

제노코 361390

방산 넘어 우주로

방위 및 위성산업 장비 국산화 기업

2004년 설립된 방위산업과 우주산업용 장비 개발 기업이다. 2021년 3월 코스닥 시장에 상장했다. 위성 탑재체와 혼선방지기 등 해외에 의존하던 제품들을 국산화했다. 국산화된 부품이 차세대 중형위성에 탑재되어 'Space Heritage'를 확보한 기업으로 거듭났다. 기술력을 인정받아 한화시스템, AIRBUS Defence & Space 및 Lockheed Martin과 같은 글로벌 기업들을 고객사로 확보했다. 우주 산업에서 민간 참여가 확대되고 정부 사업이 증가하며 수혜가 기대된다.

안정적 방위 사업에 우주 사업으로 성장동력 확보

22년 2분기 매출액 144억원(-0.4% YoY), 영업이익 28억원(+20.2 YoY)를 달성했다. 22년 연간 매출액 562억원(+23.2% YoY), 영업이익 70억원(+62.3 % YoY) 달성이 전망된다. 민수 위성 지상국 시장으로 진출해 위성 지상국 부문의 매출 성장이 기대된다. 더불어 동사의 제품이 탑재된 FA-50 및 K2 등의 수출이 급증하며 전방기업들의 수출 확대에 따른 낙수효과가 예상된다.

투자의견 'BUY', 목표주가 31,000원으로 커버리지 개시

투자의견 'BUY', 목표주가 31,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2023년 예상 EPS 867원에 Target PER 35.4배를 적용했다. Target PER은 Peer 그룹의 평균 Trailing PER인 32.2배에 10%를 할증한 배수를 적용했다. 할증의 근거는 1) 방위와 우주산업에 어느 한 쪽에 편중되지 않은 매출 비중, 2) 국산화 수요로 확대되는 우주 산업 매출, 3) 23년부터 본격화가 기대되는 한국형 우주 사업 과제 내에서의 수주 가능성이다.

Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	34	46	56	62	71
영업이익	2	4	7	8	10
영업이익률(%)	7.3	9.4	12.4	12.5	13.5
세전이익	2	4	7	8	10
지배주주지분순이익	2	6	6	7	8
EPS(원)	291	779	780	868	1,027
증감률(%)	흑전	167.8	0.2	11.2	18.4
ROE(%)	22.7	29.7	17.2	16.3	16.5
PER (배)	n/a	37.5	25.8	23.2	19.6
PBR (배)	n/a	7.0	4.1	3.5	3.0
EV/EBITDA (배)	-2.4	43.7	12.5	9.3	7.9

자료: 제노코, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 별도기준

김수현 미드스몰캡·비상장/지주회사
02-709-2650

2022.10.04

BUY(신규)

목표주가(신규)	31,000원
현재주가(09/30)	20,000원
상승여력	55.0%

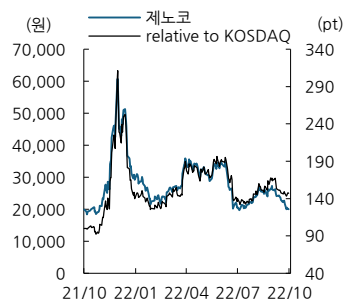
Stock Data

KOSDAQ	672.7pt
시가총액(보통주)	150십억원
발행주식수	7,501천주
액면가	500원
자본금	4십억원
60일 평균거래량	157천주
60일 평균거래대금	3,858백만원
외국인 지분율	9.2%
52주 최고가	145,000원
52주 최저가	19,450원
주요주주	
유태삼(외 3인)	42.1%
안동명(외 1인)	8.2%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-24.7	-9.1
3M	-2.2	7.6
6M	-44.3	-15.9

주가차트



기업개요

주요 연혁 및 주주

방위 및 위성산업 장비 국산화 기업

2004년 설립된
위성산업 및 방위산업 장비
국산화 기업

2004년 설립된 위성산업과 방위산업에 필요한 부품의 제조를 주 사업으로 영위하는 기업이다. 2021년 3월 코스닥 시장에 상장했다. 위성본체와 탑재체에 사용되는 장비 및 통신 장비간 간섭을 차단하는 혼선방지기의 국산화에 성공했다. 핵심 부품 국산화와 위성 지상국을 구축한 경험을 토대로 국내외 기업과의 네트워크를 형성했다. 한국항공우주연구원(KARI), AIRBUS D&F, 한화시스템(주) 및 한국항공우주산업(주)를 고객사로 확보했다.

연구개발 인력 비중 46%
: 연구의 연속성 확보

최대주주는 창업자인 유태삼 대표이사로 28.8%의 지분을 보유하고 있다. 최대주주의 친인척 등을 포함한 최대주주 및 특수관계인의 보유 지분율은 42.1%이다. 총 임직원수는 117명이며 연구개발 인력의 비중은 46%다.

