유진투자증권

제노코(361390.KQ)

방위산업 및 항공우주 통신 전문기업

2021.03.09

Company Comment

상장예정일: 2021.03.24

기관 수요예측: 2021.03.09~10

공모희망가: 27,000~33,000(원)

시가총액: 65.9~80.6(십억원)

IT SW, HW/5G 박종선_ 02)368-6076_ jongsun.park@eugenefn.com

방위산업 핵심부품은 물론 위성통신부품을 제조하는 항공우주 통신 전문기업

2004 년 법인 설립. 동사는 위성통신부품 제조를 목적으로 설립되어 위성탑재체, 위성운용국 및 단말, 전기지상지원장비(EGSE, Electrical Ground Support Equipment) 사업임. 또한 군 전술정보통신체계(TICN)사업의 핵심부품인 비접촉식광전케이블, 소형무장헬기(LAH)사업 및 대한민국 차세대 전투기(KF-X)사업 등의 항공전자장비, 점검장비 등 방위사업도 영위하고 있음. 주요 고객은 한국항공우주연구원(KARI), AIRBUS D&S, 한화시스템, 한국항공우주산업 등임. 코스닥 기술성장기업 특례 적용을 받아 3 월 24 일 신규상장 예정임.

사업별 매출비중(2020 년 기준)은 방산 핵심부품 42.0%, EGSE/점검장비 27.7%, 위성지상국 13.6%, 항공전자 7.4%, 위성탑재체 0.5%, 기타 8.8%를 차지

공모 후 주주 비중은 최대주주 등 29.5%, 특수관계인 13.6%, 벤처금융 8.9%, 기존 주주 27.1%, 상장주선인 0.6%, 우리사주 1.2%, 공모주주(기관+일반) 18.9%.

투자포인트 1) 민수 및 군수 분야 우주개발 확대에 따른 수혜 예상

정부의 강력한 우주개발 의지가 반영된 정책이 추진하고 있는 가운데, 동사의 수혜가 예상됨. ① 정부는 "제 3 차 우주개발진흥 기본계획(2018~2040)"에 따라 2040 년까지 총 69 기의 위성을 발사할 계획임. 보통 위성 1 대당 X-band 송신기 3 개가 소요되는데, 동사는 "X-band 송신기"의 국산화에 성공하여 차세대중형위성 1 호기에 탑재될 예정임. 차세대 1,2 호기에 탑재가 예상되는 가운데, 1 호기는 2021 년 3 월 20 일 발사예정임. 2021 년 관련 매출이 약 37 억원으로 예상됨. ② 또한, ANASIS(무궁화 5 호), ANASIS-II(군 전용 통신위성) 등의 위성지상국 양산실적을 기반으로 글로벌 기업인 AIRBUS 와 위성지상국 계약을 체결함. K-MILSAT 1 프로젝트를 통해 제품을 납품함으로써 향후 글로벌 진출 교두보를 확보함.

투자포인트 2) 전술정보통신체계(TICN) 및 EGSE 사업으로 실적 지속 전망

① 케이블사업은 전술정보통신체계(TICN)의 핵심부품으로 개발하여 납품하고 있는데, 관련 매출은 2020 년 160 억원에서 2021 년에는 약 223 억원을 예상하고 있음. ② 또한 위성탑재체의 성능을 지상에서 검사하는 EGSE 및 무기체계장비 성능검사 장비 관련 매출도 안정적으로 발생 중임. 현재 확보된 매출액이 2020 년 106 억원에서 2021 년에는 130 억원 수준임.

2021 년 PER 13.6 ~ 16.6 배. 동종업체 대비 45.8 ~ 55.7% 할인된 수준

공모희망가(공모가 밴드: 27,000 ~33,000 원)는 2021 년 예상실적 기준 PER 13.6~16.6 배 수준임. 국내 유사업체(이노와이어리스, 오이솔루션, 쎄트렉아이)의 2020 년 3 분기 기준, 최근 12 개월 합산 평균 PER (30.7 배) 대비 45.8 ~ 55.7% 할인된 가격임.

