	2,185
유동주식비율/외국인지분율(%)	64.5/1.6
주요주주(%)	박병욱 외 10 인 32.5

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(13.5)	(19.8)	-
KOSDAQ 대비(%p)	(10.2)	0.7	-

주가추이



자료: FnGuide

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2014A	29	1	1	310	118.3	2	NM	NM	NM	9.5	-
2015A	32	3	2	648	109.0	4	NM	NM	NM	18.0	-
2016A	38	5	3	1,045	61.3	6	NM	NM	NM	24.7	-
2017A	44	6	5	1,554	48.7	8	NM	NM	NM	26.4	-
2018F	56	10	8	1,911	23.0	12	10.1	6.5	2.8	26.9	0.0

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

정은영

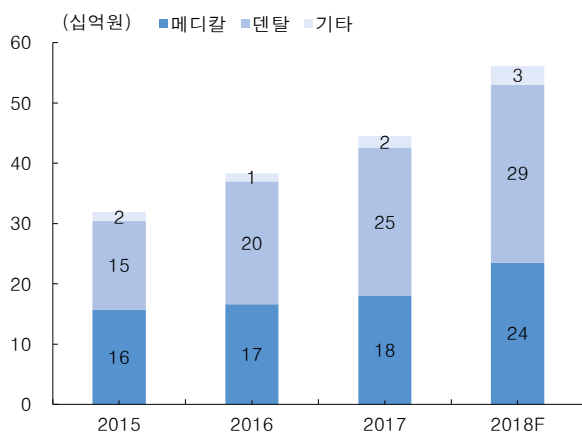
eunice.jung@truefriend.com

〈표 1〉 제노레이 주요 제품

사업부문	제품군	진료과목	주요 특징	경쟁 업체		
				국내	해외	
메디컬		C-arm	정형외과, 신경외과, 마취통증의학과, 영상의학과, 동물병원 등	실시간 X-ray 영상을 제공하는 X-ray 장비로, 주로 수술 환경에서 많이 사용됨	젬스메디칼, 동강, 리스텔	GE, Siemens, Philips, Ziehm
		Mammography	검진내과, 영상의학과, 여성클리닉 등	여성 유방암 진단 시 활용되는 X-ray 검진 장비		GE, Siemens, Philips, Hologic
덴탈		Panorama	치과	환자의 치열 구조를 단면 영상으로 구현하는 장비. 치과 진단 시 가장 필수적인 장비	바텍, HDX, 포인트닉스	
		Cephalometry	치과	환자의 두상 측면을 단면으로 촬영하는 장비	바텍, HDX, 포인트닉스	
		3DCT	치과, 이비인후과	환자 두상을 3 차원 영상으로 촬영해 보여주는 장비	바텍, HDX, 포인트닉스	Sirona, Planmeca, Carestream
		Portable X-ray	치과, 동물병원	폴라로이드 카메라와 유사한 형태의 X-ray 로 손으로 들고 촬영할 수 있는 휴대형 X-ray 장비	바텍, 포인트닉스	

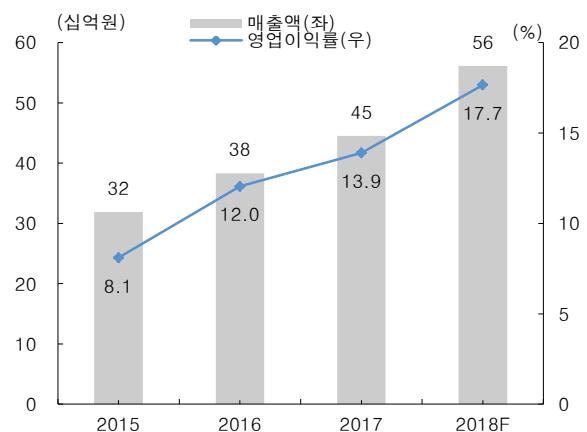
자료: 제노레이, 한국투자증권

[그림 1] 고르게 성장하는 전사업부문



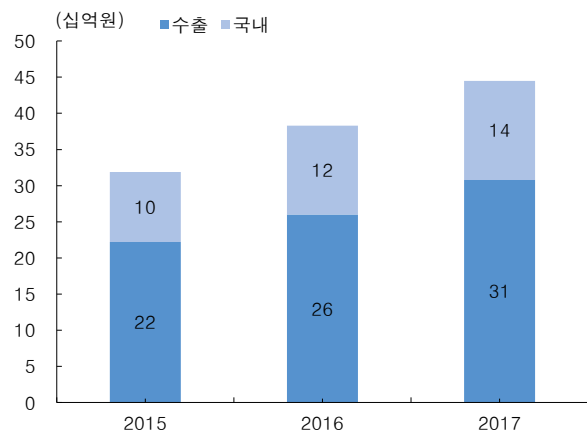
자료: 제노레이, 한국투자증권

[그림 2] 동시에 나타나는 외형성장과 수익성 개선



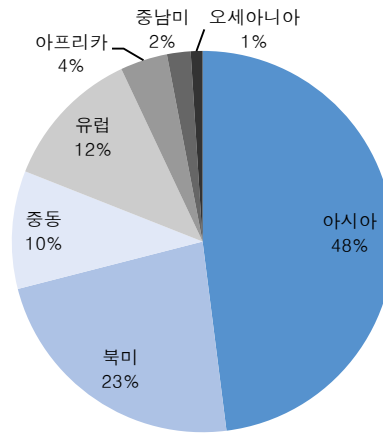
자료: 제노레이, 한국투자증권

[그림 3] 수출도 좋고, 내수도 좋다



자료: 제노레이, 한국투자증권

[그림 4] 다변화된 수출 지역



주: 2018년 3분기 기준
 자료: 제노레이, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

제노레이는 치료용·치과용 디지털 영상장비를 생산하는 업체임. 2014년 4월 설립되어 2018년 5월 코스닥에 상장했음.