표1 주요 주주 현황

구분	보유주식	지분율
유태삼	2,160,000주	28.80%
Donald B.S Kang	960,000주	12.80%
유동석	34,680주	0.46%
김인식	2,705주	0.04%
소액주주	4,343,404주	57.90%

자료: 제노코, DS투자증권 리서치센터

표2 주요 연혁

시기	내용
2004.11	주식회사 제노코 법인 설립
2013.09	위성영상자료전송용 X밴드 변조기 개발 계약 체결
2015.09	소형무장 헬기개발사업(LAH) 인터콤(ICS) 개발 계약 체결
2016.08	차세대중형위성 전자광학탑재체 1,2호기 X밴드송신기(XTX) 개발 계약 체결
2017.11	KF-X 체계개발 IBU 개발 계약 체결, KF-X AESA 시험정비장비 계약 체결
2018.03	국방품질경영체제(KDS 0050-9000-3) 인증(방위사업청, 제 232호)
2018.12	항공우주 품질경영시스템 인증(AS 9100 Rev.D & ISO9001) 취득
2019.03	425 SAR 위성탑재체 EGSE 개발 계약 체결
2019.08	DEETE unit 시험정비장비 개발 계약 체결
2020.03	소재부품 전문기업 인증(산업통상자원부, 제 21647호)
2020.09	IFF Mode 5 개발 성능개량 계약 체결, TA-50 Block2용 CIB 1종 개발
2021.03	코스닥 상장(한국거래소)
2021.11	2021년 하반기 우수 기업연구소 지정(과학기술정보통신부, 한국산업기술진흥협회)

자료: 제노코, DS투자증권 리서치센터

Business Model

방위산업을 넘어 우주산업까지 영역 확장

방위산업의 안정적 기반에 우주산업으로 성장동력 확보

위성탑재체 국산화 기업

제노코는 크게 방위산업과 우주산업의 두 시장을 목표로 장비와 부품을 개발한다. 2004년 군(軍) 위성 통신 사업으로 방위시장에 최초로 진입했다. 방위에서 확보한 기술력에 기반해 위성 탑재체 및 본체 장비의 국산화에 성공했다. 제노코는 국내 최초로 국산화된 제품을 다수 보유하고 있다.

'Space Heritage' 기반

적용분야 확대로 성장 기대

기술력을 확장해 정지궤도 위치 공공복합통신위성 등 복합 위성으로 사업 영역을 확대할 계획이다. 위성의 종류를 다변화하며 공급하는 제품도 다변화할 계획이다. 위성 탑재체뿐 아니라 탑재체 및 하부 시스템에 필요한 전력을 공급하는 전원 공급기 사업에도 참여해 제품 포트폴리오를 확대할 예정이다. 대한항공과 과기부 소형발사체 엔진 개발 과제에 공동 개발기관으로 참여하는 등 'Space Heritage' 기업으로서 기술 적용 분야 확장에 앞장서고 있다.

그림1 제노코의 핵심 사업영역



자료: 제노코, DS투자증권 리서치센터

(1) 위성 탑재체 / 위성 본체

‘Space Heritage’획득의 일등공신

X-Band Transmitter
국산화해 차세대 중형위성에
탑재

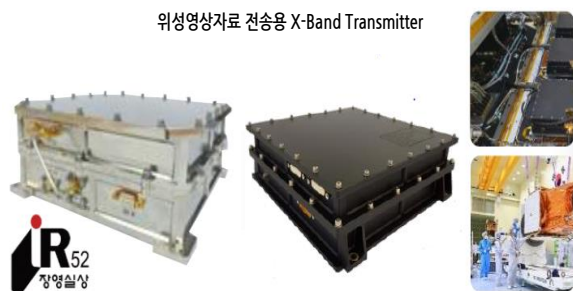
위성은 탑재체와 본체에 장비를 탑재하여 임무를 수행한다. 제노코는 지구 주위를 돌며 수집한 데이터를 지상에 전송할 관측위성에 사용되는 탑재체를 개발 보유 중이다. 위성이 수집한 데이터를 빠르게 전송하는 장비인 X-Band Transmitter(XTX)의 국산화에 성공해 차세대 중형위성에 탑재됐다.

수집한 데이터를 상공에 위치한 20분 내 최대한 많이 전송하려면 전송 속도가 중요하다. 제노코의 XTX는 세계 최고 수준의 속도를 자랑한다. 세계 최고 전송 속도인 720Mbps급의 XTX를 개발해 장영실상을 수상했다. 기술력을 인정받아 차세대 중형위성사업의 320Mbps급 맞춤형 XTX 개발 과제도 수행했다.

경쟁사 제품 대비 우수한
성능으로 글로벌 시장으로
진출 기대

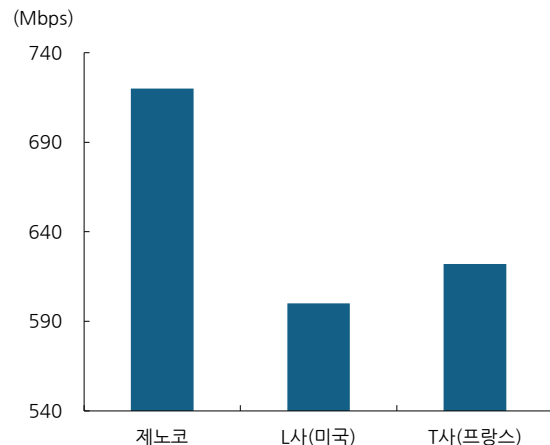
차세대 중형위성사업을 통해 우주를 경험한 ‘Space Heritage’ 기업으로 거듭났다. 더불어 NASA(National Aeronautics and Space Administration, 미 항공우주국), ESA(European Space Agency, 유럽우주기구) 규격 공정승인을 취득했다. 한국, 미국, 유럽 등 5개국 특허 등록도 완료했다. 우주 산업에 진출한 기업의 기술력을 판단하는 대표 지표와 경험 취득으로 추후 글로벌 시장으로의 확장이 기대된다.

그림2 제노코의 X-Band Transmitter



자료: 제노코, DS투자증권 리서치센터

그림3 X-Band Transmitter 전송 속도 비교



자료: 제노코, DS투자증권 리서치센터

소형위성 向 S-Band
Transponder 국산화 임박

위성 본체 핵심 장비 S-Band Transponder의 국산화 기술을 한국과학기술원과 단독 기술 이전 계약 후 개발 완료를 눈앞에 두고 있다. 차세대 소형위성에 탑재될 예정이다. 국내외 소형위성의 성장과 함께 수혜가 기대되는 제품이다.

