



BUY(Maintain)

목표주가: 45,000원

주가(11/01): 37,500원

시가총액: 4,041억원

헬스케어

Analyst 이지현

02) 3787-4776 geehyun@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (11/01)		695.77pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	41,500원	31,850원
등락률	-9.64%	17.74%
수익률	절대	상대
1W	4.3%	-2.1%
1M	-4.2%	-13.5%
1Y	-5.3%	-14.7%

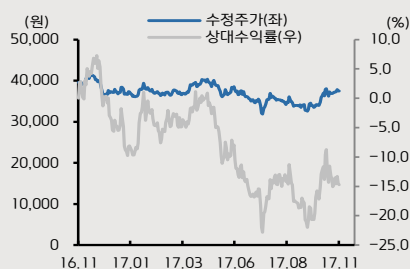
Company Data

발행주식수	10,776천주
일평균 거래량(3M)	19천주
외국인 지분율	11.14%
배당수익률(17E)	0.47%
BPS(17E)	10,250원
주요 주주	노시철 외 7인 38.28%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2015	2016	2017E	2018E
매출액	596	737	839	960
보고영업이익	163	233	262	298
핵심영업이익	163	233	262	298
EBITDA	200	275	300	337
세전이익	154	239	264	301
순이익	126	193	217	248
지배주주지분순이익	126	193	217	248
EPS(원)	1,171	1,795	2,017	2,297
증감률(%YoY)	70.2	53.3	12.4	13.9
PER(배)	32.5	21.2	18.8	16.5
PBR(배)	5.5	4.5	3.7	3.1
EV/EBITDA(배)	20.1	14.4	12.1	10.0
보고영업이익률(%)	27.3	31.6	31.3	31.1
핵심영업이익률(%)	27.3	31.6	31.3	31.1
ROE(%)	18.6	23.5	21.6	20.3
순부채비율(%)	-9.0	-15.6	-41.5	-53.2

Price Trend



인터로조(119610)

새로운 수요와 생산성 향상의 전조 실적



동사는 전일 장 중 잠정 실적을 발표했습니다. 매출액과 영업이익 모두 골고루 성장한 실적이었습니다. 해외 시장에서 지속적으로 성장하고 있으며 생산성 향상 및 제품 포트폴리오 다각화를 통한 이익 개선으로 올해도 좋은 실적을 낸 것으로 판단합니다. 매년 증가하는 배당도 주목해야 합니다. 글로벌 피어 업체들 대비 높은 매출 성장율을 보이고 있지만 아직 글로벌 OEM 렌즈업체들 대비 상대적 규모에 대한 할인을 반영한 Valuation을 적용하는 것이 합당하다고 판단합니다.

>>> 목표가 45,000원, 투자 의견 'BUY' 유지

투자 의견 'BUY'를 유지하는 이유는 1) 일본 HOYA 향 ODM 렌즈 매출이 본격적으로 이루어져 향후 외형 확장에 기여할 것으로 기대하며, 2) 생산 효율화와 신공장 증설을 통해 해외의 늘어나는 렌즈 수요를 충족할 수 있는 생산 능력을 보유할 것이고, 3) 국내 신제품 출시로 내수 시장의 역성장을 회복하는 실적을 확인했기 때문이다. 글로벌 렌즈 제조 시장에서 경쟁사들 대비 탁월한 렌즈 제조 능력은 향후 외형 성장의 원동력이 될 것이며 제품 믹스 개선에 따른 이익 개선도 주목해야 한다. 글로벌 렌즈 업체들 대비 상대적 규모에 대한 할인을 반영한 Valuation을 적용해 산정한 목표주가는 합당하다고 판단한다.

>>> 3분기 외형 18.1% 증가, 이익은 13.8% 증가

3분기 매출액은 전년동기대비 18.1% 증가한 225.7억원을 기록하였다. 지난 분기 역 성장했던 내수 시장은 FRP 신제품 출시로 두 자릿수 성장을 보여줬다. 작년 다소 부진했던 일본향 매출도 기존 수준을 회복하였고 유럽 시장의 견조한 흐름이 매출 증가를 이끌었다. 중동향 매출 성장세는 평년보다 저조할 것으로 생각되나 지속성과 예측 가능성이 높아졌다고 판단한다. 향후에도 해외 두 자릿수 외형 성장은 거뜰할 것으로 판단한다. 원가율이 소폭 상승했으나 판관비 통제로 영업 이익률은 30% 이상을 유지하였다. 환율 하락에도 외형 확장을 두 자리수로 유지하였고 지속적인 생산성 향상을 통해 이익 개선을 이뤘다는 점은 긍정적으로 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 성장율 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.