연결 자회사로는 해외 판매를 담당하는 Genoray America, Genoray EU, Genoray Japan이 있음. 2018년 3분기 기준

매출 비중은 2D/3D X-ray 46%, C-arm 36%, Mammography 8%, Portable X-Ray 5%, 기타 6%임.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016A	2017A	2018F
유동자산	16	17	21	25	31
현금성자산	4	3	3	4	5
매출채권및기타채권	3	5	7	7	9
재고자산	7	7	9	12	15
비유동자산	11	12	12	13	16
투자자산	0	0	0	0	0
유형자산	2	3	3	3	3
무형자산	6	7	7	9	11
자산총계	27	29	33	38	47
유동부채	10	9	14	11	12
매입채무및기타채무	2	3	3	4	5
단기차입금및단기사채	5	4	8	6	4
유동성장기부채	2	1	1	0	0
비유동부채	6	9	5	3	3
사채	3	4	0	0	0
장기차입금및금융부채	3	5	4	2	2
부채총계	16	17	19	13	15
지배주주지분	11	11	15	24	32
자본금	2	2	2	2	2
자본잉여금	4	4	4	8	8
기타자본	0	0	0	0	0
이익잉여금	5	6	10	15	22
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	11	11	15	24	32

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016A	2017A	2018F
영업활동현금흐름	3	2	3	4	8
당기순이익	1	2	3	5	8
유형자산감가상각비	0	1	1	1	1
무형자산상각비	1	1	1	1	2
자산부채변동	1	(2)	(3)	(3)	(2)
기타	0	0	1	0	0
투자활동현금흐름	(3)	(2)	(2)	(2)	(5)
유형자산투자	(1)	(1)	(0)	(1)	(1)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(1)	0	0	1	(0)
무형자산순증	(2)	(1)	(1)	(2)	(4)
기타	1	0	(1)	0	(0)
재무활동현금흐름	3	(1)	(1)	(1)	(1)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	3	(1)	(1)	(1)	(1)
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	0	0	0	0	0
기타현금흐름	0	0	(0)	(0)	0
현금의증가	4	(1)	1	1	1

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016A	2017A	2018F
매출액	29	32	38	44	56
매출원가	20	21	24	28	33
매출총이익	9	11	15	17	23
판매관리비	8	8	10	10	13
영업이익	1	3	5	6	10
금융수익	0	0	1	0	0
이자수익	0	0	0	0	0
금융비용	1	1	2	1	1
이자비용	1	1	1	0	0
기타영업외손익	0	0	(0)	0	0
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	1	2	4	6	9
법인세비용	(0)	(0)	0	0	2
연결당기순이익	1	2	3	5	8
지배주주지분순이익	1	2	3	5	8
기타포괄이익	(0)	0	0	(0)	(0)
총포괄이익	1	2	3	5	7
지배주주지분포괄이익	1	2	3	5	7
EBITDA	2	4	6	8	12

주요투자지표

	2014A	2015A	2016A	2017A	2018F
주당지표(원)					
EPS	310	648	1,045	1,554	1,911
BPS	3,081	3,239	4,223	6,151	6,923
DPS	0	0	0	0	0
성장성(% , YoY)					
매출증가율	(6.3)	11.6	20.1	16.2	26.1
영업이익증가율	(41.5)	187.5	76.8	35.1	59.7
순이익증가율	118.9	108.9	61.5	60.3	45.5
EPS증가율	118.3	109.0	61.3	48.7	23.0
EBITDA증가율	(21.4)	70.5	50.9	31.7	52.7
수익성(%)					
영업이익률	3.2	8.1	12.0	13.9	17.7
순이익률	3.3	6.3	8.4	11.6	13.4
EBITDA Margin	8.4	12.8	16.1	18.3	22.1
ROA	3.8	7.2	10.4	14.5	17.7
ROE	9.5	18.0	24.7	26.4	26.9
배당수익률	—	—	—	—	0.0
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	8	10	9	3	0
차입금/자본총계비율(%)	121.1	124.4	94.2	33.8	21.3
Valuation(X)					
PER	NM	NM	NM	NM	10.1
PBR	NM	NM	NM	NM	2.8
EV/EBITDA	NM	NM	NM	NM	6.5

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
제노레이 (122310)	2018.12.18	NR	-	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 12월 21일 현재 제노레이 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 제노레이 발행주식의 유가증권(코스닥)시장 상장을 위한 대표 주관업무를 수행한 증권사입니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2018. 9. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
77.8%	22.2%	0%

* 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.