(2) 위성 지상국

전 군(軍) 위성 지상국 구축 기업

전 군(軍) 대상으로 확대된
위성지상국

위성이 발사되고 나면 지상과의 통신을 위한 위성 지상국이 필요하다. 제노코는 2004년 대한민국 군(軍) 위성 지상국으로 사업 진출 후 전 군 대상으로 적용범위를 확대하고 있다. 대한민국 군에서는 두 번의 사업 ANASIS-I(Army Navy and Air-force Satellite Information System-I)과 ANASIS-II를 통해 위성을 발사했다. ANASIS-I 사업의 위성 운용국 2개소와 위성 지상국 16개소를 구축했다. 기술력을 인정받아 ANASIS-II 사업의 위성 운용국 2개소도 추가로 구축했다.

그림4 EMP 차폐가 가능한 위성 지상국으로 확보한 글로벌 네트워크



자료: 제노코, DS투자증권 리서치센터

국내 최초 EMP 차폐가 적용된 위성 지상국

국내 최초 EMP 차폐 적용
위성 지상국

제노코의 위성 지상국이 특별한 이유는 국내 최초로 EMP(Electromagnetic Pulse Effect, 전자기펄스) 차폐가 적용되어있기 때문이다. 전자기파가 통신 장비에 침투하게 되면 통신 교란과 마비를 야기해 EMP 차폐는 필수적이다.

국내 대부분의 위성 지상국에는 EMP 차폐가 적용되어있지 않다. EMP 필터를 적용했을 때 시스템이 적법하게 이루어지는지 여부를 시험할 능력과 설비가 부재하기 때문이다. 당사는 EMP 필터를 적법하게 위성 지상국에 적용해 시험할 수 있는 능력을 보유하고 있다. 때문에 위성 지상국 자체 수주 외에도 차폐가 적용되지 않은 지상국의 전환 사업 참여와 수주 가능성도 존재한다.

(3) EGSE(Electrical Ground Support Equipment) / 점검장비

위성 및 무기체계 신뢰성 제고의 필수품인 점검장비

탐재체 성능 점검 EGSE
; 군 정찰위성 425 사업
수주로 외형 성장 달성

EGSE(Electrical Ground Support Equipment, 전기지상지원장비)는 지상에서 위성 탑재체의 성능을 점검하고 검증하는 장비다. 위성이 발사된 후에는 성능에 문제가 있더라도 수리하는 것이 불가능해 EGSE는 필수적인 장비이다.

한국항공우주산업, 한화시스템, Thales Alenia Space가 참여하는 군 정찰위성 전력화 ‘425’ 사업에 참여해 점검장비를 납품할 예정이다. 저궤도 위성으로 3~5년 주기마다 새로운 위성을 발사할 예정이며 매출 성장에 기여할 예정이다. 25년까지 총 5기의 군(軍) 정찰위성을 개발하는 사업이다. 본 사업으로 26년까지 총 200억원 규모의 매출이 인식될 전망이다.

표3 군 정찰위성 전력화 425사업 관련 점검장비 수주 프로젝트

제품	납품시기	관련사업
425 SAR 위성탐재체 EGSE	2025년	425 사업
425위성 SAR 센서 제어부유닛시험장비	2025년	425 사업
KFX AESA 송수신장치 시험장비	2026년	KFX 사업
LAH 야전정비장비	2022년	LAH 사업
TICN 야전정비장비	2022년	TICN 사업

자료: 제노코, DS투자증권 리서치센터

적용처 확장으로 외형 성장

방위산업으로 적용 확대로
기대되는 매출 성장

점검용 장비의 적용처는 위성 발사뿐만 아니라 방위 산업까지 적용 분야를 확대할 수 있다. 육해공군의 전차 등 다양한 장비를 점검 및 정비하는 점검장비를 양산해 무기체계 신뢰성 향상에 기여한다.

21년 한화시스템과 한국형 전투기인 KF-21 보라매에 사용되는 점검장비 수주계약을 체결했다. KF-21에는 AESA(Active Electronically Scanned Array, 능동 전자 주사식 위상 배열) 레이더가 탑재된다. AESA 레이더는 전투기의 눈에 해당하는 핵심장비로 정확성과 신뢰도가 중요하다. 점검장비는 AESA 레이더의 성능을 점검해 레이더의 신뢰성을 제고한다. KF-21의 생산 확대에 따라 점검장비의 수요도 증가할 것으로 기대된다. 국산화 사업 지속 참여를 통한 안정적인 매출 발생이 예상되는 사업 부문이다.

(4) 항공전자

FA-50 수출로 매출 성장이 기대되는 혼선방지기

FA-50 및 T-50 적용
혼선방지기 국산화

항공기에 탑재되는 장비들은 해외 의존도가 높았다. 이에 항공 장비에 대한 국산화 사업이 추진되었고 제노코는 이 중 혼선방지기를 국산화했다. 항공기 내 통신장비 간 간섭을 방지해 원활한 임무 수행을 도와주는 장비다. FA-50과 T-50에 적용되었으며 한국형 전투기 사업인 KF-21 보라매 사업에도 참여해 26년 양산을 목표로 한다.

항공기뿐 아니라 LAH(Light Armed Helicopter, 소형무장헬기)에 적용되는 인터콤(Inter Communication System, ICS) 장비도 국산화했다. 헬기 잡음을 제거하고 조종사와 지상 간 통신을 원활하게 도와주는 장비다. 미국 A사와 초도 양산계약 체결을 완료했고 연내 200대 이상의 전체 물량에 대한 계약을 체결할 예정이다.

