유진투자증권

제노레이(122310,KQ, IPO 예정)

상장 예정일: 2018.05.28 | 기관 수요예측: 2018.05.09 ~ 10



스몰캡 박종선
Tel. 368-6076 / jongsun.park@eugenefn.com
스몰캡 한상웅
Tel. 368-6139 / sangwoung@eugenefn.com

주요 제품



Key Data

공모희망가(원)	17,500 ~ 20,500
시가총액(십억원)	70.5 ~ 82.6
액면가(원)	500
자본금(십억원)	
-공모전	1.6
-공모후	2.0
공모후 주식수	4,028,700
유통가능주식수	2,421,938
보호예수기간	
최대주주 및 특수관계인	상장 후 6개월
상장주선인의무인수분	상장 후 6개월
공모주주(우리사주)	예탁 후 1년
주관증권사	한국투자증권
공모후 주요주주(%)	
최대주주 및 특수관계인	33.7
기타주주(구주주)	42.4
공모주주(기관, 개인)	12.0
벤처금융	7.9
공모주주(우리사주)	3.0
상장주선인의무인수분	0.4
우리사주조합	0.7

Financial Data

결산기(12월)	2016A	2017A	2018F
매출액(십억원)	38.3	44.5	58.5
영업이익(십억원)	4.6	6.2	9.7
세전이익(십억원)	3.5	5.5	8.5
지배주주순이익(십억원)	3.2	5.2	7.6
EPS(원)	-	-	1,895
증감률(%)	-	-	-
PER(배)	-	-	9.2 ~ 10.8
ROE(%)	-	-	-
PBR(배)	-	-	-

자료: 유진투자증권

영상진단장비 전문업체로 일반병원 및 치과 영역 동시 영위

- **국내 유일 메디칼 및 덴탈 모두 영위하는 영상진단장비 전문업체로 안정적 사업포트폴리오 확보**

2001년 4월 회사 설립, 2002년 C-ARM(메디칼, 일반병원) 제품 출시, 2013년 PAPAYA, PAPAYA Plus(덴탈, 치과) 제품 출시, 2018년 5월 28일 코스닥 상장 예정

병의원에서 환자를 진단할 때 사용되는 X-ray 영상진단장비 전문업체로, 국내 유일의 메디칼 및 덴탈 사업을 동시에 영위. 두 사업 부문은 의료장비라는 공통점이 있으나, 시장별 요구 기능 및 특성은 상이함. 두 사업영역을 동시에 영위함으로 안정적 사업포트폴리오를 확보하고 있음

메디칼 사업 부문의 주요 제품은 C-ARM(C자 형태로 생긴 기구물로 정지 영상 및 실시간 X-ray 동영상 모두 제공, 주로 수술 환경에서 사용), Mammography(유방암 진단 장비), 덴탈 사업 부문의 주요 제품은 Panorama(치열 구조 단면 영상 구현 장비), 3DCT(두상 3차원 영상으로 촬영) 등 임

사업부별 매출비중(2017년 연결기준)은 Medical 40.5%, Dental 55.3%, 기타 4.3%

내수 및 수출비중(2017년 연결기준) 내수 30.8%, 수출 69.2%

공모 후 주요주주(벤처금융 보유 상환전환우선주 제외): 최대주주 및 특수관계인 33.7%, 기타주주(구주주) 42.4%, 공모주주(기관, 개인) 12.0%, 벤처금융 7.9%, 공무주주(우리사주) 3.0%, 우리사주조합 0.7%, 상장주선인의무인수분 0.4%

