흥국스몰캡
최종경
02)739-5936
choijk@heungkuksec.co.kr

(361390)

제노코

BUY(유지)

항공우주 산업 속 성장 가시화

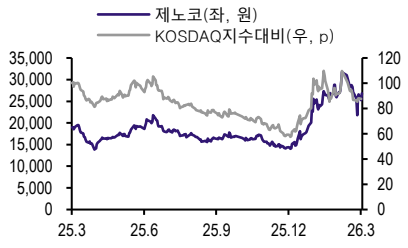
목표주가	32,000원(상향)
현재주가(03/10)	26,800원
상승여력	+19.4%
시가총액	2,520억원
발행주식수	940만주
52주 최고가 / 최저가	31,700 / 13,840원
3개월 일평균거래대금	150억원
외국인 지분율	20.4%
주요주주및지분율	
한국항공우주/유태삼	47.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-0.9	90.6	64.6	41.1
상대수익률(코스닥)	-1.8	68.9	28.0	-16.6

(단위: 억원, 원, 배, %)

재무정보[개별]	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	568	596	776	858
영업이익	-22	-21	19	49
EBITDA	-5	2	50	89
당기순이익	-31	-21	16	45
EPS	-412	-260	175	473
순차입금	-151	-30	-32	73
PER	-	-	153.2	56.6
PBR	3.2	2.8	4.0	3.7
EV/EBITDA	-202.5	665.3	50.0	29.1
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.2
ROE	-8.9	-4.9	2.9	6.8
컨센서스 영업이익	-	-	-	-
컨센서스 EPS	-	-	-	-

주가추이



방위산업→ 항공우주산업→ 한국항공우주 편입

제노코(Genohco)는 위성통신(위성탑재체, 위성지상국), EGSE/시험정비장비, 항공전자 및 방위산업 핵심부품까지 독보적인 기술력을 보유한 항공우주 분야의 핵심기술 전문 기업임. 민관 및 국내외 다양한 분야에서 고객사를 확대하고 있으며, 항공우주 기술의 국산화 측면에서 정부의 우주개발 최대 수혜 기업이자 핵심 기업이라 할 수 있음. 한국항공우주(KS:047810)로 주식양수도 및 제3자배정 유상증자를 완료하고, '25년 7월 최대주주 변경.

2025 Review: 진행/양산 매출로 단단해지는 질적 성장

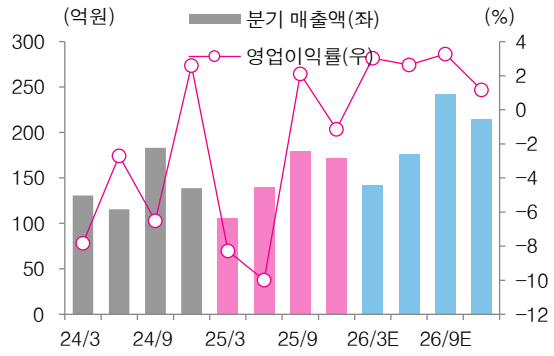
'25년 매출액 596억원(+4.9% YoY), 영업이익 -21억원(적축 YoY, opm -3.5%)을 기록함. 동사는 기본적으로 방위산업 핵심부품과 항공전자 부문에서 수익성을 갖춘 기업이기에 '24년에 이은 적자는 다소 아쉬운 부분임. 그러나 연구개발 투자 확대에 따른 연구개발비 증가, 고객사 규격 대응을 위한 시험검사비 증가, 한국항공우주로의 최대주주 변경에 따른 기타 수수료 발생 등 최근 '제코노3.0'으로 업그레이드를 위한 일회성 비용의 반영이라 할 수 있음. 위성통신분야 진행률 증가에 따른 진행 매출 증가, 항공전자분야 양산 매출 실현, 위성통신 사업분야 확대에 따른 지상장비 매출 증가 등 질적으로 단단해지는 매출 성장이 돋보였음.

2026 Preview: 한국항공우주와의 시너지 가시화

'26년 매출액 776억원(+30.1% YoY), 영업이익 19억원(흑전 YoY, opm 2.5%)을 전망함. 눈에 띄는 실적 성장도 중요하지만, 이제 무엇보다 항공우주 산업내의 행보에 주목해야함. '26년 2월 군위성통신체계 현존전력성능 극대화 사업(STX엔진) 61억원, 저궤도통신위성(6G) 탑재컴퓨터(OBC) 개발(한국항공우주) 56억원 등의 계약체결을 공시함. 한국항공우주와의 상승효과(synergy)가 개시된데 의미가 있으며, 연내 항공과 우주 산업의 추가 수주도 견조하게 이어질 전망임.

