



기업분석

BUY(Maintain)

목표주가: 45,000원
주가(9/15): 34,500원

시가총액: 3,718억원

인터로조(119610)

내실 다지며 지속 가능 성장 기대



HOYA와의 ODM계약 확정으로 하반기부터 실적 연료 하나를 실현하였습니다. 상반기 기대보다 저조한 실적에도 이익율이 좋았던 것은 공정 개선 덕분이었습니다. 해외 시장에서 지속적으로 성장하고 있으며 생산성 향상 및 제품 포트폴리오 다각화를 통한 이익 개선도 기대됩니다. 글로벌 렌즈 유통/제조 회사들의 Valuation을 부여하기 합당하다고 판단합니다. 최근 과도한 주가 조정은 적극 매수의 기회로 삼아야 합니다.

>>> 목표가 45,000원, 투자 의견 'BUY' 유지

목표가와 투자 의견 'BUY'를 유지하는 이유는 1) 일본 HOYA 향 ODM 렌즈 매출이 올해 말부터 본격적으로 이루어져 향후 외형 확장에 기여할 것으로 기대하며, 2) 생산 효율화를 통해 해외의 늘어나는 렌즈 수요를 충족할 수 있는 생산 능력을 보유할 수 있을 것이고, 3) 국내 신제품 출시로 더 이상의 뒷걸음질은 없다고 확신하기 때문이다. 글로벌 렌즈 제조 시장에서 경쟁사들 대비 탁월한 렌즈 제조 능력은 향후 외형 성장의 원동력이 될 것이며 제품 믹스 개선에 따른 이익 개선에도 주목해야 한다. 글로벌 렌즈 업체들 대비 상대적 규모에 대한 할인을 적용한 Valuation을 적용해 산정한 목표주가는 합당하다고 판단한다.

>>> 글로벌 렌즈 시장 성장은 유효하고 일본 시장은 기대한다

글로벌 콘택트 렌즈 시장은 2016년 73.4억달러 시장에서 2021년 약 97억달러 시장으로 지속적인 성장이 기대된다. 다양한 시장 진입으로 인해 이러한 시장 성장의 혜택을 누릴 것으로 예상된다. 글로벌 빅4 업체들 같은 경우에는 대량의 생산 공정을 가지고 있어 자동화된 제조 라인을 갖추고 있다. 이러한 생산 방식은 최근 급성장하는, 다양한 색상과 디자인이 적용된 미용 렌즈를 생산하기에는 적합하지 않으며 이러한 시장 상황은 동사에게 기회요인이 될 것으로 판단한다. 특히 일본 호야향 렌즈 수출의 신호탄은 성장을 상승 촉매제가 될 것으로 기대한다. 당사의 경쟁사라고 할 수 있는 대만의 ODM/OEM 렌즈 납품 업체인 St.Shine의 전체 매출 중 과반수를 차지하고 있는 일본향 매출 성장율을 보건데 전세계 글로벌 렌즈 시장보다 더 성장이 크기 때문이다.

>>> 국내 신제품 출시로 풀 라인업 완료

지난 분기 국내 렌즈 시장의 경쟁이 치열해지면서 역성장하는 모습을 보였지만 하반기에는 장기착용 칼라렌즈나 하이드로겔 렌즈 등 신제품 출시로 상반기의 부진을 만회할 계획이다. 매출 순위로는 상위권 제품들이 많다는 점에서 신제품 성공을 추정할 수 있다. 최근 국내 시장의 경쟁 심화는 자체 브랜드 렌즈들의 포진에 의한 것으로 동사의 렌즈는 프리미엄군에 속하기 때문에 영향이 적을 것이다. 상반기 국내 시장에서의 매출 부진 등으로 인한 주가 조정을 적극 매수의 기회로 삼아야 한다고 판단한다.

Stock Data

Table with 3 columns: Metric, Value, and Comparison. Includes KOSDAQ (9/15) at 671.30pt, 52 주 주가동향, and 1W, 1M, 1Y returns.

Company Data

Table with 2 columns: Metric and Value. Includes 발행주식수 (10,776천주), 일평균 거래량(3M) (24천주), and 주주 노사철 외 7인 (38.28%).

투자지표

Table with 5 columns: Metric, 2016, 2017E, 2018E, 2019E. Includes 매출액, 영업이익, EBITDA, EPS, and ROE.