- **투자포인트**

1) 메디칼 및 덴탈 사업 영위로 안정적인 사업 포트폴리오 보유: 동사는 국내 유일의 메디칼 및 덴탈 사업을 영위하는 영상진단장비 업체임. 메디칼 및 덴탈 사업은 X-Ray를 활용 한다는 점에서는 동일하지만, 사용처 및 사용자의 요구사항이 다르기 때문에 각 특성에 맞는 기술력이 필요함. 동사는 ① 메디칼 사업부문에서 국내 C-ARM 1위의 시장점유율(58.2%)을 확보하고 있고, ② 덴탈 부문은 지난 3년간(2015-2017년) 연평균 29.4%의 매출 성장세를 기록하고 있음. 상이한 사업 부문에서 안정적인 성장을 지속하고 있는 것은 자체개발한 핵심기술 기반을 확보했기 때문임. ① 국내 유일의 메디칼용 X-Ray Generator와 CMOS FPD(Flat-panel detector) 생산 업체이며, ② 3D 영상 재구성 및 가시화를 위한 영상처리 및 보정 알고리즘 기술을 보유하는 등 X-Ray 전반의 기술개발 능력을 보유한 점은 긍정적

2) 덴탈 사업부문 중국 중심의 해외 수출 확대로 고성장세 지속 기대: 동사의 해외 수출비중은 2017년 기준 69.2%로 수출 비중이 높음(2014년 64.7% → 2015년 69.6% → 2016년 67.9%). 지역별 수출 비중(2017년 기준)을 보면 중국이 18%(미국 16%, 터키 6%, 인도 4%, 이란 2% 등)로 가장 높은 비중을 차지함. 중국 시장 성장을 기반으로 해외 수출에 따른 동사의 고성장세를 예상하는 것은 ① 중국의 진단영상기기 시장은 2021년까지 연평균 8.7%로 세계 1위의 성장률을 기록할 것으로 전망되며, ②. 글로벌 영상진단 시장도 고령화 및 헬스케어 시장 확대에 따라 2020년까지 7.9%의 성장이 예상되기 때문. 특히 ③ 동사는 세계 최대 규모의 의료기기 시장인 미국은 물론 중국, 인도, 이란 등 신흥국 시장도 진출했으며, ④ 지역별 차별화된 제품 전략을 통해 시장 점유율 확대를 이끌 것으로 판단함

- **2018년 기준 PER 9.2 ~ 10.8배(공모가 밴드: 17,500 ~ 20,500원)**

공모희망가는 2018년 예상실적 기준(EPS 1,895원, 상환전환우선주 394,550주 미반영) PER 9.2 ~ 10.8배로 국내 유사업체인 뷰웍스, 덴티움, 레이언스, 바텍의 2018년 평균 PER 17.6배 대비 약 38.4 ~ 47.4% 할인된 수준

상장 후 유통가능 물량은 전체 주식수의 60.1%인 약 240만주로 부담스러운 수준임

공모개요 및 보호예수 현황

도표 1 공모 개요 및 일정

희망공모가	17,500 ~ 20,500원	수요예측일	2018.05.09~2018.05.10
공모금액	105 ~ 123억원	공모청약일	2018.05.16~2018.05.17
공모주식수	601,942주 (구주매출 146,524주 포함)	납입일	2018.05.21
상장후 주식수	4,028,700주	상장 예정일	2018.05.28

자료: 유진투자증권
주: 벤처금융보유 상환전환우선주 394,550주 제외

도표 2 공모 후 주주 구성

주주명	주식수(주)	비중 (%)
최대주주 및 특수관계인	1,355,816	33.7
벤처금융	112,500	2.8
상장주선인의무인수분	18,058	0.4
공모주주(우리사주)	120,388	3.0
벤처금융	204,746	5.1
기타주주(구주주)	1,706,966	42.4
우리사주조합	28,672	0.7
공모주주(기관, 개인)	481,554	12.0
합계	4,028,700	100.0

자료: 투자설명서, 유진투자증권

도표 3 보호예수 및 예탁 현황

주주명	주식수(주)	비중 (%)	보호예수기간
최대주주 및 특수관계인	1,355,816	33.7	상장 후 6개월
벤처금융	112,500	2.8	상장 후 6개월
상장주선인의무인수분	18,058	0.4	상장 후 6개월
공모주주(우리사주)	120,388	3.0	예탁 후 1년
합계	1,606,762	39.9	

자료: 투자설명서, 유진투자증권

도표 4 유통가능 주식수

주주명	주식수 (주)	비중 (%)
벤처금융	204,746	5.1
기타주주(구주주)	1,706,966	42.4
우리사주조합	28,672	0.7
공모주주(기관, 개인)	481,554	12.0
합계	2,421,938	60.1