3분기 잠정실적과 예상치 비교

(억원, %)

	3Q 17(P)			변동률		
	기존전망	컨센서스	잠정실적	기존전망대비	컨센서스대비	전년동기대비
매출액	235	230	226	-4.0	-1.9	18.1
영업이익	72		73	1.5		14.2
세전이익	79		74	-6.3		2.0
순이익	65	59	56	-13.9	-5.7	-3.5

* K-IFRS 연결기준

자료: 에프엔가이드, 키움증권 리서치센터

분기별 실적 추정

(단위 : 억원, %)

	2016				2017E				증감률(YoY)			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q (P)	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
매출액	159	177	191	211	176	193	226	244	11.0	9.2	18.1	15.8
영업이익	53	54	64	61	58	60	73	71	8.8	11.8	13.8	15.1
세전이익	55	54	72	58	57	64	74	69	4.2	19.0	2.0	18.6
순이익	45	45	58	46	46	50	56	65	3.8	11.8	-3.5	39.5
매출액영업이익률	33.7	30.6	33.6	29.1	33.0	31.3	32.4	29.0	-	-	-	-
매출액경상이익률	34.6	30.6	37.8	27.6	32.4	33.4	32.7	28.2	-	-	-	-

* K-IFRS 연결기준

자료: 인터로조, 키움증권 리서치센터

제품별 실적 추이

(억원, %)

사업부	3Q 16	2Q 17	3Q 17P	QoQ	YoY	비중
내수	89	79	99	26	11.4	44
1-Day disposable	82	73	86	17	4.9	38
1-Day Clear	16	24	23	-7	41.6	10
1-Day Beauty	66	49	63	29	-4.1	28
기타	7	6	10	69	33.1	4
수출	102	114	127	11	23.9	56
유럽	45	47	53	15	17.9	24
중동	35	33	34	3	-1.5	15
일본	7	22	17	-21	137.8	8
중국	4	3	5	40	27.2	2
기타(아시아/북미/남미 및 아프리카)	11	9	17	89	53.5	7
합계	191	193	226	17	18.1	100

자료: 인터로조, 키움증권 리서치센터

4가지 요소 기술의 확보와 유기적 통합이 핵심 경쟁력

원료개발
및 배합

- Ultra 水 등 원료배합 기술을 통한 친수성 강화
- 산소투과성을 보완한 Silicone-Hydrogel 렌즈 제조

공정기술
(양산설비)

- 5Mold 분리기술 확보로 사이클타임 단축
- 자동비전검사를 통한 수율 향상

정밀
금형기술

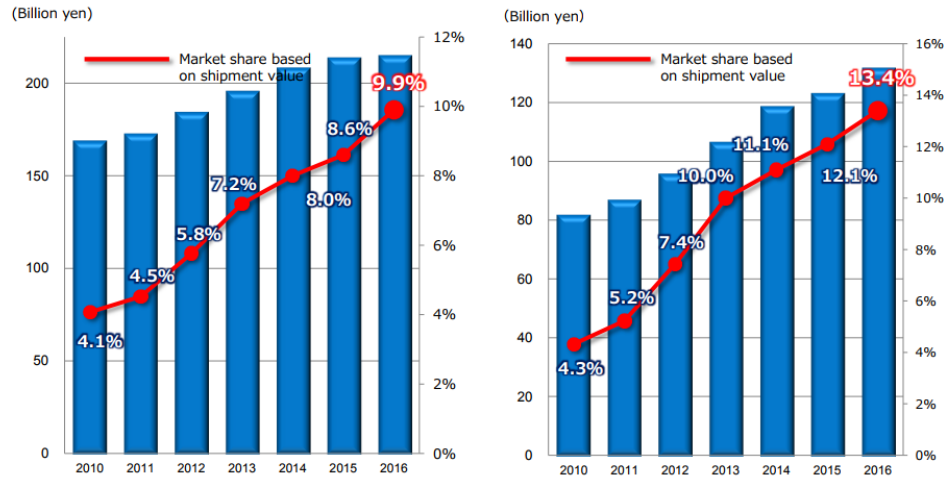
- 일체형 금형 제작 및 디자인 기술
- 카세트금형으로 금형교체시간 단축

HD design
technology

- High-Definition 디자인 설계기술
- 선명하고 깨끗한 시야와 편안함을 제공

자료: 인터로조, 키움증권 리서치센터

일본 렌즈 시장, 특히 원데이 시장은 지속적으로 성장



자료: SEED, 키움증권 리서치센터

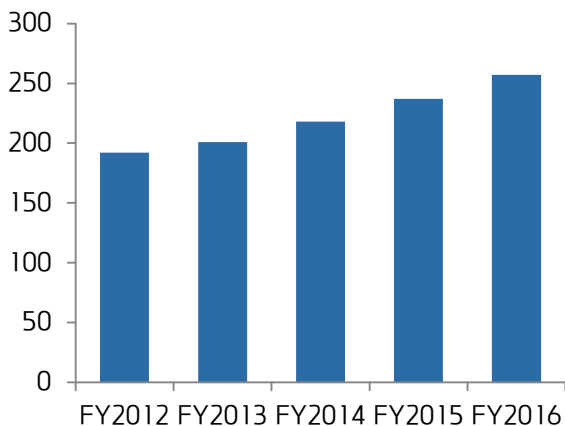
호야와의 ODM계약으로
새로운 성장 원년의
시작이 될 것

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.