상장 후 유통가능 물량은 전체 주식수의 37.8%(92 만주)로 많지 않은 수준임

액면가	500원
자본금(십억원)	
공모전	1.0
공모전	1.2
공모 후 주식수	2,442,140
유통가능주식수	922,708

보호예수기간	
최대주주	상장 후 1년
특수관계인	상장 후 1년
벤처금융	상장 후 1개월
자발적 의무보유자	상장 후 1개월
상장주선인	상장 후 3개월
우리사주조합	예탁 후 1년
주관증권사	DB금융투자

공모 후 주요주주(%)	
최대주주 등	29.5
특수관계인	13.6
벤처금융	8.9
자발적 의무보유자	8.4
기타 기존주주	18.9
상장주선인	0.6
공모주주(일반+기관)	18.9
우리사주조합	1.2

결산기(12월)	2019A	2020E	2021E
매출액(십억원)	32.9	38.2	48.2
영업이익(십억원)	3.6	3.3	6.2
세전계속사업손익(십억원)	2.9	2.9	6.2
당기순이익(십억원)	2.2	2.5	4.8
EPS(원)	-	-	1,984
증감률(%)	-	-	-
PER(배)	-	--	13.6 ~ 16.6

I. 공모 개요 및 보호 예수 현황

도표 1. 공모 개요 및 일정

희망 공모가	27,000 ~ 33,000 원	수요예측일	2021.03.09 ~ 10
공모금액	132 ~ 162 억원	공모청약일	2021.03.15 ~ 16
공모주식수	490,000 주	납입일	2021.03.18
상장 후 주식수	2,442,140 주	상장예정일	2021.03.24

자료: 증권신고서, 유진투자증권

도표 2. 공모 후 주주 구성

주주명	주식수(주)	비중 (%)
최대주주 등	720,000	29.48
특수관계인	331,560	13.58
벤처금융	218,176	8.93
자발적의무보유자	205,596	8.42
기타 기존주주	462,108	18.92
상장주선인	14,700	0.60
공모주주(일반+기관)	460,600	18.86
우리사주조합	29,400	1.20
합계	2,442,140	100.00

자료: 증권신고서, 유진투자증권

도표 3. 보호예수 및 예탁 현황

주주명	주식수(주)	비중 (%)	보호예수기간
최대주주	720,000	29.48	상장 후 1 년
특수관계인	331,560	13.58	상장 후 1 년
벤처금융	218,176	8.93	상장 후 1 개월
자발적의무보유자	205,596	8.42	상장 후 1 개월
상장주선인	14,700	0.60	상장 후 3 개월
우리사주조합	29,400	1.20	예탁 후 1 년
합계	1,519,432	62.22	

자료: 증권신고서, 유진투자증권

도표 4. 유통가능 주식수

주주명	주식수(주)	비중 (%)
기타 기존주주	462,108	18.92
공모주주(일반+기관)	460,600	18.86
합계	922,708	37.78

자료: 증권신고서, 유진투자증권

도표 5. 공모그룹별 배정 내역

그룹	주식수	비중 (%)	비고
기관투자자 등	313,600 ~ 367,500	64 ~ 75	-
일반청약자	122,500 ~ 147,000	25 ~ 30	"청약증거금율: 50% 최고한도 : 12,000 ~ 14,500 주
우리사주조합	29,400	6.0	-
합계	490,000	100.00	

