



BUY(Maintain)

목표주가: 56,000원
주가(2/8): 42,350원

시가총액: 4,653억원

헬스케어

Analyst 이지현

02) 3787-4776 geehyun@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (2/8)		861.94pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	47,850원	31,243원
등락률	-11.49%	35.55%
수익률	절대	상대
1W	10.7%	7.8%
1M	23.4%	-6.7%
1Y	15.1%	-18.7%

Company Data

발행주식수	10,776천주
일평균 거래량(3M)	51천주
외국인 지분율	18.17%
배당수익률(17E)	0.47%
BPS(17E)	9,989원
주요 주주	노시철 외 6인 38.73%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017P	2018E	2019E
매출액	737	806	998	1,261
보고영업이익	233	242	307	421
핵심영업이익	233	242	307	421
EBITDA	275	280	348	463
세전이익	239	219	290	406
순이익	193	189	241	336
지배주주지분순이익	193	189	241	336
EPS(원)	1,795	1,756	2,238	3,123
증감률(%YoY)	53.3	-2.2	27.5	39.5
PER(배)	21.2	21.6	17.0	12.2
PBR(배)	4.5	3.8	3.2	2.5
EV/EBITDA(배)	14.4	13.1	9.9	6.9
보고영업이익률(%)	31.6	30.1	30.8	33.4
핵심영업이익률(%)	31.6	30.1	30.8	33.4
ROE(%)	23.5	19.1	20.3	23.1
순부채비율(%)	-15.6	-39.1	-49.8	-56.4

Price Trend



인터로조(119610)

자체브랜드와 ODM 두가지 엔진으로 부스팅



동사는 전일 장 중 잠정 실적을 발표했습니다. 환율 효과와 일시적 원인으로 외형과 이익율이 부진한 실적이었습니다. 하지만 내부적 공정 효율화 등을 통해 올해부터 도약의 원년이 될 것으로 판단합니다. 국내외로 신제품 출시와 건실한 거래처 확보는 향후 성장 동력이 될 것으로 판단하며 투자 의견 매수 유지하고 목표가를 상향합니다.

>>> 목표가 56,000원 상향, 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 능력보유를 통해 이익율 향상될 것이고, 3) 올해 국내외 신제품 출시를 통한 성장을 지속할 것으로 보이기 때문이다. 향후 성장동력을 아시아 시장에서 마련할 것으로 판단하며 자체적 브랜드와 ODM제품을 동시에 보유하며 성장하기 때문에 아시아 렌즈 유통 업체들(30.76x)과 제조업체들(22.5x)의 Valuation 대비 합당한 FwPER 25x를 산정한 목표주가는 합당하다고 판단한다.

>>> 4분기 외형 0.3% 증가, 이익은 17.8% 감소

4분기 매출액은 전년동기대비 0.3% 증가한 211.2억원을 기록하였다. 내수 시장은 신제품 출시 등으로 견조한 흐름을 보였으나 유럽형 패키지 변화 등의 일시적인 요인으로 매출이 감소하였고 정치적 문제 등으로 중동형 매출도 역성장하였다. 중동형 매출은 불확실성이 보이지만 올해 유럽형 신제품 출시가 하반기에 기대되고 있어 기존 성장세를 유지할 수 있을 것으로 기대한다. 일본 호야향 매출 크기가 아직 크지 않은 상태에서 일본향 매출이 성장세를 보인다는 점은 기존 유통망으로도 성장이 유효하며 향후에도 해외 두 자릿수 외형 성장은 거뜬할 것으로 판단한다. 환율 영향에 따른 이익율이나 외형 성장의 영향은 있었으나 이는 일시적인 것으로 방향성은 우상향할 것으로 보인다.

>>> 내실을 바탕으로 다시 한번 도약 기대

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/OEM렌즈 납품 업체인 St.Shine의 전체 매출 중 과반수를 차지하고 있는 일본향 매출 성장율을 보건데 전세계 글로벌 렌즈 시장보다 더 성장이 크기 때문이다.

4분기 잠정실적과 예상치 비교

(억원, %)

	4Q 17(P)			변동률		
	기존전망	컨센서스	잠정실적	기존전망대비	컨센서스대비	전년동기대비
매출액	276	243	211	-23.4	-12.9	0.3
영업이익	72		50	-30.1		-17.8
세전이익	70		46	-34.6		-20.6
순이익	49	55	40	-17.5	-26.9	-13.0

* K-IFRS 연결기준

자료: 에프엔가이드, 키움증권 리서치센터

제품별 실적 추이

(억원, %)

사업부	4Q 16	3Q 17	4Q 17P	QoQ	YoY	비중
내수	90	99	94	-6	4.3	44
1-Day disposable	83	83	82	-1	-0.9	39
1-Day Clear	16	23	11	-53	-31.2	5
1-Day Beauty	67	63	71	13	6.2	34
기타	7	16	11	-31	68.8	5
수출	121	127	118	-7	-2.7	56
유럽	45	53	38	-30	-16.9	18
중동	40	34	26	-23	-33.7	12
일본	23	17	32	87	40.4	15
중국	5	5	11	135	139.3	5
기타(아시아/북미/남미 및 아프리카)	8	17	10	-38	24.5	5
합계	211	226	211	-6	0.3	100