(5) 방위산업 핵심부품

군(軍) 운용 환경에 최적화된 커넥터

렌즈 타입 케이블 커넥터로
TICN 사업 참여

비접촉식 광전복합 케이블의 핵심부품이 주축인 사업 부문이다. 렌즈 타입의 케이블 커넥터를 개발해 유지 보수를 용이하게 개선했다. 육군의 TICN(Tactical Information Communication Network, 전술 통신망) 사업에 참여할 정도로 기술력을 인정받은 것으로 판단된다. 맞춤형 설계가 가능해 항공기 및 함정용 케이블도 개발해 납품 중이다.

그림5 광케이블 커넥터 주요 수주 사업

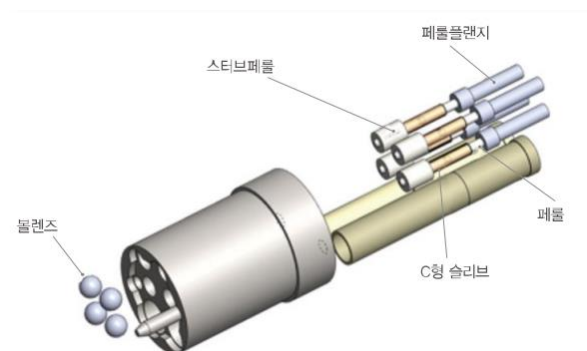


TICN 사업 핵심부품 비접촉식광전케이블

제품	납품시기	관련사업
TICN양산	2025년	육군(TICN)
KF-21 체계개발 Fiber Optic Cable	2026년	공군(KF-21)
FFX-III 광커넥터조립체	2020년	해군(FFXIII)

자료: 제노코, DS투자증권 리서치센터

그림6 비접촉식 케이블 커넥터 단면도



자료: 제노코, DS투자증권 리서치센터

방산기업들로 납품하는
다양한 방위산업 부품

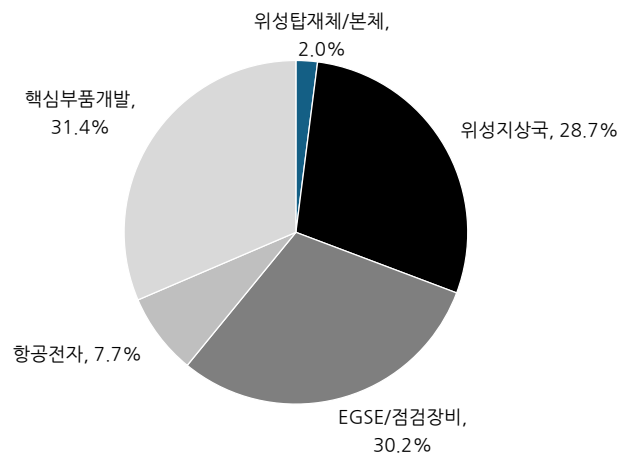
케이블 커넥터 외에도 사격 지휘통제 차량용 안테나 제어기 및 감지기 통합 보드 등의 포트폴리오도 확보했다. 본 장비들은 천궁과 전방 방산기업의 수출 확대에 따른 성장이 예상된다. 한화시스템(주) 해양연구소와 무인 잠수정 및 군집 무인 수상정을 개발 중이다. 잠수정에 제노코의 전장부가 탑재될 예정이다. 본 사업 부문에서 케이블과 기타 부품들의 비중은 8:2 수준이다.

사업분야별 매출 비중

2Q22 기준 매출 비중
: 지상국, 점검장비 및
핵심부품 약 30%씩 점유

사업분야별 매출 비중은 22년 2분기 기준 위성 탑재체 2.0%, 위성 지상국 28.7%, 점검 장비 30.2%, 항공전자 7.7%, 핵심부품 31.4%다. 부문별 최종 적용처를 위성과 기타 사업처로 구분했을 때 비중은 약 4:6 수준이다. 탑재체 및 지상국의 참여 사업 증가로 수주잔고는 연말 기준 1,000억원을 돌파하며 부문별 비중의 편차 축소가 전망된다.

그림7 2Q22 기준 사업 분야별 매출비중



자료: 제노코, DS투자증권 리서치센터

투자 포인트

투자포인트(1) - 국방산업의 변화와 확대되는 투자

민간으로 확대하는 우주산업

민간 참여가 확대되는
뉴 스페이스 시대의 도래

우주산업은 1950년대 냉전체제 아래에서 상당한 발전을 이뤘다. 우주 개발이 국력의 지표로 여겨지며 미국과 소련 양국이 치열하게 경쟁했기 때문이다. 그렇다 보니 과거 우주 산업은 정부 주도의 산업일 수밖에 없었다. 그러나 우주 개발에 대한 투자가 확대되며 모든 분야를 정부주도로 이끌어 가긴 어려움이 존재했고 이는 민간 주도의 산업으로 전환 되는 계기가 되었다.

정부의 우주 기술자립 사업
확대로 기대되는 외형 성장

국내 우주산업은 해외 구입품을 그대로 도입해 사용하는 경우가 빈번했다. 이에 정부는 우주발사체 기술 자립의 내용을 담은 제3차 우주개발진흥 기본계획을 발표하며 민간 참여 확대를 추진 중이다. 26년부터 민간기업이 국내 소형위성 발사를 전담할 예정이며 발사체 부품들에 대한 국산화도 함께 추진될 예정이다. X-Band Transmitter 및 EGSE의 국산화에 성공한 동사에겐 큰 기회가 될 전망이다.