자료: 투자설명서, 유진투자증권

실적 전망 및 Valuation

도표 5 실적 추이 및 전망 (연결기준)

(십억원,%)	2009A	2010A	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018F
매출액	**15.1**	**22.8**	**23.1**	**27.3**	**30.5**	**28.6**	**31.9**	**38.3**	**44.5**	**58.5**
YoY(%)	*55.7*	*50.8*	*1.3*	*18.1*	*11.8*	*-6.3*	*11.6*	*20.1*	*16.2*	*31.5*
제품별 매출액										
Medical	-	-	-	-	-	-	15.7	16.6	18.0	23.9
Dental	-	-	-	-	-	-	14.7	20.4	24.6	32.5
기타	-	-	-	-	-	-	1.4	1.3	1.9	2.1
제품별 비중(%)										
Medical	-	-	-	-	-	-	49.3	43.4	40.5	40.9
Dental	-	-	-	-	-	-	46.2	53.3	55.3	55.5
기타	-	-	-	-	-	-	4.5	3.4	4.3	3.6
수익										
영업이익	**0.7**	**2.1**	**1.2**	**1.5**	**1.5**	**0.9**	**2.6**	**4.6**	**6.2**	**9.7**
세전이익	**0.4**	**1.7**	**0.7**	**0.8**	**0.6**	**0.5**	**1.9**	**3.5**	**5.5**	**8.5**
당기순이익	**0.5**	**1.6**	**0.8**	**1.3**	**0.4**	**1.0**	**2.0**	**3.2**	**5.2**	**7.6**
지배주주순이익	**0.5**	**1.6**	**0.8**	**1.3**	**0.4**	**1.0**	**2.0**	**3.2**	**5.2**	**7.6**
이익률(%)										
영업이익률	4.4	9.3	5.3	5.4	5.1	3.2	8.1	12.0	13.9	16.6
세전이익률	2.6	7.5	3.1	3.1	2.0	1.8	6.0	9.3	12.4	14.6
당기순이익률	3.3	7.2	3.5	4.7	1.4	3.3	6.3	8.4	11.6	13.0
지배주주순이익률	3.3	7.2	3.5	4.7	1.4	3.3	6.3	8.4	11.6	13.0

