

인터로조 (119610)

스몰캡



권명준

02 3770 5587
myoungchun.kwon@yuantakorea.com

투자의견	BUY (U)
목표주가	34,850원 (U)
현재주가 (11/21)	26,250원
상승여력	33%

시가총액	3,469억원
총발행주식수	13,216,478주
60일 평균 거래대금	8억원
60일 평균 거래량	30,092주
52주 고	34,600원
52주 저	24,000원
외인지분율	7.97%
주요주주	노시철 외 24 인 35.07%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	5.2	(10.6)	(4.2)
상대	(1.2)	1.3	39.0
절대(달려환산)	13.0	(11.5)	(15.3)

작년도, 올해도, 내년도 사상 최대 실적 전망

신규 거래선 확대

인터로조는 콘택트렌즈 제조 및 판매하는 기업이다. 수출을 중심으로 꾸준한 실적 성장세를 보이고 있다. 수출액 기준으로 최근 5년간(2016~2021년) 연평균 14.3% 성장했다. 수출 비중은 2016년 50%대 초반에서 올해는 70%(22년 3분기 누적 기준 73.7%)를 상회할 것으로 예상된다. 수출 국가 증가 및 수출국가 내 거래처 확대, 점유율 상승, 제품 라인업 확대 등을 통해 수출 성장세가 이어질 것으로 전망된다.

4분기, 3공장 효과 본격화

동사의 제3공장이 2021년에 완공, 올해는 생산라인 구축 및 확대하고 있다. 다음과 같은 효과가 기대된다. 첫째, 생산량 증대에 따른 규모의 경제효과, 둘째, 해외 고객사별 맞춤형 라인 구축을 통한 고객사 대상 품목 확대 및 M/S 상승, 셋째, 스마트팩토리 시스템 도입을 통한 수익성 개선 등이 있다. 2022년 3분기말이후 제3공장에서 안정적인 수율이 확보되고 있다. 4분기부터 관련 효과를 확인할 수 있다.

투자의견 BUY, 목표주가 34,850원으로 커버리지 개시

2022년 예상 실적은 매출액 1,338억원, 영업이익 334억원으로 각각 전년대비 14.5%, 18.4% 성장을 전망한다. 작년에 이어 올해도 사상 최대 실적을 경신할 것으로 예상된다. 2023년에도 해외 매출 국가 확대 및 매출처 확대, 제3공장 효과 본격화 영향으로 성장세가 이어질 것으로 기대된다. 현재 주가는 2022년 전망 기준 PER 12.1배로 최근 5년 중 가장 낮은 수준이다. 매력적인 구간이라고 판단된다.

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

계산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F
매출액	882	1,168	1,338	1,605
영업이익	151	282	334	392
지배순이익	115	190	286	298
PER	23.5	16.8	12.1	11.6
PBR	1.9	1.8	1.6	1.5
EV/EBITDA	12.0	8.6	8.3	7.3
ROE	8.7	12.2	15.1	14.2

자료: 유안타증권

투자의견 BUY, 목표주가 34,850원 제시

인터로조의 투자의견 BUY, 목표주가 34,850원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2022년 추정 EPS 2,164원에 동사의 지난 5년간의 PER의 하단인 16.1배를 적용하여 목표주가를 산정하였다.

2022년 예상 실적은 매출액 1,338억원, 영업이익 334억원으로 각각 전년대비 14.5%, 18.4% 성장할 것으로 전망된다. 2023년 예상 매출액은 전년대비 20.0% 성장한 1,605억원, 영업이익은 17.6% 성장한 392억원으로 전망한다.

