

흥국스몰캡

최종경

02)739-5936

choijk@heungkuksec.co.kr

(361390)

제노코

BUY(유지)

초소형위성시장도 제노코가 갑니다

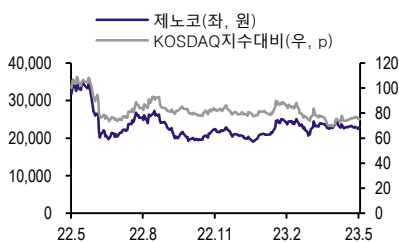
목표주가	35,000원(유지)
현재주가(05/18)	22,850원
상승여력	+53.2%
시가총액	1,714억원
발행주식수	7,501천주
52주 최고가 / 최저가	34,600 / 19,050원
3개월 일평균거래대금	29억원
외국인 지분율	9.0%
주요주주및지분율	
유탄삼 등	42.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-3.2	-6.5	5.3	-30.8
상대수익률(코스닥)	4.9	-14.3	-8.9	-27.5

(단위: 억원, 원, 배, %)

재무정보	2021	2022	2023E	2024E
매출액	456	507	560	626
영업이익	43	32	48	60
EBITDA	51	44	63	80
당기순이익	58	27	45	56
EPS	832	362	595	742
순차입금	16	-117	-103	-127
PER	35.1	55.1	38.4	30.8
PBR	6.6	4.4	1.5	1.3
EV/EBITDA	43.7	31.3	25.5	19.8
배당수익률	0.2	0.3	0.2	0.4
ROE	29.7	8.4	12.4	13.7
컨센서스 영업이익	-	-	51	63
컨센서스 EPS	-	-	658	809

주가추이



위성탑재체에서 지상국에 이르는 항공우주 산업의 핵심

제노코(Genohco)는 위성통신(위성탑재체, 위성지상국), EGSE/시험정비장비, 항공전자 및 방위산업 핵심부품까지 독보적인 기술력을 보유한 항공우주 분야의 핵심기술 전문 기업임. 민관 및 국내외 과제별 다양한 분야의 고객사를 확보하고 있으며, 특히 항공우주 기술의 국산화 측면에서 정부의 우주개발 최대 수혜 기업이자 핵심 기업이라 할 수 있음.

1Q23 Review: 매출액 -7%, 영업이익 +46% YoY

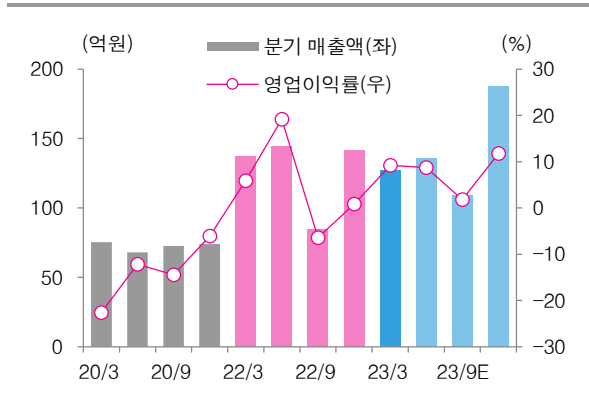
동사는 '23년 1분기(1~3월) 매출액 127억원(-7.3% YoY, -10.3% QoQ), 영업이익 12억원(+46.1% YoY, +842.4% QoQ, opm 9.2%)을 기록함. 분기 매출액은 소폭 감소했지만, 영업이익 개선이 눈에 띄는데, 이는 기존 계상된 총당부채 환입에 따른 영향과 방위산업 핵심부품 부문의 자체 양산 물량 납품 등 수익성 개선 효과도 함께 반영된 긍정적 신호로 파악됨. (방위) 산업의 특성상 4>2>1>3분기의 실적 계절성을 고려할 때 1분기 수익성 개선은 분기 실적 추세의 관점에서도 기본 좋은 출발로 판단함.