자료: 유진투자증권

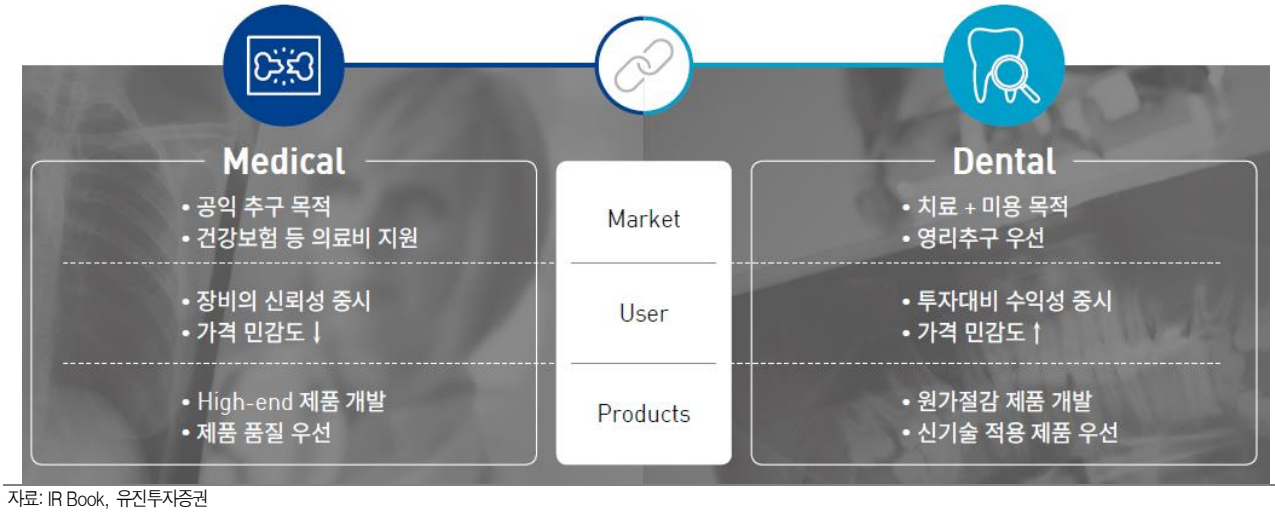
도표 6 국내 유사기업 Valuation 비교

	제노레이 IPO 예정	뷰웍스 100120	덴티움 145720	레이언스 228850	바텍 043150
주력분야 (2017년 기준)	Medical 40.5%, Dental 55.3%, 기타 4.3%	의료용 이미징 솔루션 57.5%, 산업용 이미징 솔루션 42.5%	제품 93.68%, 상품 6%, 서비스 0.32%	제품 96.43%, 용역 2.42%, 기타 0.99%, 상품 0.16%	덴탈 이미징사업부문 100%
매출액(십억원)	58.5	127.9	183.7	122.7	244.6
영업이익(십억원)	9.7	30.2	49.3	22.2	45.0
영업이익률(%)	**16.6**	**23.6**	**26.8**	**18.1**	**18.4**
순이익(십억원)	7.6	23.7	39.0	18.4	37.3
순이익률(%)	13.0	18.5	21.2	15.0	15.2
PER(배)	**9.2 ~ 10.8**	**15.5**	**22.2**	**16.7**	**15.9**
시가총액(십억원)	70.5 ~ 82.6	369.1	867.8	310.3	565.2

참고: 2018.05.08 종가기준, 2018년 예상 실적 기준
자료: 유진투자증권

국내 유일의 메디칼 & 덴탈 X-ray 사업 동시 영위

도표 7 사업 영역: 메디칼 및 덴탈 사업 동시 영위



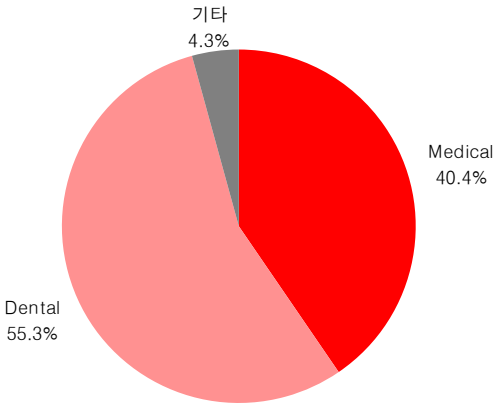
자료: IR Book, 유진투자증권

도표 8 주요 연혁

연도	내용
2001.04	회사설립
2002.03	C-ARM 제품 ZEN-3090 출시
2005.12	Panoramic X-ray System 개발
2007.12	치과영상획득장치 인증 획득(TRIANA)
2012.02	유럽 현지 법인 설립
2013.03	PAPAYA, PAPAYA Plus 출시
2013.09	일본 현지 법인 설립
2015.02	독일 IDS 전시회 PAPAYA 3D Plus 출시
2017.02	FPD 적용 Premium OSCAR 시리즈 출시
2018.05	코스닥 상장 예정(5/28)

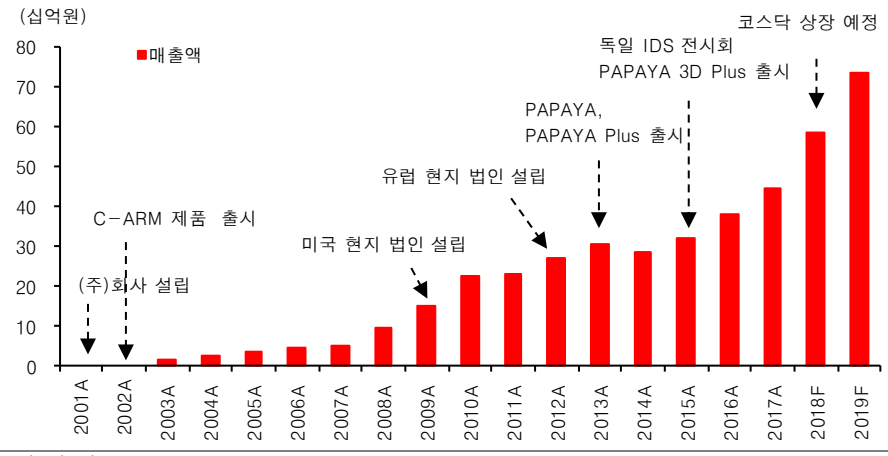
자료: 유진투자증권

도표 9 품목별 매출 비중(2017년 연결기준)