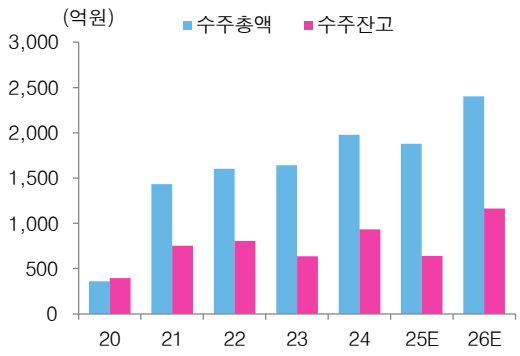
동사에 대해 투자의견 BUY(매수)를 유지하고, 목표주가는 32,000원으로 상향함. 지상장비, 초소형위성, 군용 통신위성(ANASIS) 사업 등 고도화/구체와 되고 있는 항공우주 산업에서의 성장성을 높게 평가함.

그림 1 제노코 분기 매출액과 영업이익률 추이



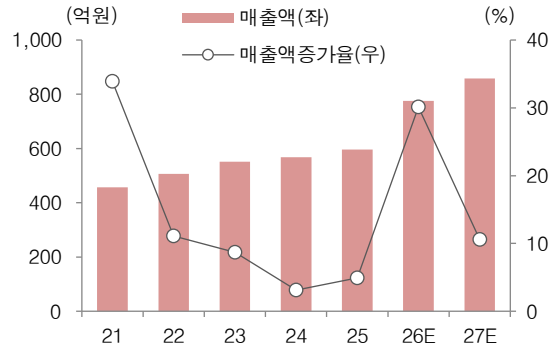
자료: 제노코, 흥국증권 리서치센터 / K-IFRS 개별 기준

그림 2 연간 수주총액과 수주잔고 추이



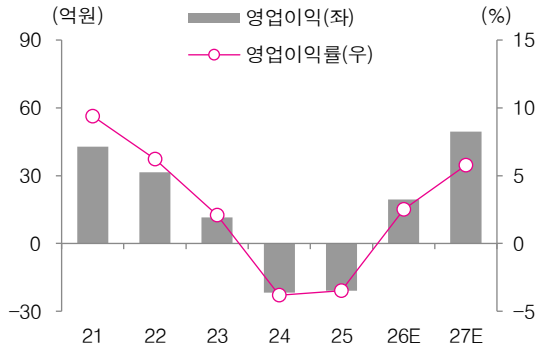
자료: 제노코, 흥국증권 리서치센터

그림 3 제노코 매출액과 매출액증가율



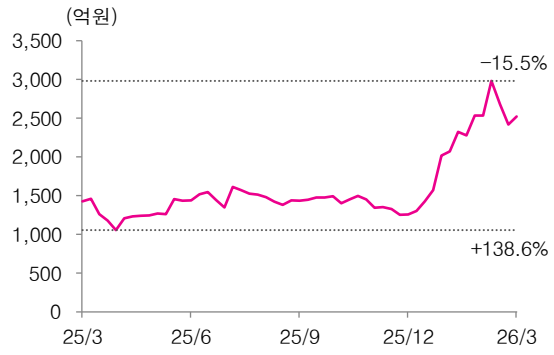
자료: 제노코, 흥국증권 리서치센터 / K-IFRS 개별 기준

그림 4 제노코 영업이익과 영업이익률



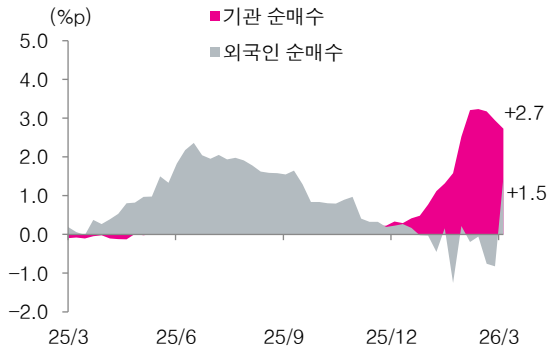
자료: 제노코, 흥국증권 리서치센터 / K-IFRS 개별 기준

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 [개별]제노코 연간/분기 실적 추이

(억원,%,배)	25/3	25/6	25/9	25/12E	26/3E	26/6E	26/9E	26/12E	2025	2026E	2027E
매출액	105	140	179	172	142	177	242	215	596	776	858
YoY	*-19.4*	*21.1*	*-2.3*	*23.9*	*34.7*	*26.3*	*35.3*	*25.0*	*4.9*	*30.1*	*10.6*
[주요사업부문별]											
위성통신주1	42	44	95	28	44	60	77	93	209	274	306
EGSE/점검장비	30	39	27	30	34	39	43	48	125	165	184
항공전자	4	14	19	17	18	19	20	21	54	77	93
방위산업	30	43	38	97	46	59	103	54	209	260	274
영업이익	-9	-14	4	-2	4	5	8	3	-21	19	49
YoY	*적축*	*적확*	*흑전*	*적전*	*흑전*	*흑전*	*109.6*	*흑전*	*적축*	*흑전*	*155.3*
영업이익률	*-8.3*	*-10.0*	*2.1*	*-1.1*	*3.0*	*2.6*	*3.3*	*1.2*	*-3.5*	*2.5*	*5.8*
세전이익	-10	-16	3	0	5	5	7	0	-23	17	47
법인세	0	-8	0	6	0	0	0	0	-2	1	2
법인세율	*-0.2*	*47.6*	*0.0*	*1618.3*	*4.6*	*5.3*	*3.6*	*72.9*	*7.2*	*5.7*	*5.3*
당기순이익	-10	-8	3	-6	5	4	7	0	-21	16	45
YoY	*적확*	*적확*	*흑전*	*적확*	*흑전*	*흑전*	*114.6*	*흑전*	*적축*	*흑전*	*170.7*

주1: 위성통신= 위성탑재체+ 위성지상국
주2: 2025년 4분기 실적은 2026년 2월 23일 매출액또는손익구조30%이상변동 공시 기준, K-IFRS 개별재무제표 기준
자료: 제노코, 흥국증권 리서치센터

표 2 제노코 현금흐름할인(DCF) 가치평가(Valuation)

(억원,%)	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