수주잔고는 786억원을 기록해 전년동기 800억원, 전분기 804억원과 유사한 수준을 기록했는데, 초소형위성 사업 등 2분기 이후 하반기까지 주요 과제의 수주가 지속될 예정으로 '23년말 기준 900억원 이상의 수주잔고를 쌓는 성장세를 이어갈 전망이다. 동사는 최근('23/5/15) 국방과학연구소와 초소형 지구저궤도(LEO) 위성통신 플랫폼 제작 계약 체결을 발표했는데, 향후 본격화되는 초소형위성 시장에 대비한 플랫폼 구현의 시작으로 평가함.

투자의견 BUY, 목표주가 35,000원

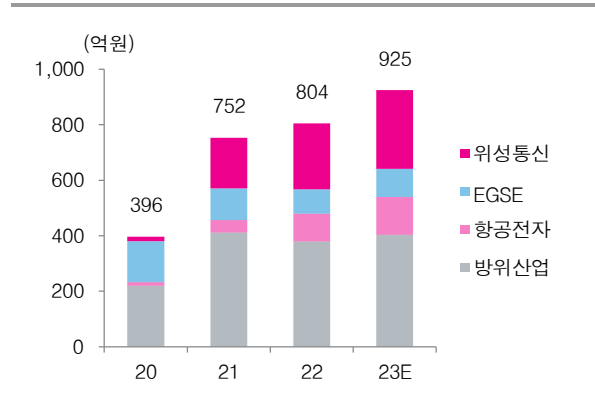
동사에 대해 투자의견 Buy(매수)와 목표주가는 35,000원을 유지함. 동사는 차세대중형위성 및 KF-21/LAH 사업 등 항공전자 부문의 'SPACE HERITAGE'를 기반으로 민수 및 군수 분야 정부 주도의 우주개발 확대와 위성 발사 과제 증대에 따른 지속적인 수주 확대가 전망됨. 동사는 항공우주 분야의 핵심기술을 고도화하는 동시에 균형 잡힌 사업구조에 기반한 견실한 수익성과 재무구조까지 시험하고 있어 단기적인 주가 상승이 아닌 장기적인 기업가치의 상향 재평가 시점이 다가오고 있다고 평가함.

그림 1 제노코 분기 매출액과 영업이익률



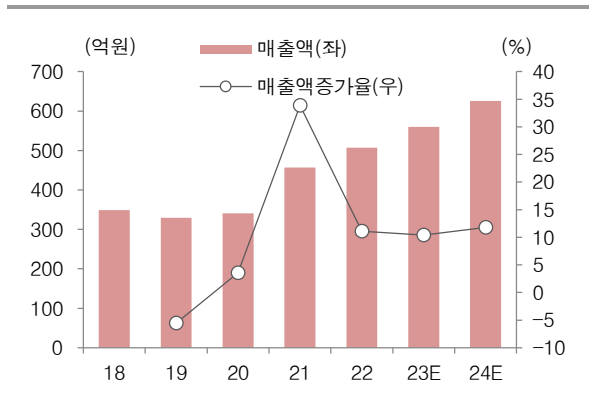
자료: 제노코, 흥국증권 리서치센터

그림 2 제노코 사업부문별 수주잔고 추이(연간)