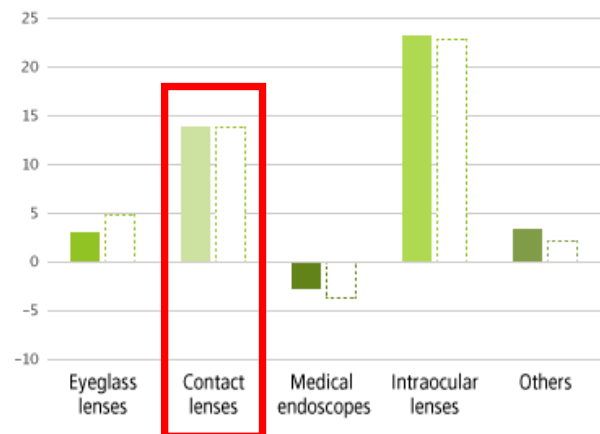
일본 시장에서 메이저 플레이어인 Johnson & Johnson은 이전 자사의 온라인 유통업체와의 계약을 철회하고 자체 온라인 사업을 시작하면서 제품 가격을 인상하게 되었고 이는 일본 콘택트 렌즈 유통업자들에게 기회가 될 것으로 동사에게도 기회 요인이 될 것으로 기대한다.

일본 내 Eyecity 매장 수 지속적으로 증가



자료: HOYA, 키움증권 리서치센터

HOYA Life Care 사업군 성장 이끈 렌즈 유통



포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	596	737	839	960	1,108
매출원가	264	308	345	392	448
매출총이익	331	430	494	568	660
판매비및일반관리비	168	196	231	269	308
영업이익(보고)	163	233	262	298	352
영업이익(핵심)	163	233	262	298	352
영업외손익	-9	6	2	3	4
이자수익	2	3	3	3	4
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	9	11	11	11	11
이자비용	3	2	2	2	2
외환손실	4	6	10	10	10
관계기업지분손익	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	264	301	356
법인세비용	28	46	47	54	65
유호법인세율 (%)	18.3%	19.2%	17.7%	17.9%	18.3%
당기순이익	126	193	217	248	291
지배주주지분순이익(억원)	126	193	217	248	291
EBITDA	200	275	300	337	392
현금순이익(Cash Earnings)	163	236	255	287	331
수정당기순이익	136	194	217	248	291
증감율(% YoY)					
매출액	31.1	23.8	13.8	14.4	15.4
영업이익(보고)	85.7	43.1	12.5	13.7	18.0
영업이익(핵심)	85.7	43.1	12.5	13.7	18.0
EBITDA	66.0	37.3	9.2	12.3	16.2
지배주주지분 당기순이익	71.0	53.6	12.4	13.9	17.4
EPS	70.2	53.3	12.4	13.9	17.4
수정순이익	84.3	43.2	11.9	13.9	17.4

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	171	151	387	319	315
당기순이익	126	193	217	248	291
감가상각비	37	41	37	38	39
무형자산상각비	1	1	1	1	1
외환손익	-2	-7	-1	-1	-1
자산처분손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-32	-90	132	32	-16
기타	41	12	1	1	1
투자활동현금흐름	-132	-113	-67	-69	-74
투자자산의 처분	-31	-55	-18	-22	-26
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	301	232	222
기초현금및현금성자산	53	83	61	361	594
기말현금및현금성자산	83	61	361	594	816
Gross Cash Flow	202	241	255	287	331
Op Free Cash Flow	47	81	336	268	264