Price Trend



2000년 설립 이후 성장을 거듭하는 콘택트렌즈 제조 회사



자료: 인터로조, 키움증권 리서치센터

안정적인 수출 확대 및
제품 다각화로
외형 지속성장

동사는 콘택트 렌즈 제조 및 판매하는 회사로 2010년 자체 브랜드 Claren 출시하였고 핵심 제조 기술 확보를 통해 컬러렌즈를 런칭 하면서, 글로벌 대기업들에 고객 충성도가 커 진입장벽이 높은 국내 시장에 성공적으로 안착하게 된다.

단일 브랜드로 성장하기 위한 자체 렌즈 제조 기술은 원료 개발 및 배합, 정밀 금형 기술, 공정 기술, 디자인 설계 기술로 나뉠 수 있는 4가지 기술을 확보하고 이를 유기적으로 통합해야 다양한 라인업을 갖출 수 있는데 단순 기술 확보 보다는 의뢰기이라는 특성상 기술력의 차이는 사용자의 충성도로 직결된다. '클라렌'이 까다로운 국내 시장에서 대기업들의 풀 라인업을 갖추지 않은 상태에서 브랜드력을 확보하였고 해외 매출처가 다양화되며 매출이 성장하였다는 점은 기술력을 보여준다고 판단한다.

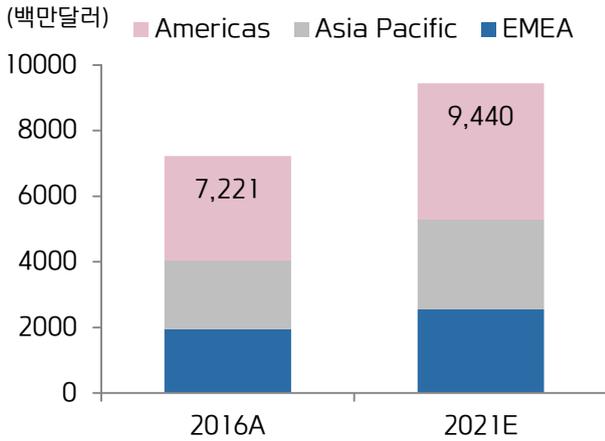
지금까지 매출 두자리수 성장을 매 분기, 매해 실현하였고 영업이익이나 순이익율도 두 자리수 성장을 거듭하며 글로벌 업체들 대비 우월하고 안정적인 현금 흐름을 보유하고 있다는 점도 주목해야 한다. 향후 한 단계 업그레이드 하기 위한 생산 공정 확장이나 제3공장 준공에 큰 리스크 요인으로 작용하지 않으며 외형 확대에 기대 집중할 수 있기 때문이다.

4가지 요소 기술의 확보와 유기적 통합이 핵심 경쟁력

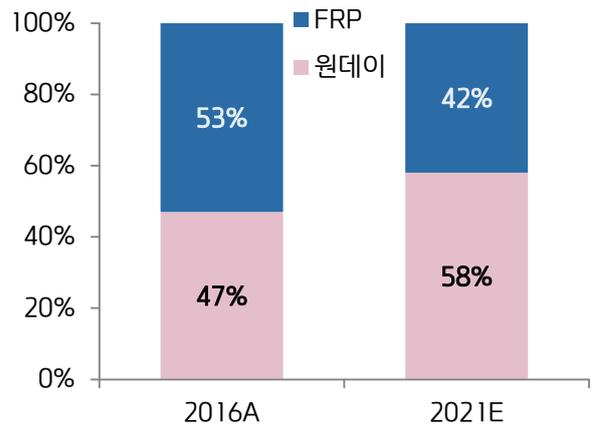
<p>원료개발 및 배합</p>	<ul style="list-style-type: none"> Ultra 水 등 원료배합 기술을 통한 친수성 강화 산소투과성을 보완한 Silicone-Hydrogel 렌즈 제조 	<p>공정기술 (양산설비)</p>	<ul style="list-style-type: none"> 5Mold 분리기술 확보로 사이클타임 단축 자동비전검사를 통한 수율 향상
<p>정밀 금형기술</p>	<ul style="list-style-type: none"> 일체형 금형 제작 및 디자인 기술 카세트금형으로 금형교체시간 단축 	<p>HD design technology</p>	<ul style="list-style-type: none"> High-Definition 디자인 설계기술 선명하고 깨끗한 시야와 편안함을 제공