동사가 국산화한 위성 탑재체 부품 X-Band Transmitter가 탑재된 차세대 중형위성 1호기가 21년 발사에 성공했다. 2호기에도 연이어 탑재되어 23년 상반기 중 발사 예정이다. 1호기와 2호기의 성공적인 발사 이후 3호기 계약 체결도 가능할 전망이다.

그림8 제3차 우주개발진흥 기본계획에 의한 위성발사 계획 (총 69기)

	~'17	'18~'22	'23~'30	'31~'40
위성 개발	정지궤도위성 한반도 상시 모니터링  천리안위성 2A('18) 기상  천리안위성 2B('20) 대기·해양	 초기경보위성('24)  자료중계위성('27)  통신방송위성(미정)  천리안(관측)위성('28, '29)	 통신방송3기 초기경보 2기(~'40)  천리안2호 후속 및 신규 위성(~'40)	
	다목적 실용위성 초정밀 위성영상  6호('21) 레이더 영상  7호('21) 지상·적외선영상(0.3m)	 7A호('23) 지상·적외선 영상(0.3m)  8호('27) 레이더 영상  9호(~'28) 지상·적외선 영상(0.1m)	 9A(광학/R)-10(지상/R)-11(광학/R)-11A(광학/R)-12(지상/R)-13(광학/R)호('27, ~'40)	
	차세대중형위성 국토·기상· 산림·수자원  국토종합관리용 1호('20)  국토종합관리용 2호('20)  4호('22) 산림관측  5호('22) 기상관측	 3호(~'23) 발사체 검증용  6호(~'25) 수자원  추가 19기(~'30)	 추가 43기(~'40)	
	차세대소형위성 기술검증· 과학임무  1호('18) 기술검증  1호('22) 소형SAR(레이더)	 3호(~'24) 기술검증  4호(~'25) 소형SAR(레이더)	 5호(미정) 기술검증  6호(미정) 레이저 관측  7·8호(미정) 영상분광기	

자료: 한국항공우주연구원, 제노코, DS투자증권 리서치센터

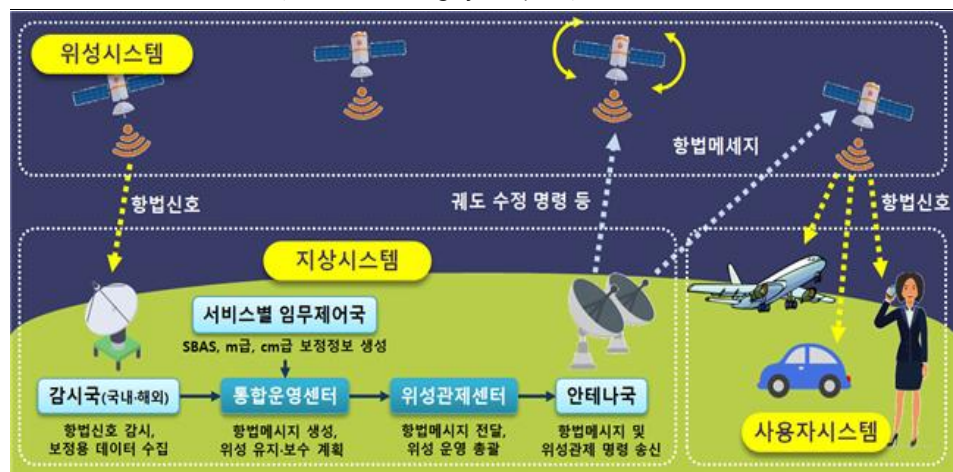
참여 주체 다변화로 활성화되는 정부 사업

한국형위성항법시스템 등
정부 사업 확대와 방위산업
예산 확대로 수혜 전망

23년부터 본격적으로 시작될 한국형위성항법시스템(Korea Positioning System, KPS)에 참여할 예정이다. GPS(Global Positioning System, 위성항법시스템) 위성을 포함해 정지 궤도 위성 3기 및 경사궤도 위성 5기를 발사해 한반도 인근 지역항법시스템을 구축하는 사업이다. 2035년까지 총 3조 7,234억원이 투입될 예정이다.

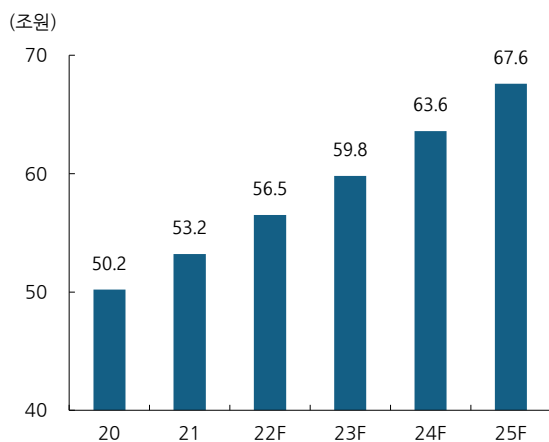
위성의 발사와 동시에 수십 개의 위성 지상국도 건설 예정이다. 동기간 군(軍) 정찰위성 전력화 사업 및 위성방공경보체계 구축 사업 등 방위 산업에서의 예산 편성도 증가할 전망이다. 방산과 민수 양 시장에서 상당한 레퍼런스가 축적된 동사의 수혜가 가능하다.