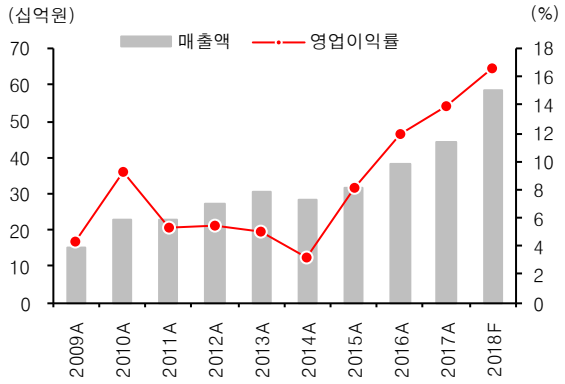
자료: 유진투자증권

도표 10 매출추이 및 회사연혁



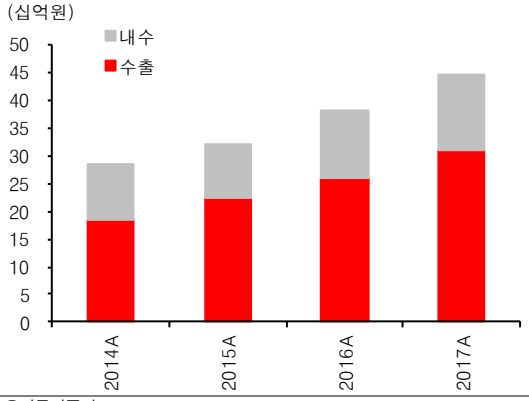
자료: 유진투자증권

도표 11 핵심기술 내재화로 수익성 개선



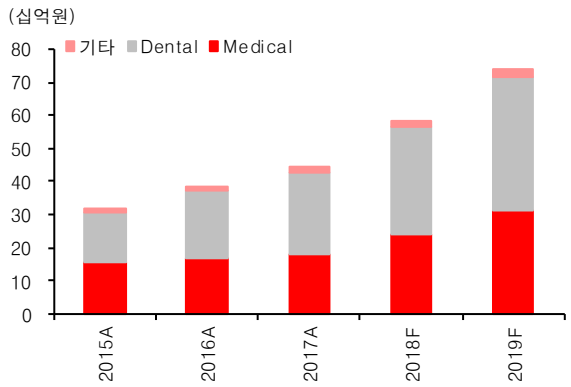
자료: 유진투자증권

도표 12 수출 중심의 사업구조 보유



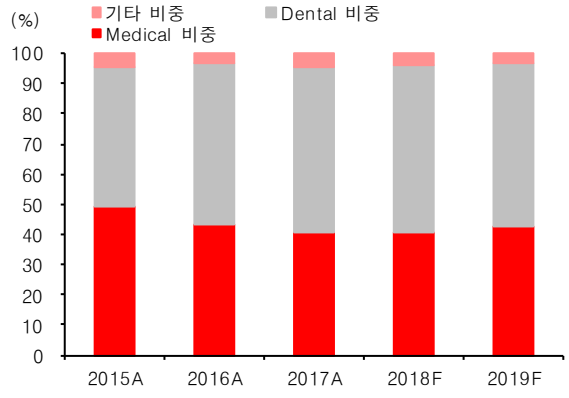
자료: 유진투자증권