자료: 증권신고서, 유진투자증권

도표 6. 상장 후 유통가능 및 매도금지물량

구분		성명(회사명)	주식수	공모 후 지분율	보호예수 기간
유통 제한물량	최대주주	유태삼	720,000 주	29.48%	상장일로부터 1 년
	특수관계인	Donald B.S Kang 외 1 인	331,560 주	13.58%	
	벤처금융	네오플럭스 기술가치평가 투자조합	109,088 주	4.47%	상장일로부터 1 개월
	(자발적 의무보유)	KoFC-Neoplux R&D-Biz Creation 2013-1 호 투자조합	109,088 주	4.47%	
	자발적 의무보유자	안동명	205,596 주	8.42%	
	상장주선인 의무인수분	DB 금융투자(주)	14,700 주	0.60%	상장일로부터 3 개월
	우리사주(공모)	우리사주조합	29,400 주	1.20%	예탁 후 1 년
소계(1)			1,519,432 주	62.22%	
유통 가능물량	기존 발행주식 중 유통가능주식		462,108 주	18.92%	-
	공모주주(우리사주 제외)		460,600 주	18.86%	-
소계(2)			922,708 주	37.78%	
상장 후 총 발행주식수(1+2)			2,442,140 주	100.00%	

주 1) 의무보호예수 주식수는 공모 후 주식수 기준입니다.
주 2) 유통가능 물량은 수요예측시 기관투자자의 의무보유확약 및 청약시 배정군별 배정주식수 변경 등이 발생할 경우 변동될 수 있습니다.
자료: 증권신고서, 유진투자증권

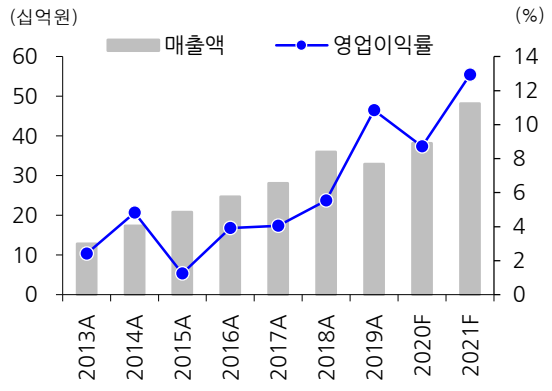
Ⅱ. 실적 추이 및 전망

도표 7. 연간 실적 전망 (연결 기준)

(십억원,%)	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액	**12.9**	**17.4**	**20.9**	**24.7**	**28.1**	**36.0**	**32.9**	**38.2**	**48.2**
증가율(yoy,%)	-	*35.4*	*19.9*	*18.5*	*13.6*	*28.4*	*-8.6*	*16.0*	*26.1*
제품별 매출액									
EGSE/점검장비					3.0	12.5	9.9	10.6	14.3
방산 핵심부품					13.1	7.5	5.3	16.0	22.3
위성지상국					6.0	10.0	13.0	5.2	3.6
항공전자					0.9	1.8	1.3	2.8	0.8
위성탑재체					0.5	2.2	0.9	0.2	3.7
기타					4.5	2.1	2.6	3.4	3.5
매출 비중(%)									
EGSE/점검장비					10.7	34.6	30.0	27.7	29.6
방산 핵심부품					46.8	20.8	16.2	42.0	46.3
위성지상국					21.5	27.7	39.3	13.6	7.4
항공전자					3.0	5.1	4.1	7.4	1.6
위성탑재체					1.9	6.0	2.6	0.5	7.7
기타					16.0	5.9	7.8	8.8	7.4
수익(십억원)									
매출원가	11.2	15.0	18.8	21.9	23.1	31.7	27.0	31.9	39.1
매출총이익	1.7	2.4	2.0	2.8	5.0	4.4	6.0	6.3	9.1
판매관리비	1.4	1.5	1.8	1.8	3.8	2.4	2.4	2.9	2.9
영업이익	**0.3**	**0.8**	**0.3**	**1.0**	**1.1**	**2.0**	**3.6**	**3.3**	**6.2**
세전이익	**0.3**	**0.8**	**0.2**	**0.8**	**0.9**	**1.2**	**2.9**	**2.9**	**6.2**
당기순이익	**0.3**	**0.8**	**0.2**	**0.8**	**0.8**	**1.0**	**2.2**	**2.5**	**4.8**
지배주주 당기순이익	**0.3**	**0.8**	**0.2**	**0.8**	**0.8**	**1.0**	**2.2**	**2.5**	**4.8**
이익율(%)									
매출원가율	87.1	86.4	90.2	88.7	82.3	87.9	81.9	83.6	81.1
매출총이익률	12.9	13.7	9.7	11.3	17.7	12.1	18.1	16.4	18.9
판매관리비율	10.5	8.9	8.5	7.4	13.6	6.5	7.2	7.7	6.0
영업이익률	**2.4**	**4.8**	**1.2**	**3.9**	**4.1**	**5.5**	**10.8**	**8.7**	**12.9**
세전이익률	**2.3**	**4.5**	**0.8**	**3.1**	**3.2**	**3.4**	**8.9**	**7.6**	**12.8**
당기순이익률	**2.3**	**4.5**	**0.8**	**3.1**	**2.9**	**2.7**	**6.7**	**6.4**	**10.1**
지배주주 당기순이익률	**2.3**	**4.5**	**0.8**	**3.1**	**2.9**	**2.7**	**6.7**	**6.4**	**10.1**