매출액	776	858	970	1,101	1,255	1,439	1,658	1,920	2,236	2,619
YoY	*30.1*	*10.6*	*13.0*	*13.5*	*14.1*	*14.6*	*15.2*	*15.8*	*16.4*	*17.1*
EBIT	19	49	64	84	112	148	192	247	317	406
EBIT Margin	*2.5*	*5.8*	*6.6*	*7.6*	*8.9*	*10.3*	*11.6*	*12.9*	*14.2*	*15.5*
법인세	1	2	4	5	9	15	23	34	49	69
법인세율	*5.7*	*5.3*	*5.8*	*6.4*	*8.2*	*10.0*	*11.8*	*13.6*	*15.3*	*17.1*
NOPLAT	18	47	61	79	103	133	169	214	268	336
영구성장률(*g*)	***4.1***									
할인률(*w*)	***10.5***									
PVIF	1.00	0.90	0.82	0.74	0.67	0.61	0.55	0.50	0.45	0.41
현재가치	18	43	50	58	69	81	93	106	121	137
현재의 잔여가치(CV)										2,234
PV Sum	3,009									
주식수 (만주)	940									
주당가치 (원)	**32,000**									
현재주가(3/10) (원)	26,800									
상승여력	*+19.4*									

자료: 흥국증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위:억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**551**	**568**	**596**	**776**	**858**
증가율 (Y-Y,%)	61.7	3.1	4.9	30.1	10.6
영업이익	**12**	**(22)**	**(21)**	**19**	**49**
증가율 (Y-Y,%)	(53.9)	적전	적지	흑전	155.3
EBITDA	26	(5)	2	50	89
영업외손익	2	(13)	(2)	(2)	(2)
순이자수익	(0)	(6)	(12)	(6)	(9)
외화관련손익	0	(0)	(0)	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	14	(34)	(23)	17	47
당기순이익	**17**	**(31)**	**(21)**	**16**	**45**
지배기업당기순이익	17	(31)	(21)	16	45
증가율 (Y-Y,%)	(2.1)	적전	적지	흑전	170.7
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율 (3Yr,%)	17.4	7.6	5.6	12.1	14.7
영업이익증가율 (3Yr,%)	(22.8)	-	-	19.0	-
EBITDA증가율 (3Yr,%)	(7.9)	-	(62.5)	24.1	-
순이익증가율 (3Yr,%)	(0.7)	-	-	(0.2)	-
영업이익률 (%)	2.1	(3.8)	(3.5)	2.5	5.8
EBITDA마진 (%)	4.7	(0.8)	0.4	6.4	10.4
순이익률 (%)	3.0	(5.4)	(3.6)	2.1	5.2
NOPLAT	**8**	**(16)**	**(15)**	**18**	**47**
(+) Dep	14	17	23	30	40
(-) 운전자본투자	62	(123)	265	32	6
(-) Capex	5	38	39	101	166
OpFCF	(44)	87	(295)	(84)	(85)