도표 13 사업부문별 매출 전망



자료: 유진투자증권

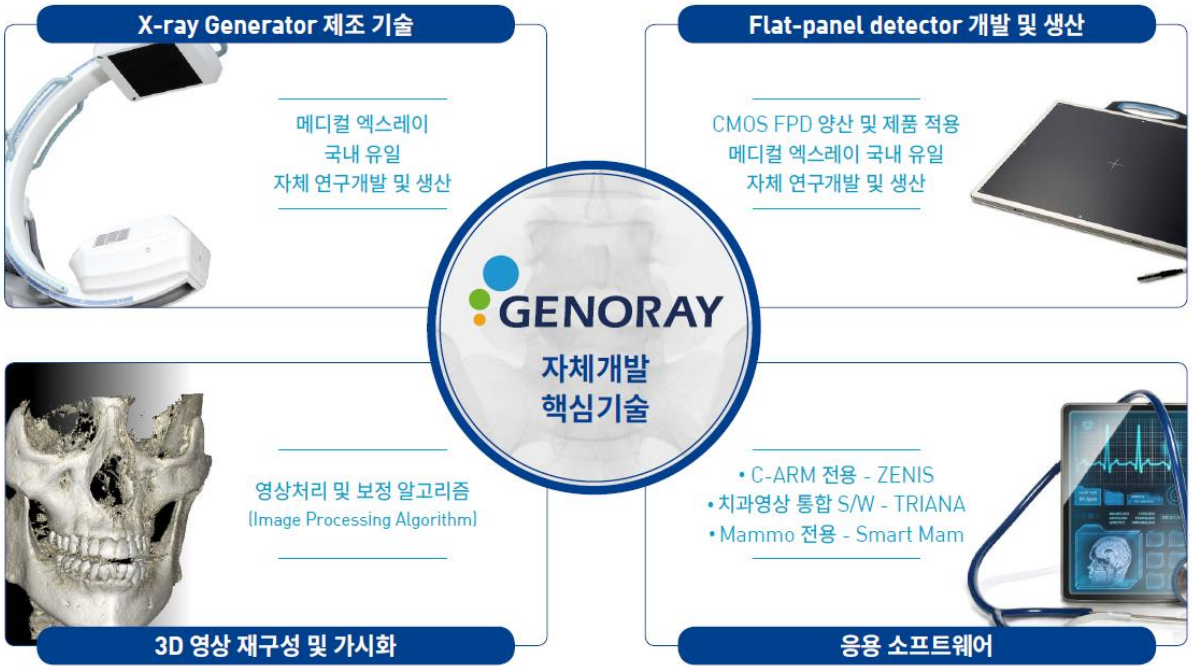
도표 14 사업부별 매출 비중 전망



자료: 유진투자증권

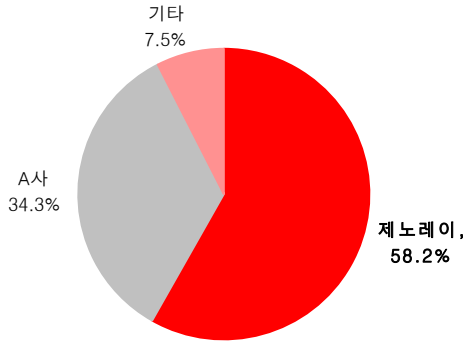
메디칼 및 덴탈 부문의 안정적 성장 전망

도표 15 X-ray 핵심 기술 전반에 대한 내재화



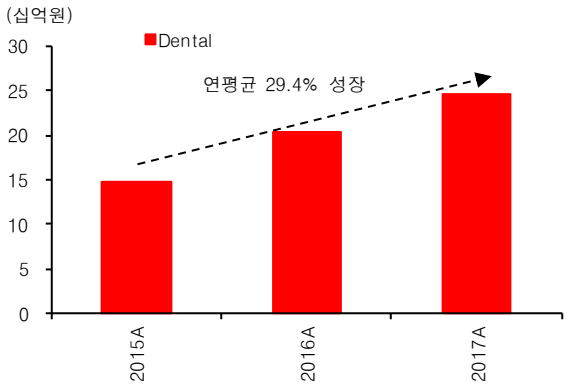
자료: IR Book, 유진투자증권

도표 16 C-ARM 국내 시장점유율 (2017년 기준)