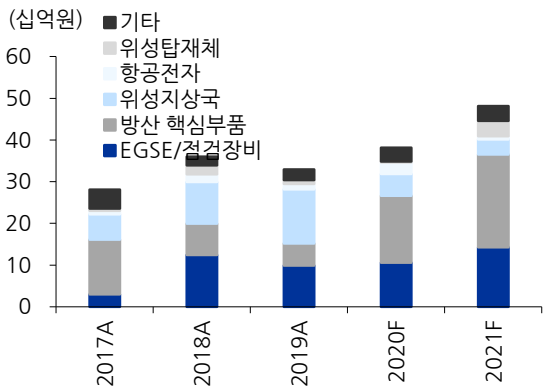
자료: 제노코, 유진투자증권

도표 8. 매출액 증가와 함께 안정적인 수익성 유지



자료: 제노코, 유진투자증권

도표 9. 제품별 매출액 추이 및 전망



자료: 제노코, 유진투자증권

Ⅲ. Valuation

가) 비교회사 PER 배수 산출

도표 10. 평균 PER 산정

회사명	기준 시가총액	2020 년 3 분기말 기준 LTM 당기순이익	2020 년 3 분기말 기준 LTM PER
(주)이노와이어리스	355,069	14,550	24.40
(주)오이솔루션	533,330	18,003	29.62
(주)쎄트렉아이	365,317	9,594	38.08
평균			**30.70**

주 1) 당기순이익의 경우 연결 재무제표 작성 대상법인은 지배주주귀속 순이익을 적용하였습니다.
주 2) LTM 은 2020 년 3 분기말 기준 최근 12 개월 누적 실적(Last Twelve Months)을 의미합니다
자료: 증권신고서, 유진투자증권

나) PER 을 적용한 주당 상대가치 산출

도표 11. 제노코의 PER 에 의한 평가가치

구분	산 출 내 역	비 고
2021 년 추정 당기순이익 (백만원, A)	4,844	주 1
연 할인율	20%	주 2
추정 당기순이익의 현가 (백만원, B)	4,037	B= A/(1+20%)^1
적용 PER 배수(배, C)	30.70	주 3
평가총액(D)	123,931	D = B x C
적용 주식수(E)	2,500,263	주 4
주당 평가가액(F)	**49,567**	**F = D / E**