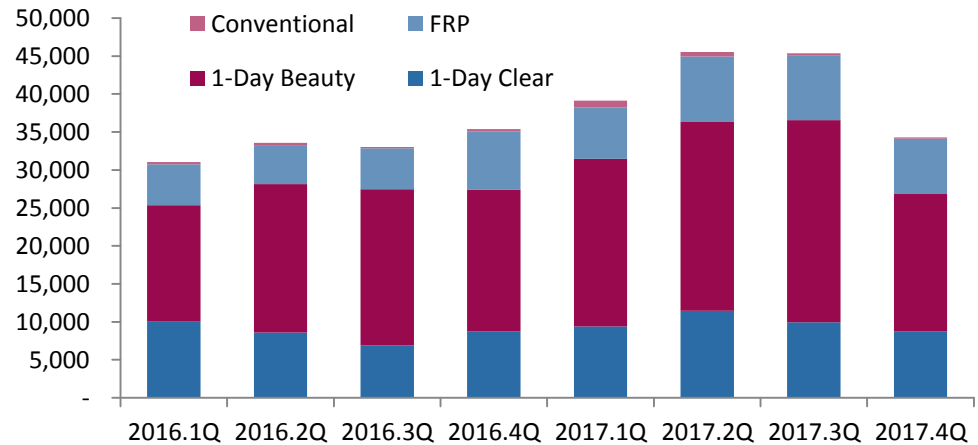
자료: 인터로조, 키움증권 리서치센터

4가지 요소 기술의 확보와 유기적 통합이 핵심 경쟁력

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

자료: 인터로조, 키움증권 리서치센터

올해 생산수량 꾸준히 증가세



자료: 인터로조, 키움증권 리서치센터

내부적 생산 효율화로
생산 가능 수량 증가는
향후 시장 확대 수요를
충족시킬 수 있을 것

효율적인 판관비 통제를 위해 공장 자동화를 작년부터 시작했다. 현재 공정의 대부분이 자동화로 업그레이드가 완료되었고 이를 통해 이익율 향상과 생산 가능 수량을 향상시킬 수 있을 것으로 추정한다. 필요하다면 현재 3공장도 부지는 확보되었기 때문에 증설이 가능하다. 지난해 공정 개선을 통해 생산이 원활해짐에 따라 3공장 증설은 내년 상반기부터 착수할 수 있을 것으로 판단한다. 올해 외형 증가와 동시에 작년 말 인증 받은 태국 등 신흥 시장 개척에 따른 수요를 공정 효율화와 생산 가능 수량 증가를 통해 충족시킬 수 있다는 점은 향후 성장성에 긍정적으로 판단한다. 매출 확대에 따른 이익율 향상은 더 빠르게 이루어질 수 있다는 점을 감안하면 동사에 부여하는 프리미엄은 합당하다고 판단한다.

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	596	737	806	998	1,261
매출원가	264	308	342	420	526
매출총이익	331	430	465	578	735
판매비및일반관리비	168	196	222	271	314
영업이익(보고)	163	233	242	307	421
영업이익(핵심)	163	233	242	307	421
영업외손익	-9	6	-23	-17	-16
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	35	30	30
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	219	290	406
법인세비용	28	46	30	49	69
유효법인세율 (%)	18.3%	19.2%	13.7%	16.9%	17.0%
당기순이익	126	193	189	241	336
지배주주지분순이익(억원)	126	193	189	241	336
EBITDA	200	275	280	348	463
현금순이익(Cash Earnings)	163	236	227	282	378
수정당기순이익	136	194	189	241	336
증감율(% YoY)					
매출액	31.1	23.8	9.4	23.8	26.3
영업이익(보고)	85.7	43.1	4.0	26.6	37.3
영업이익(핵심)	85.7	43.1	4.0	26.6	37.3
EBITDA	66.0	37.3	1.9	24.0	33.1
지배주주지분 당기순이익	71.0	53.6	-2.2	27.5	39.5
EPS	70.2	53.3	-2.2	27.5	39.5
수정순이익	84.3	43.2	-2.6	27.5	39.5

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	171	151	369	296	335
당기순이익	126	193	189	241	336
감가상각비	37	41	37	40	41
무형자산상각비	1	1	1	1	1
외환손익	-2	-7	24	19	19
자산처분손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-32	-90	141	13	-43
기타	41	12	-24	-19	-19
투자활동현금흐름	-132	-113	-81	-81	-94
투자자산의 처분	-31	-55	-12	-34	-47
유형자산의 처분	0	0	0	0	0
유형자산의 취득	-91	-48	-70	-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	268	196	222
기초현금및현금성자산	53	83	61	329	525
기말현금및현금성자산	83	61	329	525	746
Gross Cash Flow	202	241	227	282	378
Op Free Cash Flow	47	81	319	261	300