자료: 인터로조, 키움증권 리서치센터

글로벌 렌즈 시장 성장 기대



원데이 렌즈 두자리수 성장으로 시장 성장을 이끌 것



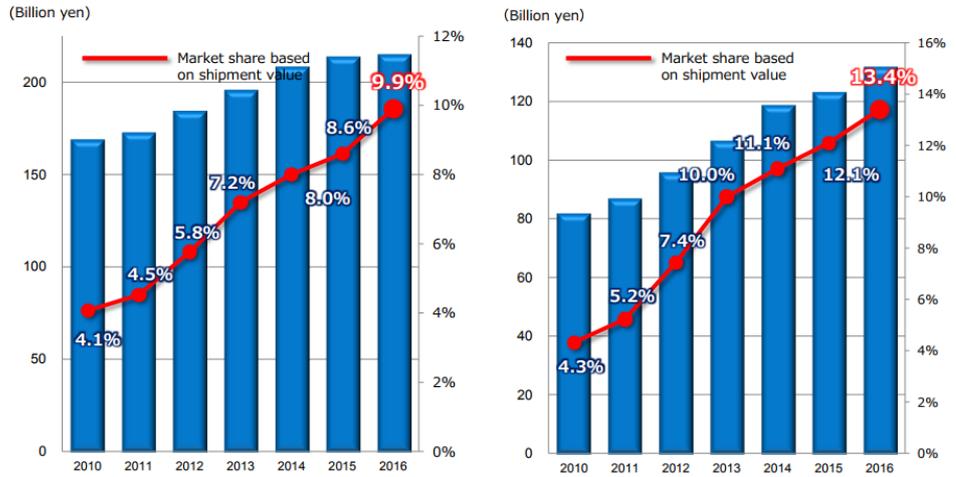
자료: Independent market research and management estimates, 키움증권 리서치센터

안정적인 수출 확대 및
제품 다각화로
외형 지속성장

글로벌 콘택트 렌즈 시장은 연평균 6%의 성장율로 2021년까지 94억달러 시장에 달할 것으로 추정된다. 렌즈는 보통 일회용 렌즈와 2-4주 착용하는 FRP, 한달 이상 착용 가능한 장기 착용 렌즈로 나뉠 수 있는데 선호되는 렌즈의 종류는 지역마다 차이가 있다. 유럽이나 미국 같은 경우에는 대부분 장기착용 렌즈를 선호하지만 아시아지역의 사용자들은 대부분 일회용 렌즈를 선호하는 편이다. 또한 이 시장에서는 렌즈를 단순 시력 보조 수단 뿐 아니라 미용 기기의 성격을 가지고 있어 글로벌 컬러렌즈 시장의 74% 매출이 발생한다. 자체 브랜드력이 강한 글로벌 Big 4 Player(J&J, Alcon, Cooper vision, Bausch+Lomb)의 경우 대량의 콘택트 렌즈 생산을 위한 자동화된 제조 라인을 갖추고 있기 때문에 다양한 색상과 디자인이 적용된 컬러렌즈에는 취약하다. 그래서 다양한 제품 라인업을 갖추고 있지만 컬러렌즈의 다양성은 그에 미치지 못한다.

반면 동사의 주요 렌즈 사업군 중 하나는 글로벌 뷰티렌즈 시장이다. 특히 DSSL(Dual Safety Shield layer)방식으로 안구에 직접적으로 접촉하지 않는 안료 인쇄 방식을 채택하며 다양한 패턴과 컬러 구현 가능과 동시에 내수 소비자의 까다로운 요구도 충족할 수 있었다. 이러한 강점을 바탕으로 컬러렌즈 글로벌 시장 확대에 따른 수혜를 받을 수 있을 것으로 판단한다.