그림9 한국형위성항법시스템(Korea Positioning System, KPS)



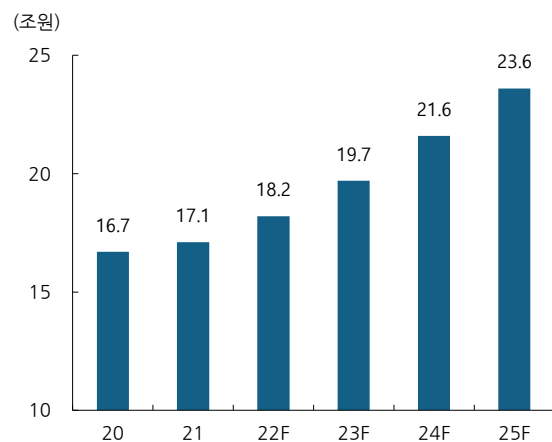
자료: 한국항공우주연구원, DS투자증권 리서치센터

그림10 국방중기계획에 따른 국방비 배분 계획



자료: 국방부, 기획재정부, DS투자증권 리서치센터

그림11 국방중기계획에 따른 방위력개선투자 배분 계획



자료: 국방부, 기획재정부, DS투자증권 리서치센터

투자포인트(2) - 기술력으로 확보한 국내외 네트워크

우주 및 항공 Heritage로 확보한 파트너사

국내외 상위 우주 기업들과
협력사 등록 완료

동사는 AIRBUS Defence & Space와 한화시스템을 포함해 총 7개 기업과 협력사 등록을 완료했다. 상위 20개 기업이 전체 매출의 77%를 차지하는 글로벌 우주 산업의 특성상 상위 기업과의 협력은 중요하다. 최근 글로벌 기업 A사 및 B사와 협력사 등록을 완료하였다. 현재 추가로 글로벌 기업 세 곳과 협력사 등록을 검토 중이다.

한화시스템과 LIG넥스원 등의 방산기업을 고객사로 확보해 안정적인 궤도에 올랐다. 국방부의 예산안에 기반해 전방기업들도 예산을 편성하기 때문이다. 동사도 사업 계획을 사전에 설정하기 용이한 구조다. 또한 방산 원가를 적용하는 방위산업의 특성상 8~9% 수준의 이윤을 보전 받는 계약 형태가 일반적이다. 방위산업의 안정적인 매출에 우주 사업으로 성장을 가져갈 수 있는 구조이다.

그림12 사업 분야별로 구축한 국내외 네트워크

위성탑재체 / 위성본체	 한화시스템  KARI 한국항공우주연구원  ThalesAlenia Space
위성지상국	 LOCKHEED MARTIN  AIRBUS DEFENCE & SPACE  방위사업청
항공전자	 한화시스템  KAI 한국항공우주산업주식회사  Raytheon Technologies
EGSE / 점검장비	 한화시스템  ThalesAlenia Space  Ball
케이블 / 기타	 한화시스템  LIG 넥스원  Huneeed

자료: 제노코, DS투자증권 리서치센터

실적 추정 및 밸류에이션

실적 전망 및 사업부문별 매출액

방산기업 수출 확대와 민수 사업 확대로 전망되는 실적 성장

22년 매출액 562억원
영업이익 70억원 추정

22년 2분기 매출액 144억원(-0.4% YoY), 영업이익 28억원(+20.2 YoY)를 달성했다. 22년 연간 매출액 562억원(+23.2% YoY), 영업이익 70억원(+62.3 % YoY) 달성이 예상된다. 사업 부문별로 위성 탑재체 36억원, 위성 지상국 129억원, EGSE/점검장비 149억원, 항공전자 59억원 및 핵심부품개발 189억원을 달성할 것으로 전망된다.

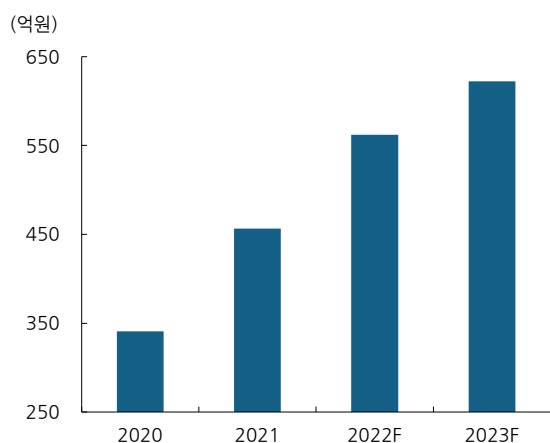
한국수자원공사 사업 등
증가하는 민수사업 참여

위성 지상국의 외형 성장이 예상된다. 민수 위성 지상국으로 진출해 성장이 기대된다. 한국수자원공사가 홍수 및 강우량을 예측하기 위한 위성통신 시스템 고도화 사업의 지상국을 수주했다. 총 수주 규모는 66억원으로 진행률에 따라 24년까지 매출 인식될 예정이다. 더불어 기 발사된 위성에 대한 지상국의 성능을 개선시키는 사업 참여도 기대된다.

전방 방산기업의 수출로
기대되는 낙수효과

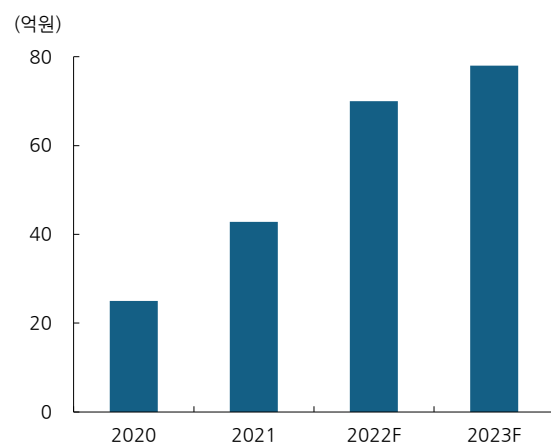
최초로 국산화한 혼선방지기가 FA-50 및 T-50에 탑재되기 때문에 항공전자 부문의 성장도 전망된다. 국내 방산기업의 수출이 증가해 전방으로부터의 낙수효과가 기대된다. 혼선방지기 외에도 천공의 사격을 통제하는 지휘통제 차량용 안테나 제어기 및 연동 장비를 납품한다. K2 내에서 통신제어 역할을 수행하는 감지기 통합 보드도 담당하고 있다. 전방기업의 수출 확대에 따른 성장이 예상된다.