주 1) 동사의 추정 당기순이익의 현가 산정은 2021 년 실적을 2020 년말 현재가치로 할인하여 산출하였습니다. 동사는 2021 년 기확보된 야전정비장비 개발사업, 광전케이블 4 차 양산 등에 따른 매출 확대가 가시화되고 있습니다. 또한, 2020 년 3 월 발사예정중인 차세대중형 위성 1 호기에 탑재된 동사의 X-Band Transmitter 가 정상적인 운용을 거쳐 검증된 이후 본격적으로 위성탑재체 매출이 증가할 수 있을 것으로 예상되고 있습니다. 이에 따라 주당 평가가액 산출시 적용된 당기순이익은 동사 제품의 기술적우위와 매출처 다각화가 본격적으로 실현되는 시점이 동사의 기업가치를 반영할 수 있다고 판단하여 2021 년의 추정 당기순이익을 적용하였습니다. 2021 년 추정 당기순이익 산정내역은 Ⅳ. 인수인의 의견 - 4. 공모가격에 대한 의견 - 다. 추정 당기순이익 산정내역'을 참고하여 주시기 바랍니다
주 2) 2021 년 말 추정 당기순이익을 2020 년 말 현재가치로 환산하기 위한 연 할인율은 동사의 재무위험, 예상 매출의 실현 가능성 및 최종 선정된 유사회사들의 가중평균자본비용(WACC)의 평균 수준을 고려하여 20%를 할인율로 적용하였습니다. 동사 적용 연할인율 21%는 2019 년 이후 코스닥시장에 상장한 기술성장기업 중 바이오산업에 속하지 아니하는 기업이 적용한 연 할인율의 평균값인 21% 대비 1% 할인된 것이며, 최종 선정된 유사회사 3 개사의 평균 가중평균자본비용(WACC) 13.4% 대비 6.6% 할증된 값입니다. 동 현재가치 할인율은 대표주관회사인 DB 금융투자(주)의 주관적인 판단요소가 반영되어 있으므로, 이에 유의하시기 바랍니다.
주 3) 평균 PER 배수는 유사기업의 신고서 제출일 전 최근 4 개 분기(2019 년 4 분기~2020 년 3 분기)순이익 기준 PER 을 산술평균하여 적용하였습니다
자료: 각사 사업보고서, 증권신고서, 유진투자증권

다) 희망공모가액의 산정

도표 12. 제노코 희망공모가액 산출내역

구분	내 용
PER 적용 주당 평가가액	49,567 원
평가가액 대비 할인율	33.42% ~ 45.53%
희망공모가액	**27,000 원 ~ 33,000 원**
확정공모가액	-

주 1) 주당 희망 공모가액의 산출을 위하여 적용한 할인율은 금번 공모 투자자 수익률, COVID-19 전세계적 대유행에 따른 증시 변동 위험성, 과거 코스닥시장에 신규상장한 기업의 주당 희망공모가액 산출을 위하여 적용한 할인율 등을 종합적으로 고려하여 산정하였습니다.
자료: 증권신고서, 유진투자증권

Ⅳ. 회사 소개

방위산업 핵심부품은 물론 위성통신부품을 제조하는 항공우주 통신 전문기업

도표 13. 사업 영역: 위성통신, 항공전자



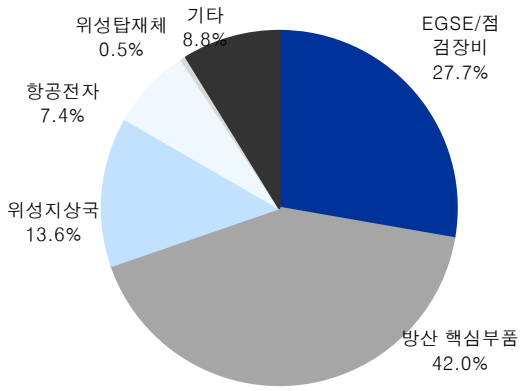
자료: IR Book, 유진투자증권

도표 14. 주요 연혁

연도	주요 사업 내용
2004.11	㈜제노코 법인 설립
2005.05	기업부설연구소 등록(한국산업기술진흥협회, 제 20051825 호)
2015.09	소형무장 헬기개발사업(LAH) 인터콤(ICS) 개발 계약 체결
2016.12	KF-X 체계개발 IBU 개발 계약 체결
2017.11	ANASIS-2 위성운용국 개발 계약 체결
2019.03	425 SAR 위성탑재체 EGSE 개발계약 체결
2019.06	벤처기업 확인(기술보증기금, 제 20190106170 호)
2019.12	KF-X 체계개발 Fiber Optic Cable
2020.03	소재부품 전문기업 인증(산업통상자원부, 제 21647 호)
2020.09	TA-50 Block2 용 CIB(Control Interference Blanker) 1 종 개발
2021.03	코스닥 신규상장 예정(3/24)