자료: IR Book, 유진투자증권

도표 17 덴탈사업부문 연평균 29.4% 성장('15~'17)



자료: 유진투자증권

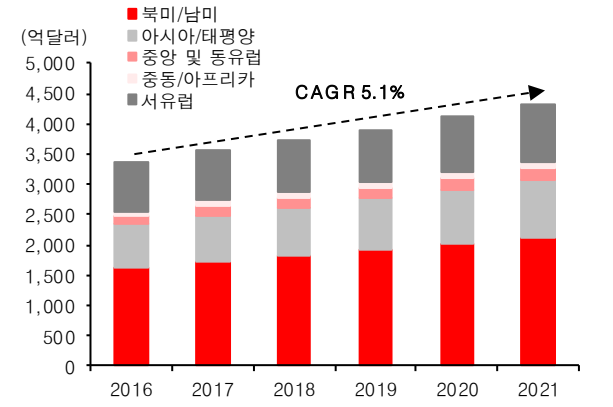
지역별 차별화 전략을 통한 수출 확대 전망

도표 18 지역별 차별화 전략을 통한 해외 진출 확대 추진



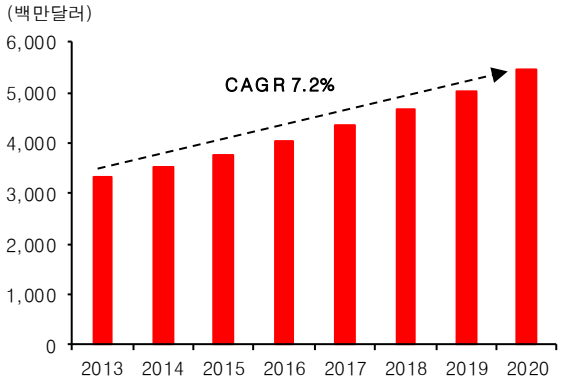
자료: IR Book, 유진투자증권

도표 19 글로벌 의료기기 시장 전망



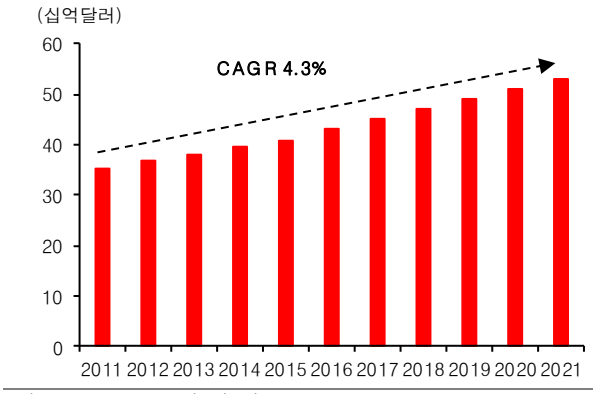
자료: BMI Espicom, 유진투자증권

도표 20 글로벌 X-ray 장비 시장 전망



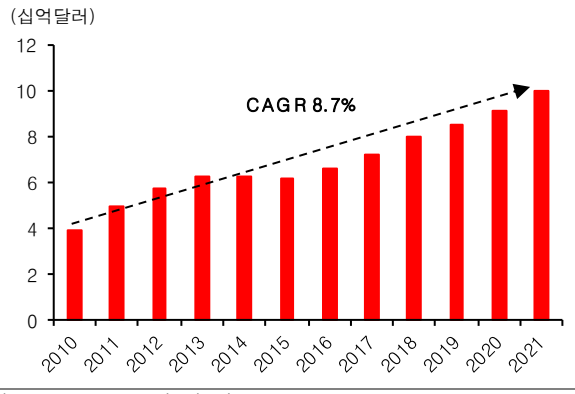
자료: Global Data, Medical Equipment Market Size & Growth, 유진투자증권