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	487	624	758	1,056	1,418
현금및현금성자산	83	61	329	525	746
유동금융자산	55	120	131	162	205
매출채권및유동채권	228	307	149	185	233
재고자산	121	136	149	184	233
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	440	446	480	493	508
장기매출채권및기타비유동채권	6	15	17	21	26
투자자산	24	12	13	16	20
유형자산	389	396	429	437	444
무형자산	4	8	7	6	5
기타비유동자산	16	15	14	13	12
자산총계	927	1,070	1,238	1,549	1,926
유동부채	145	161	159	248	306
매입채무및기타유동채무	52	55	60	130	164
단기차입금	5	0	0	1	1
유동성장기차입금	27	39	39	39	39
기타유동부채	60	67	60	78	102
비유동부채	41	2	2	3	4
장기매입채무및비유동채무	2	2	2	3	4
사채및장기차입금	39	0	0	0	0
기타비유동부채	0	0	0	0	0
부채총계	186	163	161	251	310
자본금	54	54	54	54	54
주식발행초과금	116	116	116	116	116
이익잉여금	575	756	926	1,148	1,465
기타자본	-4	-19	-19	-19	-19
지배주주지분자본총계	741	906	1,076	1,299	1,616
비지배주주지분자본총계	0	0	0	0	0
자본총계	741	906	1,076	1,299	1,616
순차입금	-67	-142	-421	-647	-912
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	1,756	2,238	3,123
BPS	6,875	8,412	9,989	12,051	14,997
주당EBITDA	1,863	2,553	2,602	3,228	4,295
CFPS	1,519	2,186	2,109	2,618	3,508
DPS	120	180	180	180	180
주가배수(배)					
PER	32.5	21.2	21.6	17.0	12.2
PBR	5.5	4.5	3.8	3.2	2.5
EV/EBITDA	20.1	14.4	13.1	9.9	6.9
PCFR	25.0	17.4	18.0	14.5	10.8
수익성(%)					
영업이익률(보고)	27.3	31.6	30.1	30.8	33.4
영업이익률(핵심)	27.3	31.6	30.1	30.8	33.4
EBITDA margin	33.6	37.3	34.8	34.9	36.7
순이익률	21.1	26.2	23.5	24.2	26.7
자기자본이익률(ROE)	18.6	23.5	19.1	20.3	23.1
투자자본이익률(ROIC)	21.7	27.5	30.7	40.9	54.2
안정성(%)					
부채비율	25.1	18.0	15.0	19.3	19.2
순차입금비율	-9.0	-15.6	-39.1	-49.8	-56.4
이자보상배율(배)	60.6	154.2	160.4	197.9	271.7
활동성(배)					
매출채권회전율	2.8	2.8	3.5	6.0	6.0
재고자산회전율	5.2	5.7	5.7	6.0	6.0
매입채무회전율	13.8	13.8	14.0	10.5	8.6

Compliance Notice

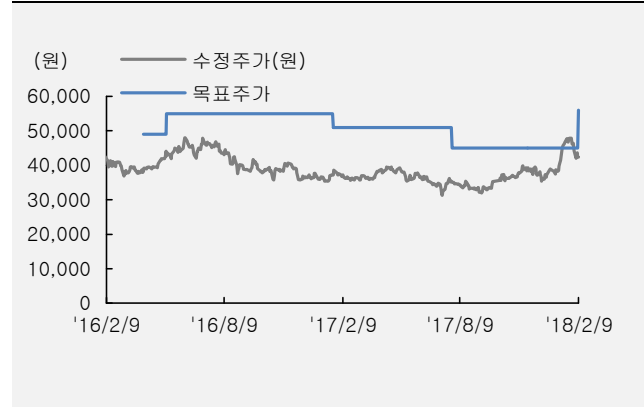
- 당사는 2월 8일 현재 '인터로조' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자 의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율	
					평균 주가대비	최고 주가대비
인터로조 (119610)	2016/05/02	BUY(Initiate)	49,000원	6개월	-14.10	-9.91
	2016/05/12	BUY(Maintain)	55,000원	6개월	-20.54	-18.05
	2016/05/31	BUY(Maintain)	55,000원	6개월	-17.92	-12.70
	2016/08/03	BUY(Maintain)	55,000원	6개월	-22.77	-12.70
	2016/11/02	BUY(Maintain)	55,000원	6개월	-23.13	-12.70
	2016/11/21	BUY(Maintain)	55,000원	6개월	-33.02	-26.61
	2017/01/25	BUY(Maintain)	51,000원	6개월	-26.92	-22.39
	2017/05/02	BUY(Maintain)	51,000원	6개월	-28.16	-22.39
	2017/07/28	BUY(Maintain)	45,000원	6개월	-24.81	-21.31
	2017/09/18	BUY(Maintain)	45,000원	6개월	-23.18	-17.06
	2017/11/02	BUY(Maintain)	45,000원	6개월	-18.07	6.33
	2018/02/09	BUY(Maintain)	56,000원			

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자 의견 및 적용기준

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

투자등급 비율 통계 (2017/01/01~2017/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	159	95.21%
중립	7	4.19%
매도	1	0.61%