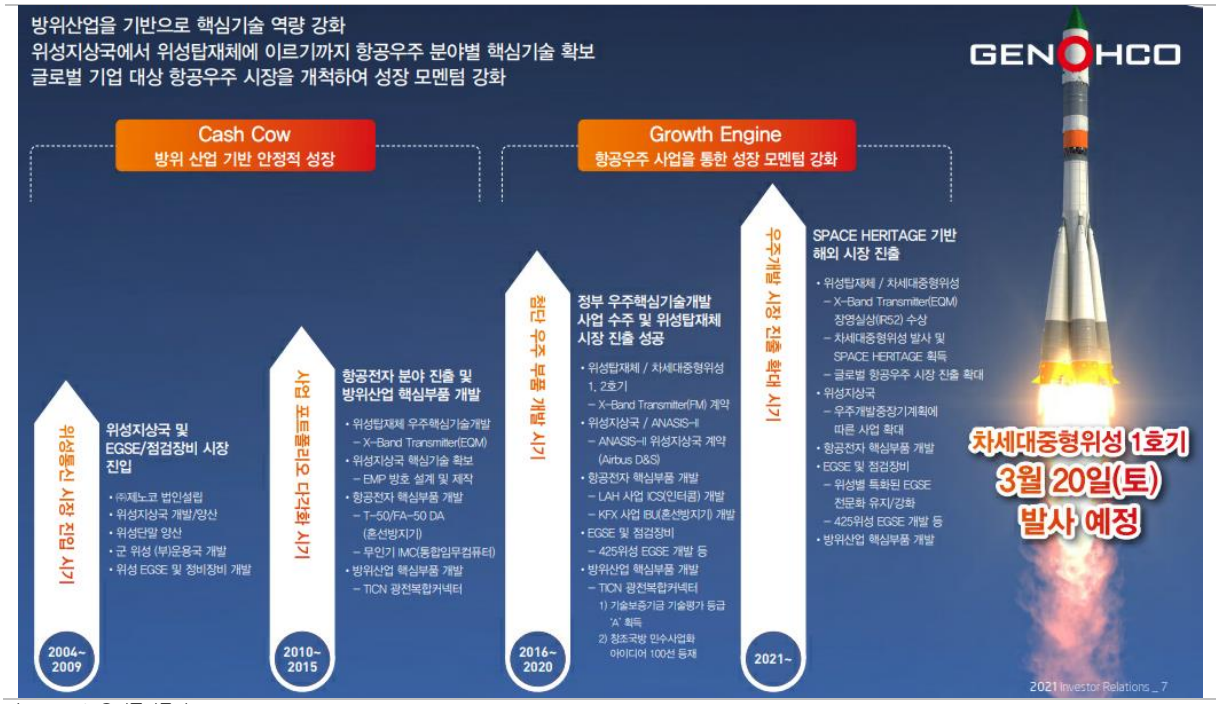
자료: IR Book, 유진투자증권

도표 15. 제품별 매출 비중 (2020 년 기준)