일본 렌즈 시장, 특히 원데이 시장은 지속적으로 성장



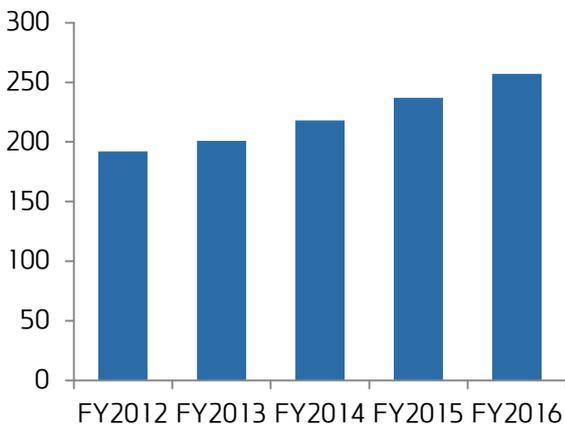
자료: SEED, 키움증권 리서치센터

호야와의 ODM계약으로 새로운 성장 원년의 시작이 될 것

일본의 렌즈 시장은 내수 시장처럼 글로벌 빅 플레이어들이 70%의 점유율을 차지하고 있으며 Menicon, Seed와 같은 로컬 업체들이 뒤를 잇는다. 호야는 현재 이러한 콘택트 렌즈 시장 전문으로 하는 Eyecity라는 매장을 보유하고 있는데 현재 매출 규모는 지난 5년간 두 자리수의 성장을 하고 있다. Eyecity는 일본 내 콘택트렌즈 판매 체인 중 대형 규모로 일본 인구의 고령화에도 불구하고 지속적인 성장을 보여주고 있다.

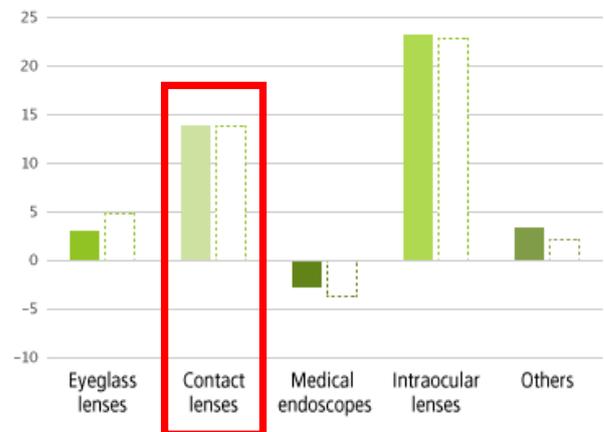
일본 시장이 국내 시장과 같은 양상을 띠고 있고 로컬 업체들의 강점이 다양한 디자인과 색감의 원데이 콘택트렌즈인 점을 감안하면 동사에게도 기회 시장이라고 판단한다. 현재 일본 내 매출은 Eyecity보다 작은 규모의 유통업체이므로 호야와의 제품 라인업이 계속 추가된다면 기본적으로 일본 전역으로 Eyecity를 통해 보급되는 렌즈도 많아지게 되므로 외형 성장에는 의심할 여지가 없다.

일본 내 Eyecity 매장 수 지속적으로 증가



자료: HOYA, 키움증권 리서치센터

HOYA Life Care 사업군 성장 이끈 렌즈 유통



국내 신제품 출시로
풀 라인업 완료

지난 분기 국내 렌즈 시장의 경쟁이 치열해지면서 역성장하는 모습을 보였지만 하반기에는 장기착용 칼라렌즈나 하이드로겔 렌즈 등 신제품 출시로 상반기의 부진을 만회할 계획이다. 매출 순위로는 상위권 제품들이 많다는 점에서 신제품 성공을 추정할 수 있다. 최근 국내 시장의 경쟁 심화는 자체 브랜드 렌즈들의 포진에 의한 것으로 동사의 렌즈는 프리미엄군에 속하기 때문에 영향이 적을 것이다.

국내와 중국 시장의 경우 원데이 및 FRP 뷰티 렌즈의 브랜드화를 통해 소비자를 직접 공략하며 고객 관리에 힘을 써 글로벌 업체들처럼 장기 충성 고객 관리를 하는 동시에 유럽이나 일본 등 대형 시장의 경우 유통 진입장벽이 매우 높기 때문에 ODM/OEM 사업 고도화를 통해 신규 고객 확보에 중점을 둘 것으로 추정한다. 실리콘 하이드로겔 제품과 뷰티렌즈 등 제품 경쟁력과 사출 기술력을 바탕으로 글로벌 시장에서 입지를 다질 수 있을 것으로 판단한다. 상반기 국내 시장에서의 매출 부진 등으로 인한 주가 조정을 적극 매수의 기회로 삼아야 한다.