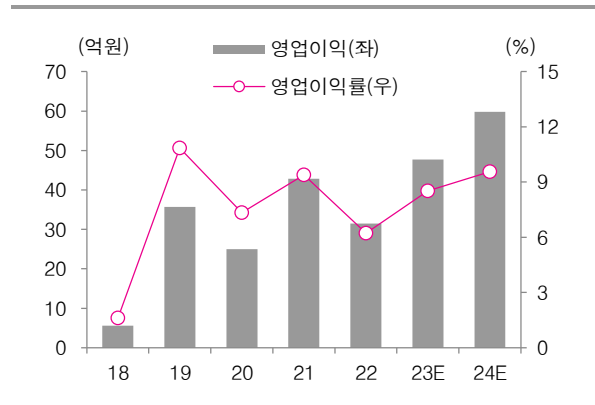
자료: 제노코, 흥국증권 리서치센터

그림 3 제노코 매출액과 매출액증가율



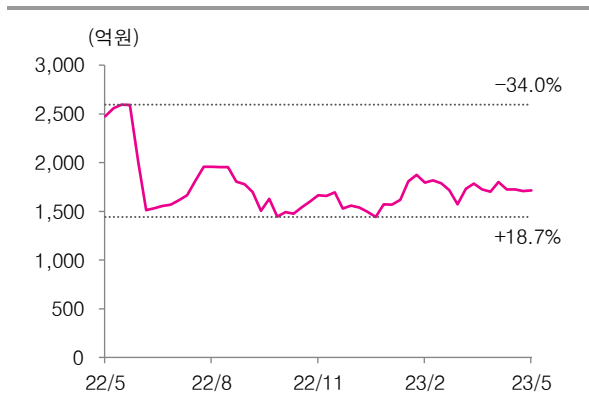
자료: 제노코, 흥국증권 리서치센터 / K-IFRS 개별 기준

그림 4 제노코 영업이익과 영업이익률



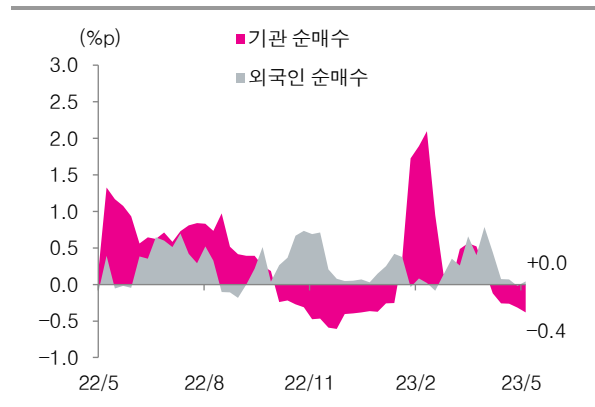
자료: 제노코, 흥국증권 리서치센터 / K-IFRS 개별 기준

그림 5 시가총액과 최고/최저가 대비 현재가 괴리율



자료: DataGuide, 흥국증권 리서치센터

그림 6 국내 기관과 외국인 누적 순매수 비중



자료: DataGuide, 흥국증권 리서치센터

표 1 [연결]제노코 연간/분기 실적 추이

(억원, %, 배)	22/3	22/6	22/9	22/12	23/3	23/6E	23/9E	23/12E	2022	2023E	2024E
매출액	137	144	84	142	127	136	109	188	507	560	626
YoY	28.8	-0.3	19.5	5.0	-7.3	-6.0	29.7	32.8	11.1	10.4	11.8
[주요사업부문별]											
위성통신 ^{주1}	33	53	-2	89	34	43	52	60	173	189	214
EGSE/점검장비	49	36	4	5	13	21	29	37	94	100	113
항공전자	9	12	4	7	5	7	10	12	32	34	42
방위산업	45	44	79	40	74	64	19	79	207	236	257
영업이익	8	28	-5	1	12	12	2	22	32	48	60
YoY	22.9	23.0	적전	-80.6	46.1	-57.1	흑전	-	-26.5	51.3	25.4
영업이익률	5.9	19.2	-6.4	0.9	9.2	8.7	1.8	11.8	6.2	8.5	9.6
세전이익	8	27	-6	4	13	13	3	23	33	51	65
법인세	2	6	-1	-1	2	2	1	1	5	7	10
법인세율	20.5	21.4	20.0	-21.9	19.5	15.0	47.6	3.7	16.6	12.8	14.7
당기순이익	6	21	-5	4	10	11	2	22	27	45	56
YoY	-0.7	31.5	적전	-85.1	60.4	-48.2	흑전	395.1	-53.5	64.4	24.6
PER									55.1	38.4	30.8

주1: 위성통신= 위성탑재체+ 위성지상국

주2: 2023년 1분기 실적은 2023년 5월 15일 분기보고서 (2023.03) 발표 기준, K-IFRS 개별재무제표 기준

자료: 제노코, 흥국증권 리서치센터

표 2 제노코 현금흐름할인(DCF) 가치평가(Valuation)