재무상태표

(단위:억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	397	568	532	522	492
현금성자산	152	323	215	151	104
매출채권	73	95	86	109	116
재고자산	116	97	110	136	141
비유동자산	265	305	344	427	571
투자자산	51	75	91	92	93
유형자산	202	223	232	304	432
무형자산	12	7	22	31	46
자산총계	**663**	**873**	**876**	**949**	**1,063**
유동부채	279	350	159	190	214
매입채무	99	54	66	85	93
유동성이자부채	52	1	2	11	23
비유동부채	35	179	200	125	170
비유동이자부채	31	172	184	108	153
부채총계	**314**	**530**	**359**	**314**	**385**
자본금	38	38	44	47	47
자본잉여금	193	193	378	474	474
이익잉여금	117	84	59	75	120
자본조정	0	28	37	37	37
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	**348**	**343**	**518**	**634**	**679**
투하자본	250	139	429	543	692
순차입금	(69)	(151)	(30)	(32)	73
ROA (%)	2.6	(4.0)	(2.4)	1.8	4.4
ROE (%)	4.8	(8.9)	(4.9)	2.9	6.8
ROIC (%)	3.7	(8.1)	(5.3)	3.8	7.6

주요투자지표

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Per share Data (원)					
EPS	221	(412)	(260)	175	473
BPS	4,645	4,575	6,351	6,744	7,217
DPS	50	0	0	0	50
Multiples (배)					
PER	75.6	-	-	153.2	56.6
PBR	3.6	3.2	2.8	4.0	3.7
EV/ EBITDA	45.5	(202.5)	665.3	50.0	29.1
배당수익율(%)	0.3	0.0	0.0	0.0	0.2
PCR	35.9	42.9	-	-	29.8
PSR	2.3	1.9	2.4	3.2	2.9
재무건전성 (%)					
부채비율	90.2	154.4	69.3	49.6	56.6
Net debt/Equity	-	-	-	-	10.7
Net debt/EBITDA	-	-	-	-	81.6
유동비율	142.4	162.1	335.2	275.1	229.6
이자보상배율	33.3	-	-	3.0	5.4
이자비용/매출액	0.4	1.3	2.3	1.1	1.3
자산구조 (%)					
투하자본	55.2	25.9	58.4	69.1	77.9
현금+투자자산	44.8	74.1	41.6	30.9	22.1
자본구조 (%)					
차입금	19.2	33.4	26.4	15.8	20.6
자기자본	80.8	66.6	73.6	84.2	79.4

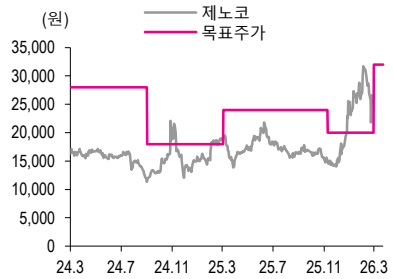
주) 재무제표는 개별기준으로 작성

현금흐름표

(단위:억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금	**(36)**	**122**	**(257)**	**(85)**	**79**
당기순이익	17	(31)	(21)	16	45
자산상각비	14	17	23	30	40
운전자본증감	(70)	97	(255)	(32)	(6)
매출채권감소(증가)	(36)	(21)	(55)	(23)	(7)
재고자산감소(증가)	(33)	16	(17)	(26)	(5)
매입채무증가(감소)	23	(45)	19	18	8
투자현금	**(19)**	**(55)**	**(52)**	**(113)**	**(184)**
단기투자자산감소	(13)	(13)	0	0	0
장기투자증권감소	0	0	0	0	0
설비투자	(5)	(38)	(39)	(101)	(166)
유무형자산감소	(0)	(4)	(7)	(11)	(17)
재무현금	**24**	**114**	**202**	**133**	**58**
차입금증가	28	117	2	33	58
자본증가	0	0	191	3	0
배당금	(4)	(4)	0	0	0
현금 증감	(30)	181	(108)	(65)	(47)
총현금흐름(Gross CF)	**35**	**25**	**(3)**	**(53)**	**85**
(-) 운전자본증가(감소)	62	(123)	265	32	6
(-) 설비투자	5	38	39	101	166
(+) 자산매각	(0)	(4)	(7)	(11)	(17)
Free Cash Flow	(32)	107	(314)	(197)	(103)
(-) 기타투자	0	0	0	0	0
잉여현금	(32)	107	(314)	(197)	(103)

제노코 - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자의견 및 목표주가 변경

날짜	투자의견	적정가격(원)	평균주가 괴리율(%)	최고(최저)주가 괴리율(%)
2024-05-21	BUY	28,000	(45.4)	(39.7)
2024-09-12	BUY	18,000	(12.4)	27.8
2025-03-14	BUY	24,000	(30.7)	(18.8)
2025-05-22	BUY	24,000	(27.5)	(9.2)
2025-11-21	BUY	20,000	9.3	58.5
2026-03-11	BUY	32,000	-	-

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 (2025년 12월 31일 기준)

Buy (97.4%)	Hold (2.6%)	Sell (0.0%)

Compliance Notice

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자가 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, 대여, 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.

Heungkuk
흥국증권

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