현재 생산 중인 일회용 렌즈



현재 생산 중인 FRP 렌즈



자료: 인터로조, 키움증권 리서치센터

목표가 산출 근거

항목	단위	값	비고
당기순이익	천원	22,099,899	
주식수	천주	10,776	
EPS	원	2,051	2017년 추정치
Target P/E	배	22	2017F 성장성 고려한 글로벌 PEER 대비 적정 PER
주당가치	원	45,119	
현재 주가	원	34,500	2017.09.15 기준
상승여력	%	30.8	

자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	596	737	878	1,034	1,220
매출원가	264	308	361	422	494
매출총이익	331	430	516	611	727
판매비및일반관리비	168	196	254	273	311
영업이익(보고)	163	233	263	338	416
영업이익(핵심)	163	233	263	338	416
영업외손익	-9	6	6	7	8
이자수익	2	3	3	4	4
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	9	11	11	11	11
이자비용	3	2	2	2	2
외환손실	4	6	6	6	6
관계기업지분법손익	0	0	0	0	0
투자및기타자산처분손익	0	0	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-12	0	0	0	0
기타	0	1	-1	0	0
법인세차감전이익	154	239	269	345	423
법인세비용	28	46	48	62	77
유효법인세율 (%)	18.3%	19.2%	17.7%	17.9%	18.3%
당기순이익	126	193	221	284	346
지배주주지분순이익(억원)	126	193	221	284	346
EBITDA	200	275	301	377	455
현금순이익(Cash Earnings)	163	236	259	323	386
수정당기순이익	136	194	221	284	346
증감율(% YoY)					
매출액	31.1	23.8	19.1	17.8	18.1
영업이익(보고)	85.7	43.1	12.8	28.6	22.8
영업이익(핵심)	85.7	43.1	12.8	28.6	22.8
EBITDA	66.0	37.3	9.4	25.4	20.7
지배주주지분 당기순이익	71.0	53.6	14.2	28.3	22.0
EPS	70.2	53.3	14.2	28.3	22.0
수정순이익	84.3	43.2	13.8	28.3	22.0

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	171	151	379	349	361
당기순이익	126	193	221	284	346
감가상각비	37	41	37	38	39
무형자산상각비	1	1	1	1	1
외환손익	-2	-7	-5	-5	-5
자산처분손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-32	-90	120	26	-25
기타	41	12	5	5	5
투자활동현금흐름	-132	-113	-74	-75	-81
투자자산의 처분	-31	-55	-25	-28	-33
유형자산의 처분	0	0	0	0	0
유형자산의 취득	-91	-48	-50	-48	-48
무형자산의 처분	0	-11	0	0	0
기타	-9	1	1	1	1
재무활동현금흐름	-9	-60	-19	-18	-19
단기차입금의 증가	-31	-32	0	1	0
장기차입금의 증가	20	0	0	0	0
자본의 증가	9	0	0	0	0
배당금지급	-7	-13	-19	-19	-19
기타	1	-15	0	0	0
현금및현금성자산의순증가	30	-22	286	256	261
기초현금및현금성자산	53	83	61	347	602
기말현금및현금성자산	83	61	347	602	863
Gross Cash Flow	202	241	259	323	386
Op Free Cash Flow	47	81	325	295	306

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	487	624	814	1,153	1,513
현금및현금성자산	83	61	347	602	863
유동금융자산	55	120	143	168	199
매출채권및유동채권	228	307	163	191	226
채고자산	121	136	162	191	225
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	440	446	463	476	490
장기매출채권및기타비유동채권	6	15	18	22	25
투자자산	24	12	14	17	20
유형자산	389	396	409	419	428
무형자산	4	8	7	6	5
기타비유동자산	16	15	14	13	12
자산총계	927	1,070	1,276	1,629	2,004
유동부채	145	161	166	253	300
매입채무및기타유동채무	52	55	65	134	158
단기차입금	5	0	0	1	1
유동성장기차입금	27	39	39	39	39
기타유동부채	60	67	61	79	102
비유동부채	41	2	3	3	4
장기매입채무및비유동채무	2	2	3	3	4
사채및장기차입금	39	0	0	0	0
기타비유동부채	0	0	0	0	0
부채총계	186	163	168	256	304
자본금	54	54	54	54	54
주식발행초과금	116	116	116	116	116
이익잉여금	575	756	957	1,222	1,549
기타자본	-4	-19	-19	-19	-19
지배주주지분자본총계	741	906	1,108	1,373	1,700
비지배주주지분자본총계	0	0	0	0	0
자본총계	741	906	1,108	1,373	1,700
순차입금	-67	-142	-450	-730	-1,022
총차입금	71	39	39	40	40