자료: IR Book, 유진투자증권

도표 16. 성장 연혁: 방위산업을 기반으로 핵심기술 역량 강화



자료: IR Book, 유진투자증권

도표 17. 다양한 분야의 핵심기술을 확보하여 국산화에 성공

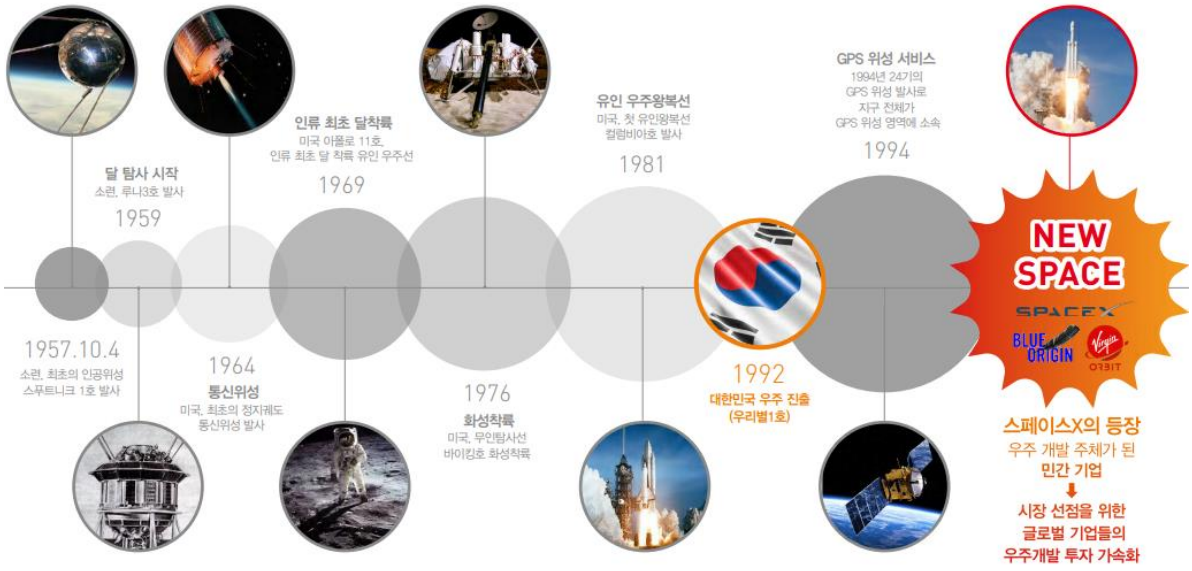


자료: IR Book, 유진투자증권

V. 투자포인트

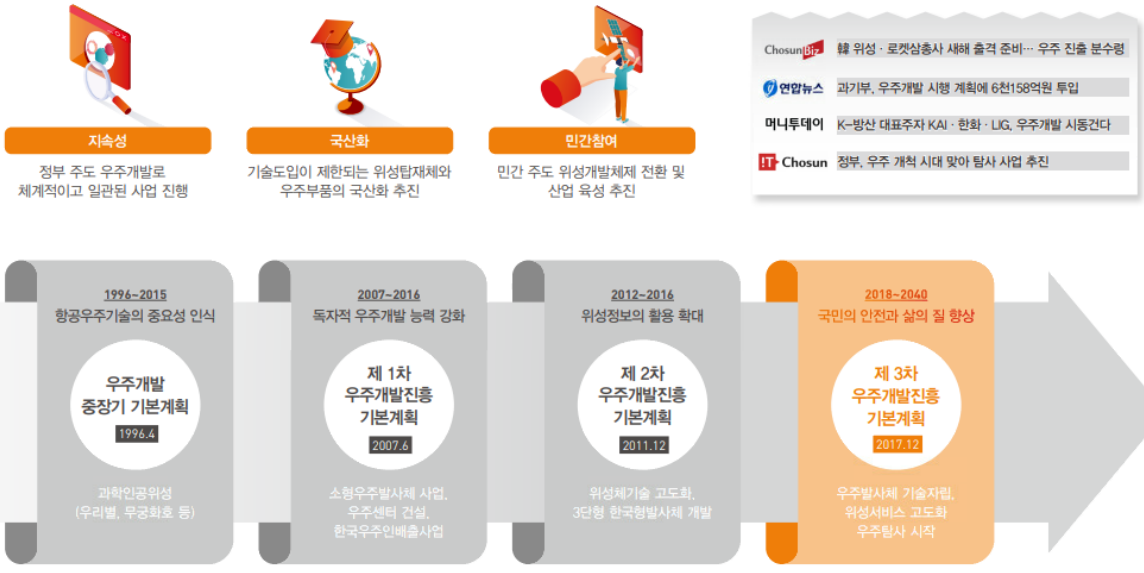
1) 민수 및 군수 분야 우주개발 확대에 따른 수혜 예상

도표 18. 새로운 우주시대 도래: 정부에서 민간 주도 사업으로 변화



자료: IR Book, 유진투자증권

도표 19. 대한민국 정부의 우주개발 로드맵: 민간 기업 참여 유도



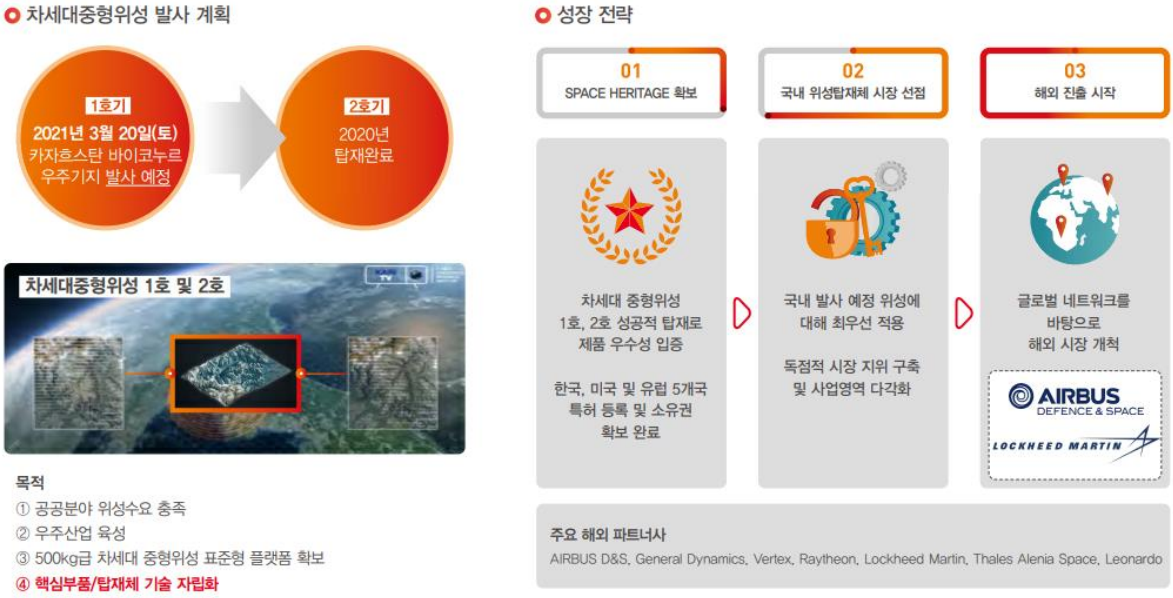
자료: IR Book, 유진투자증권

도표 20. 제 3 차 우주개발진흥 기본계획에 따라 위성발사 프로젝트 수주 증가 전망



자료: IR Book, 유진투자증권

도표 21. 우주개발 사업 본격화: 차세대중형위성 발사를 기점으로 차별화된 시장 지위 획득 기대



자료: IR Book, 유진투자증권

도표 22. 위성탑재체 핵심부품인 "X-Band Transmitter" 국산화 성공 및 차세대 중형위성에 탑재



자료: IR Book, 유진투자증권

도표 23. 위성지상국: AIRBUS 와 계약 체결



자료: IR Book, 유진투자증권

도표 24. 항공우주 분야의 글로벌 고객사 확보



자료: IR Book, 유진투자증권

도표 25. 글로벌 주요고객 기반 성장 모멘텀 강화



자료: IR Book, 유진투자증권

2) 전술정보통신체계(TICN) 및 EGSE 사업으로 실적 지속 전망

도표 26. 방위산업 핵심부품: 캐시카우 역할 지속



자료: IR Book, 유진투자증권

도표 27. EGSE/점검장비: 위성발사전까지 위성탑재체를 점검



자료: IR Book, 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 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 제 3 자에게 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 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
동 자료는 당사의 동의 없이 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: 12 개월 (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	93%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	7%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2020.12.31 기준)