(억원, %)	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
매출액	560	626	703	799	905	1,021	1,148	1,287	1,437	1,601
YoY	10.4	11.8	12.4	13.6	13.2	12.8	12.4	12.1	11.7	11.4
EBIT	48	60	72	86	111	139	173	212	258	310
EBIT Margin	8.5	9.6	10.3	10.8	12.2	13.6	15.1	16.5	17.9	19.3
법인세	6	9	12	14	20	26	35	45	57	72
법인세율	12.8	14.7	16.0	16.7	17.8	18.9	19.9	21.0	22.1	23.1
NOPLAT	42	51	61	72	91	113	139	168	201	238
영구성장률(g)	4.8									
할인률(w)	10.2									
PVIF	1.00	0.91	0.82	0.75	0.68	0.62	0.56	0.51	0.46	0.42
현재가치	42	46	50	54	62	70	78	85	93	100
현재의 잔여가치(CV)										1,947
PV Sum	2,625									
주식수 (만주)	750									
주당가치 (원)	35,000									
현재주가 (원)	22,850									
상승여력	+53.2									

자료: 흥국증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위:억원)

결산기	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	456	507	560	626	703
증가율 (Y-Y,%)	51.4	11.1	10.4	11.8	12.4
영업이익	43	32	48	60	72
증가율 (Y-Y,%)	흑전	(26.5)	51.3	25.4	20.9
EBITDA	51	44	63	80	98
영업외손익	1	1	4	5	8
순이자수익	(1)	(0)	2	3	3
외화관련손익	1	(0)	1	1	2
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	44	33	51	65	80
당기순이익	58	27	45	56	67
지배기업당기순이익	58	27	45	56	67
증가율 (Y-Y,%)	흑전	(53.5)	64.4	24.6	20.7
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	9.4	18.9	18.0	11.1	11.5
영업이익증가율(3Yr)	97.0	-	24.0	11.7	31.9
EBITDA증가율(3Yr)	61.1	-	23.8	16.5	30.7
순이익증가율(3Yr)	168.4	-	38.2	(1.6)	35.2
영업이익률(%)	9.4	6.2	8.5	9.6	10.3
EBITDA마진(%)	11.1	8.7	11.3	12.8	14.0
순이익률 (%)	12.8	5.4	8.0	8.9	9.6
NOPLAT	31	26	42	51	61
(+) Dep	8	13	16	20	26
(-) 운전자본투자	104	(115)	44	11	7
(-) Capex	206	24	29	37	48
OpFCF	(272)	130	(15)	23	32

재무상태표

(단위:억원)

결산기	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	371	366	366	423	496
현금성자산	111	173	160	194	241
매출채권	46	30	41	48	56
재고자산	87	91	100	113	129
비유동자산	260	268	280	300	325
투자자산	45	43	42	43	44
유형자산	208	211	225	243	265
무형자산	7	14	14	14	16
자산총계	631	633	646	723	821
유동부채	212	249	221	240	270
매입채무	62	72	78	85	99
유동성이자부채	23	12	15	23	33
비유동부채	108	47	46	49	52
비유동이자부채	104	43	42	44	47
부채총계	319	295	267	289	322
자본금	38	38	38	38	38
자본잉여금	193	193	193	193	193
이익잉여금	80	106	147	201	266
자본조정	1	1	1	1	1
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	312	338	379	434	499
투하자본	306	196	260	290	322
순차입금	16	(117)	(103)	(127)	(160)
ROA(%)	12.7	4.3	7.0	8.1	8.7
ROE(%)	29.7	8.4	12.4	13.7	14.4
ROIC(%)	0.0	10.5	18.2	18.6	19.9

주요투자지표

결산기	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Per share Data (원)					
EPS	832	362	595	742	895
BPS	4,444	4,508	5,056	5,782	6,653
DPS	50	50	50	75	75
Multiples (배)					
PER	35.1	55.1	38.4	30.8	25.5
PBR	6.6	4.4	1.5	1.3	1.1
EV/ EBITDA	43.7	31.3	25.5	19.8	15.8
배당수익률(%)	0.2	0.3	0.2	0.4	0.4
PCR	33.9	22.1	28.3	22.5	18.4
PSR	4.5	3.0	3.1	2.7	2.4
재무건전성 (%)					
부채비율	102.3	87.3	70.4	66.7	64.5
Net debt/Equity	5.2	-	-	-	-
Net debt/EBITDA	32.2	-	-	-	-
유동비율	175.4	147.0	165.6	176.0	183.6
이자보상배율	65.7	1,045.5	-	-	-
이자비용/매출액	0.3	0.5	-	-	-
자산구조 (%)					
투하자본	66.2	47.6	56.3	55.0	53.1
현금+투자자산	33.8	52.4	43.7	45.0	46.9
자본구조 (%)					
차입금	28.9	14.1	13.1	13.4	13.8
자기자본	71.1	85.9	86.9	86.6	86.2