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	1,171	1,795	2,051	2,631	3,209
BPS	6,875	8,412	10,283	12,739	15,772
주당EBITDA	1,863	2,553	2,793	3,501	4,226
CFPS	1,519	2,186	2,403	2,994	3,579
DPS	120	180	180	180	180
주가배수(배)					
PER	32.5	21.2	18.5	14.4	11.8
PBR	5.5	4.5	3.7	3.0	2.4
EV/EBITDA	20.1	14.4	12.1	8.9	6.7
PCFR	25.0	17.4	15.8	12.7	10.6
수익성(%)					
영업이익률(보고)	27.3	31.6	30.0	32.7	34.0
영업이익률(핵심)	27.3	31.6	30.0	32.7	34.0
EBITDA margin	33.6	37.3	34.3	36.5	37.3
순이익률	21.1	26.2	25.2	27.4	28.3
자기자본이익률(ROE)	18.6	23.5	21.9	22.9	22.5
투자자본이익률(ROIC)	21.7	27.5	31.7	44.9	54.2
안정성(%)					
부채비율	25.1	18.0	15.2	18.7	17.9
순차입금비율	-9.0	-15.6	-40.6	-53.2	-60.1
이자보상배율(배)	60.6	154.2	174.0	218.2	268.0
활동성(배)					
매출채권회전율	2.8	2.8	3.7	5.8	5.8
채고자산회전율	5.2	5.7	5.9	5.9	5.9
매입채무회전율	13.8	13.8	14.6	10.4	8.3

Compliance Notice

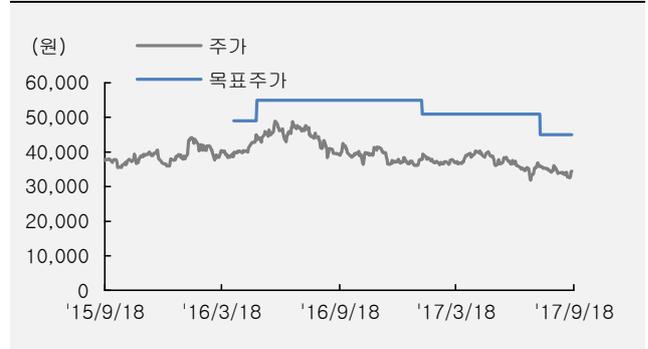
- 당사는 9월 15일 현재 '인트로조' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자 의견 변동 내역 (2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율	
					평균 주가대비	최고 주가대비
인트로조 (119610)	2016/05/02	BUY(Initiate)	49,000원	6개월	-18.52	-17.45
	2016/05/12	BUY(Maintain)	55,000원	6개월	-18.21	-11.00
	2016/05/31	BUY(Maintain)	55,000원	6개월	-20.27	-11.00
	2016/08/03	BUY(Maintain)	55,000원	6개월	-21.10	-11.00
	2016/11/02	BUY(Maintain)	55,000원	6개월	-26.81	-24.55
	2016/11/21	BUY(Maintain)	55,000원	6개월	-30.22	-24.55
	2017/01/25	BUY(Maintain)	51,000원	6개월	-24.90	-18.63
	2017/05/02	BUY(Maintain)	51,000원	6개월	-25.52	-18.63
	2017/07/28	BUY(Maintain)	45,000원	6개월	-15.32	-7.78
	2017/09/18	BUY(Maintain)	45,000원	6개월	-15.65	-11.00

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였습니다.

목표주가 추이 (2개년)



투자 의견 및 적용 기준

기업	적용 기준 (6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용 기준 (6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자 등급 비율 통계 (2016/07/01~2017/06/30)

투자 등급	건수	비율(%)
매수	172	97.73%
중립	4	2.27%
매도	0	0.00%