도표 21 미국 진단영상기기 시장 전망



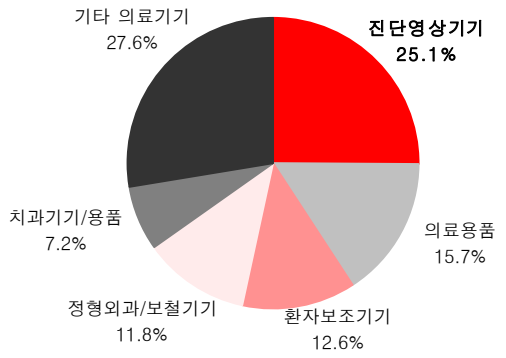
자료: BMI Espicom, 유진투자증권

도표 22 중국 진단영상기기 시장 전망



자료: BMI Espicom, 유진투자증권

도표 23 세계 의료기기 제품군별 시장규모



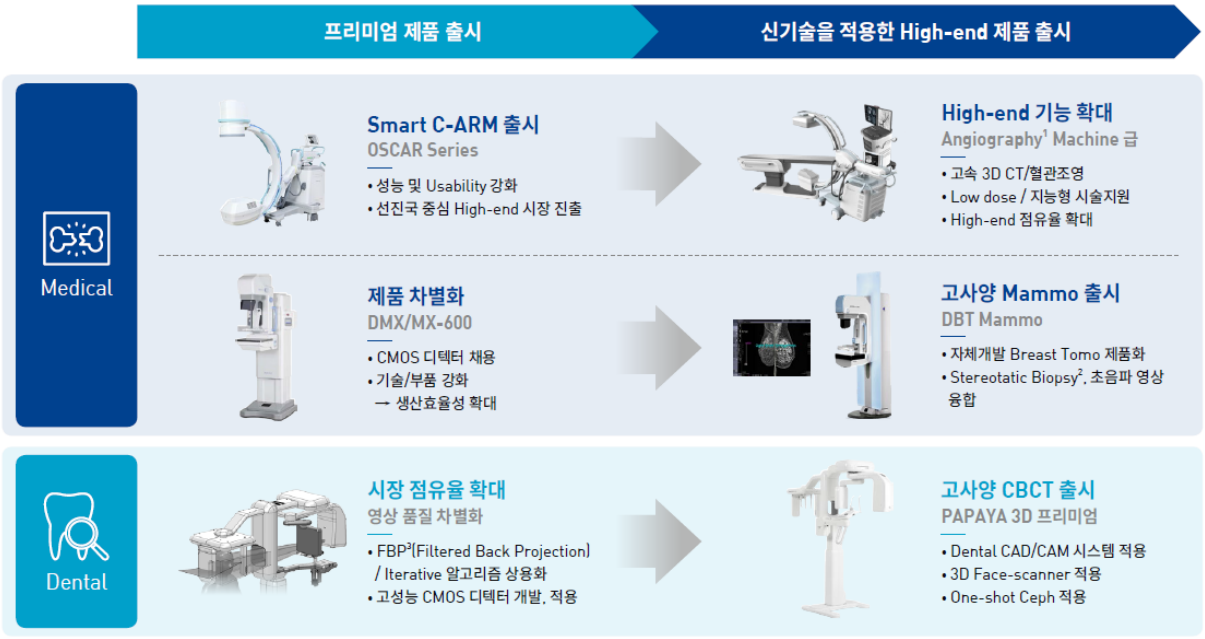
자료: BMI Espicom, 유진투자증권

도표 24 당사 주요 모델들의 특성 비교 및 시장 구분

장비		모델	사양	특징	주 사용처
메디칼	C-arm	ZEN-2090	중	보급형 C-arm	의원 및 소형병원
		ZEN-7000	고	선진시장 타겟의 고사양 제품	중대형병원
	Mammo	MX-300	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: IR Book, 유진투자증권

도표 25 제품 포트폴리오 강화로 시장 점유율 및 수익성 확대 추진



자료: IR Book, 유진투자증권
주1) Angiography: 혈관조영술
주2) Stereotactic Biopsy, 초음파영상 융합: 조직검사 및 초음파영상 융합기술
주3) FBP/Iterative: 독자개발 영상처리 알고리즘 상용화

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 제3자에게 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 간섭없이 작성되었음을 확인합니다
동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
동 자료는 당사의 동의없이 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	89%
• HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	11%
• REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2018.03.31 기준)