그림13 매출액 추이



자료: 제노코, DS투자증권 리서치센터 추정

그림14 영업이익 추이



자료: 제노코, DS투자증권 리서치센터 추정

표4 제노코 실적 테이블

(십억원, %)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22F	4Q22F	2020	2021	2022F
매출액	10.6	14.5	7.1	13.5	13.7	14.4	9.0	19.1	34.1	45.6	56.2
YoY	69.1%	157.2%	-43.5%	38.9%	28.9%	-0.4%	28.1%	41.6%	12.9%	33.9%	23.2%
1. 위성탑재체	0.1	0.2	0.2	0.8	0.2	0.4	0.7	2.3	0.2	1.4	3.6
YoY	609.5%	557.6%	227.8%	1,285.7%	12.8%	84.3%	205.9%	199.9%	-79.1%	657.1%	162.5%
2. 위성지상국	0.2	0.5	2.5	1.5	3.2	4.9	2.5	2.3	4.1	4.8	12.9
YoY	-66.0%	-12.7%	60.0%	14.9%	1,587.2%	823.9%	-0.4%	51.9%	-68.7%	17.2%	171.2%
3. EGSE/점검장비	4.7	8.2	0.5	3.4	4.9	3.6	1.7	4.7	13.3	16.9	14.9
YoY	94.5%	282.1%	-90.3%	-7.2%	5.3%	-56.9%	242.5%	37.2%	34.9%	26.5%	-11.7%
4. 항공전자	1.4	0.3	0.9	2.7	0.9	1.2	1.4	2.4	2.0	5.2	5.9
YoY	96.3%	-50.2%	37.3%	1,494.1%	-31.9%	384.1%	64.0%	-12.2%	48.7%	159.7%	14.3%
5. 핵심부품개발	4.2	5.2	3.0	5.0	4.5	4.4	2.7	7.3	14.5	17.5	18.9
YoY	62.6%	125.1%	-42.7%	13.3%	6.0%	-16.9%	-7.7%	46.2%	84.3%	20.2%	8.3%
매출총이익	1.4	2.9	1.1	2.1	1.8	3.7	1.2	4.8	5.5	7.5	11.5
YoY	70.9%	320.1%	-43.4%	4.3%	27.0%	26.5%	7.2%	129.9%	241.0%	38.0%	52.3%
매출총이익률	13.4%	20.3%	15.5%	15.4%	13.2%	25.8%	13.0%	25.0%	16%	16.5%	20.4%
영업이익	0.7	2.3	0.4	1.0	0.8	2.8	0.3	3.1	2.5	4.3	7.0
YoY	128.9%	983.6%	-58.3%	-10.5%	23.0%	20.2%	-29.4%	205.1%	350.0%	71.5%	62.3%
영업이익률	6.1%	15.9%	5.0%	7.6%	5.9%	19.2%	2.8%	16.4%	7.3%	9.4%	12.4%
순이익	0.6	1.6	0.6	3.0	0.6	2.2	0.3	2.6	1.7	5.8	5.8
YoY			-24.9%	297.3%	6.2%	38.6%	-46.2%	-12.7%	306.5%	242.0%	0.4%
순이익률	5.7%	11.2%	9.2%	22.1%	4.7%	15.6%	3.8%	13.6%	5.0%	12.7%	10.4%

자료: 제노코, DS투자증권 리서치센터 추정

투자의견 및 밸류에이션

투자의견 'BUY', 목표주가 31,000원으로 커버리지 개시

목표주가 31,000원으로
커버리지 개시

투자의견 'BUY', 목표주가 31,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2023년 예상 EPS 867원에 Target PER 35.4배를 적용했다. Target PER은 Peer 그룹의 평균 Trailing PER인 32.2배에 10%를 할증한 배수를 적용했다. 할증의 근거는 1) 방위와 우주산업에 어느 한쪽에 편중되지 않은 매출비중, 2) 국산화 수요로 확대되는 우주산업 매출, 3) 23년부터 본격화가 기대되는 한국형 우주 사업 과제 내에서의 수주 가능성이다.

표5 적정주가 산출 테이블

구분	배수	내용
순이익	십억원	6.5
주식 수	백만주	7.5
EPS	원	868
Peer Trailing PER (a)	배	32.2
할증 (b)	%	10
Target PER (a) * (b)	배	35.4
목표주가	원	31,000
현재주가	원	20,000
상승여력	%	55.0

자료: DS투자증권 리서치센터 추정

주: Peer사는 세트렉아이, 인텔리안테크, AP위성

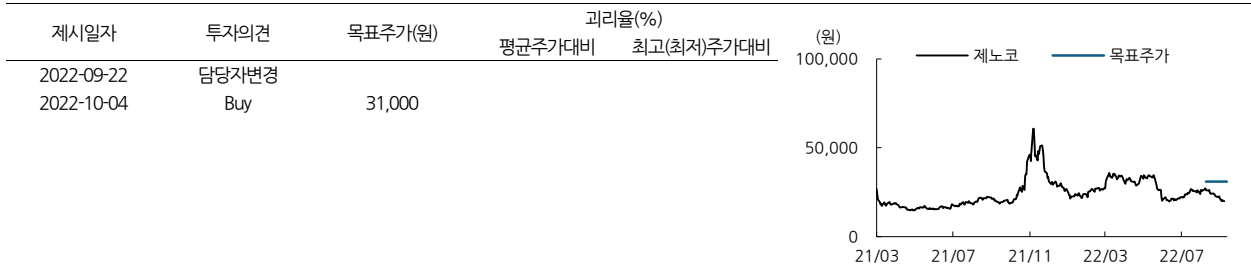
[제노코 361390]