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	487	624	808	1,105	1,406
현금및현금성자산	83	61	361	594	816
유동금융자산	55	120	136	156	180
매출채권및유동채권	228	307	155	178	205
재고자산	121	136	155	177	204
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	440	446	461	474	486
장기매출채권및기타비유동채권	6	15	17	20	23
투자자산	24	12	13	15	18
유형자산	389	396	409	419	428
무형자산	4	8	7	6	5
기타비유동자산	16	15	14	13	12
자산총계	927	1,070	1,269	1,578	1,892
유동부채	145	161	162	242	284
매입채무및기타유동채무	52	55	63	125	144
단기차입금	5	0	0	1	1
유동성장기차입금	27	39	39	39	39
기타유동부채	60	67	60	78	100
비유동부채	41	2	3	3	3
장기매입채무및비유동채무	2	2	3	3	3
사채및장기차입금	39	0	0	0	0
기타비유동부채	0	0	0	0	0
부채총계	186	163	165	245	287
자본금	54	54	54	54	54
주식발행초과금	116	116	116	116	116
이익잉여금	575	756	954	1,182	1,454
기타자본	-4	-19	-19	-19	-19
지배주주지분자본총계	741	906	1,105	1,333	1,605
비지배주주지분자본총계	0	0	0	0	0
자본총계	741	906	1,105	1,333	1,605
순차입금	-67	-142	-459	-710	-956
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	2,017	2,297	2,698
BPS	6,875	8,412	10,250	12,371	14,894
주당EBITDA	1,863	2,553	2,787	3,131	3,637
CFPS	1,519	2,186	2,370	2,660	3,068
DPS	120	180	180	180	180
주가배수(배)					
PER	32.5	21.2	18.8	16.5	14.1
PBR	5.5	4.5	3.7	3.1	2.6
EV/EBITDA	20.1	14.4	12.1	10.0	8.0
PCFR	25.0	17.4	16.0	14.3	12.4
수익성(%)					
영업이익률(보고)	27.3	31.6	31.3	31.1	31.8
영업이익률(핵심)	27.3	31.6	31.3	31.1	31.8
EBITDA margin	33.6	37.3	35.8	35.1	35.4
순이익률	21.1	26.2	25.9	25.8	26.3
자기자본이익률(ROE)	18.6	23.5	21.6	20.3	19.8
투자자본이익률(ROIC)	21.7	27.5	31.9	40.5	47.6
안정성(%)					
부채비율	25.1	18.0	14.9	18.4	17.9
순차입금비율	-9.0	-15.6	-41.5	-53.2	-59.6
이자보상배율(배)	60.6	154.2	173.5	192.4	227.1
활동성(배)					
매출채권회전율	2.8	2.8	3.6	5.8	5.8
재고자산회전율	5.2	5.7	5.8	5.8	5.8
매입채무회전율	13.8	13.8	14.3	10.3	8.3

Compliance Notice

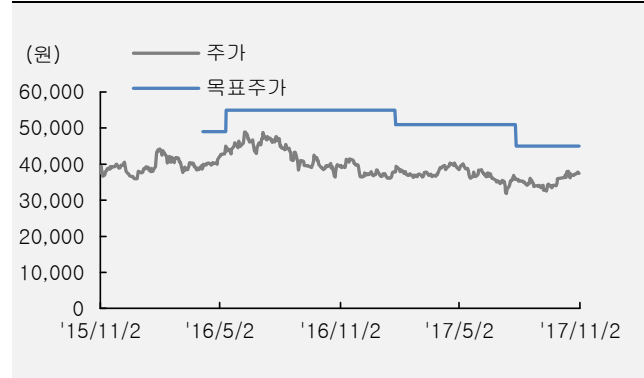
- 당사는 11월 1일 현재 '인터로조' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 사원	과리율	
					평균 주가대비	최고 주가대비
인터로조 (119610)	2016/05/02	BUY(Initiate)	49,000원	-12.43	-8.16	-13.88
	2016/05/12	BUY(Maintain)	55,000원	-19.00	-16.45	-22.18
	2016/05/31	BUY(Maintain)	55,000원	-16.32	-11.00	-22.18
	2016/08/03	BUY(Maintain)	55,000원	-21.26	-11.00	-33.73
	2016/11/02	BUY(Maintain)	55,000원	-21.63	-11.00	-33.73
	2016/11/21	BUY(Maintain)	55,000원	-31.72	-25.18	-34.36
	2017/01/25	BUY(Maintain)	51,000원	-25.50	-20.88	-28.73
	2017/05/02	BUY(Maintain)	51,000원	-26.76	-20.88	-37.55
	2017/07/28	BUY(Maintain)	45,000원	-23.35	-19.78	-27.67
	2017/09/18	BUY(Maintain)	45,000원	-21.68	-15.44	-27.67
	2017/11/02	BUY(Maintain)	45,000원			

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비+20%이상주가상승예상
Outperform(시장수익률상회)	시장대비+10~+20%주가상승예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비+10~-10%주가변동예상
Underperform(시장수익률하회)	시장대비-10~-20%주가하락예상
Sell(매도)	시장대비-20%이하주가하락예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight(비중확대)	시장대비+10%이상초과수익예상
Neutral(중립)	시장대비+10~-10%변동예상
Underweight(비중축소)	시장대비-10%이상초과하락예상

투자등급 비율 통계 (2016/10/01~2017/09/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	152	93.25%
중립	10	6.13%
매도	1	0.61%