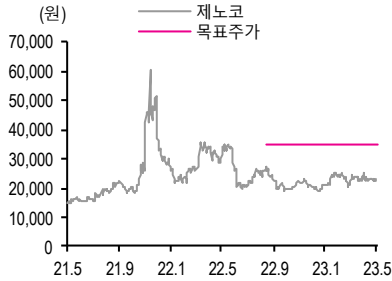
주) 재무제표는 개별기준으로 작성

현금흐름표

(단위:억원)

결산기	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업현금	0	102	17	65	86
당기순이익	58	27	45	56	67
자산상각비	8	13	16	20	26
운전자본증감	(56)	34	(44)	(11)	(7)
매출채권감소(증가)	(45)	13	(3)	(7)	(8)
재고자산감소(증가)	(33)	(4)	(12)	(13)	(16)
매입채무증가(감소)	4	11	3	7	14
투자현금	(266)	37	(31)	(40)	(51)
단기투자자산감소	(60)	57	0	0	0
장기투자증권감소	0	0	0	0	0
설비투자	(206)	(24)	(29)	(37)	(48)
유무형자산감소	(1)	(1)	(1)	(1)	(2)
재무현금	269	(77)	2	9	11
차입금증가	94	(73)	2	10	13
자본증가	175	0	0	0	0
배당금	0	(4)	(4)	(1)	(2)
현금 증감	3	62	(13)	34	46
총현금흐름(Gross CF)	61	68	61	76	93
(-) 운전자본증가(감소)	104	(115)	44	11	7
(-) 설비투자	206	24	29	37	48
(+) 자산매각	(1)	(1)	(1)	(1)	(2)
Free Cash Flow	(251)	158	(13)	27	36
(-) 기타투자	0	0	0	0	0
잉여현금	(251)	158	(13)	27	36

제노코 - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자 의견 및 목표주가 변경

날짜	투자의견	적정가격(원)	평균주가 괴리율(%)	최고(최저)주가 괴리율(%)
2021-03-08	NR	-	-	-
2021-03-24	신규상장	-	-	-
2021-11-12	NR	-	-	-
2022-08-31	Buv	35,000	(38.4)	(22.1)
2022-11-14	Buv	35,000	-	-
2023-05-19	Buv	35,000	-	-

투자의견(향후 12개월 기준)

기업	Buy(매수): 15% 이상 Hold(중립): -15% ~15% Sell(매도): -15% 이하	산업	OVERWEIGHT (비중확대): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상 NEUTRAL (중립): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상 UNDERWEIGHT (비중축소): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 (2023년 03월 31일 기준)

Buy (96.8%)	Hold (3.2%)	Sell (0.0%)
-------------	-------------	-------------

Compliance Notice

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자는 상기 종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 제공시점 기준으로 지난 6개월간 상기 종목의 유가증권 발행에 주간사로 참여한 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서는 당사 고객들의 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 당사 고객에 한하여 배포되는 자료입니다. 본 보고서의 내용은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 신뢰성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 보고서가 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 본 보고서의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 동의없이 무단 복제, 대어, 전송, 변형 및 배포될 수 없습니다.

흥국씨앗체

흥국씨앗체는 흥국의 기업철학 모티브를 반영한 글씨체로서, 세계 3대 디자인상인 독일 '2015 iF 디자인 어워드'에서 커뮤니케이션 분야 브랜드 아이덴티티 부문 본상을 수상하였습니다. 친근하고 희망적인 느낌의 흥국씨앗체는 고객존중과 으뜸을 지향하는 흥국의 아이덴티티를 부각시킵니다.



<http://www.heungkuksec.co.kr>

- 주소 (본사) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32, 여의도파이낸스타워 14층
(리서치센터) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32, 여의도파이낸스타워 6층
- 전화번호 영업부 대표 02)6742-3635
- 팩스 영업부 대표 02)739-6286