재무상태표 (십억원)						손익계산서 (십억원)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	24	37	50	61	70	매출액	34	46	56	62	71
현금 및 현금성자산	11	11	27	34	39	매출원가	29	38	45	49	55
매출채권 및 기타채권	4	5	7	8	10	매출총이익	5	8	11	13	16
재고자산	6	9	10	12	15	판매비 및 관리비	3	3	5	5	6
기타	4	13	7	7	7	영업이익	2	4	7	8	10
비유동자산	4	26	26	26	27	(EBITDA)	3	5	11	14	16
관계기업투자등	2	2	2	2	3	금융손익	0	0	0	0	0
유형자산	1	21	21	21	22	이자비용	0	0	0	0	0
무형자산	1	1	1	1	1	관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
자산총계	6	0	16	10	13	기타영업외손익	0	0	0	0	0
유동부채	20	21	29	29	32	세전계속사업이익	2	4	7	8	10
매입채무 및 기타채무	6	6	11	11	13	계속사업법인세비용	0	-1	1	1	2
단기금융부채	3	2	1	1	1	계속사업이익	2	6	6	7	8
기타유동부채	11	13	16	17	18	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	1	11	10	15	15	당기순이익	2	6	6	7	8
장기금융부채	0	10	10	14	14	지배주주	2	6	6	7	8
기타비유동부채	1	0	1	1	1	총포괄이익	2	6	6	7	8
부채총계	20	32	39	44	47	매출총이익률 (%)	16.0	16.5	20.4	20.6	22.3
지배주주지분	8	31	37	43	50	영업이익률 (%)	7.3	9.4	12.4	12.5	13.5
자본금	1	4	4	4	4	EBITDA마진률 (%)	9.8	11.1	19.2	22.8	22.6
자본잉여금	4	19	19	19	19	당기순이익률 (%)	5.0	12.8	10.4	10.5	10.8
이익잉여금	3	8	14	20	27	ROA (%)	7.0	12.7	8.4	8.0	8.4
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0	ROE (%)	22.7	29.7	17.2	16.3	16.5
자본총계	8	31	37	43	50	ROIC (%)	n/a	n/a	22.7	31.1	32.9

현금흐름표 (십억원)						주요투자지표 (원, 배)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	6	0	16	10	13	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	2	6	6	7	8	P/E	n/a	37.5	25.8	23.2	19.6
비현금수익비용가감	2	0	5	6	7	P/B	n/a	7.0	4.1	3.5	3.0
유형자산감가상각비	1	1	4	6	6	P/S	n/a	4.8	2.7	2.4	2.1
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0	EV/EBITDA	-2.4	43.7	12.5	9.3	7.9
기타현금수익비용	2	-1	1	0	0	P/CF	n/a	36.2	13.9	11.6	10.6
영업활동 자산부채변동	2	-6	5	-3	-2	배당수익률 (%)	n/a	0.2	0.2	0.2	0.2
매출채권 감소(증가)	1	-4	-3	-1	-2	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-3	-3	-1	-2	-3	매출액	13.1	33.9	23.2	10.6	14.4
매입채무 증가(감소)	4	1	4	0	2	영업이익	흑전	71.5	62.3	12.0	23.4
기타자산, 부채변동	1	2	5	0	0	세전이익	흑전	106.3	65.7	10.9	22.7
투자활동 현금	-1	-27	1	-6	-7	당기순이익	흑전	245.6	0.0	11.3	18.4
유형자산처분(취득)	0	-21	-5	-6	-7	EPS	흑전	167.8	0.2	11.2	18.4
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	0	-6	0	0	0	부채비율	249.7	102.3	106.2	101.7	93.1
기타투자활동	0	0	6	0	0	유동비율	124.3	175.4	174.5	207.9	217.8
재무활동 현금	-1	27	-2	4	0	순차입금/자기자본(x)	-97.4	5.2	-42.0	-43.8	-47.2
차입금의 증가(감소)	-1	9	-2	4	0	영업이익/금융비용(x)	9.6	30.1	51.3	194.7	240.2
자본의 증가(감소)	0	17	0	0	0	총차입금 (십억원)	3	13	11	15	15
배당금의 지급	0	0	0	0	0	순차입금 (십억원)	-8	2	-15	-19	-24
기타재무활동	0	0	0	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	5	0	15	7	5	EPS	291	779	780	868	1,027
기초현금	6	11	11	27	34	BPS	4,232	4,160	4,910	5,727	6,704
기말현금	11	11	27	34	39	SPS	5,865	6,085	7,499	8,296	9,488
NOPLAT	2	3	6	6	8	CFPS	699	807	1,446	1,727	1,896
FCF	6	-26	17	4	5	DPS	n/a	50	50	50	50

주: K-IFRS 별도기준 / 자료: 제노코, DS투자증권 리서치센터

제노코 (361390) 투자 의견 및 목표주가 변동추이



투자 의견 및 적용 기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업		산업
BUY	+ 10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우	OVERWEIGHT
NEUTRAL	- 10% ~ + 10% 이내의 등락이 예상되는 경우	NEUTRAL
REDUCE	- 10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우	UNDERWEIGHT

업종별 투자 의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견

투자 의견 비율

기준일 2022.09.30

BUY	NEUTRAL	REDUCE
100.0%	0.0%	0.0%

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.