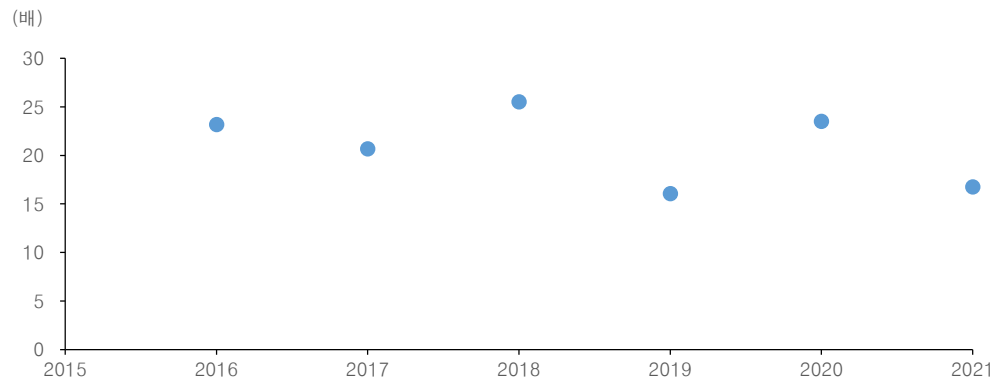
동사의 최근 5년간 PER은 16.1배~25.5배에서 형성되었다. 매출처 확대 지속 및 신규 공장 효과 본격화 등으로 실적 성장 기대감이 높다는 점에서 최근 5개년 PER 하단은 합리적인 수준이라고 판단된다.

[표 1] 인터로조 목표주가 산정

		참조
22년 예상 지배순이익(억원)	286	
총발행주식주(만주)	1,322	
2022년 예상 EPS(원)	2,164	
Target PER(배)	16.1	동사의 5년 평균 PER 하단
적정주가(원)	34,850	
현재주가(원)	26,250	
상승여력(%)	32.8	

자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] PER 추이: 6년(2016~2021) 평균 13.6 배, 10년(2012~2021) 평균 21.0 배



자료: 인터로조, 유안타증권 리서치센터

회사 개요

인터로조는 콘택트렌즈 제조 및 판매하는 기업으로 자체브랜드와 ODM을 동시에 영위하고 있다. 2010년 상장 이후에도 해외 수출 확대를 중심으로 꾸준한 성장세를 보이고 있다.

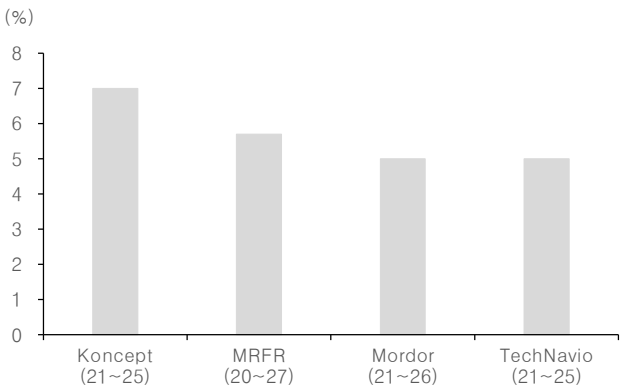
업계에 따르면, 전세계 콘택트렌즈의 시장규모는 약 12조원으로 추정되며, 매년 5% 내외의 성장세가 이어지는 것으로 추정된다. 일회용 렌즈 시장 성장은 Q의 성장, 실리콘 제품 점유율 확대는 P의 성장을 견인하고 있다.

단일 국가 기준으로는 미국, 일본, 중국, 영국 순의 순위를 보이고 있으며, 성장세를 감안 시 2025년 이전에 중국이 글로벌 No.1 국가가 될 것으로 예상되고 있다. 즉, 북미, 유럽에서 아시아 지역으로 산업 내 무게중심이 이동하고 있다. 기업별로는 글로벌 브랜드사와 ODM사가 혼재되어 있으며, 존슨&존슨 등 글로벌 상위 4개사가 70%를 차지하는 과점적 성향을 보이고 있다.

북미/유럽과 아시아/중동의 콘택트렌즈 산업에서 차별적인 모습을 보이고 있다는 특징도 있다. 북미와 유럽은 투명(Clear)렌즈가 전체 시장의 90% 이상이며, 산소 투과율이 높은 실리콘 제품 비중이 높다. 반면 아시아와 중동은 컬러렌즈 비중(40~60%)이 높으며, 실리콘 제품의 비중이 확대되는 초기 국면이다. 미국과 유럽은 시력교정, 아시아와 중동은 美가 콘택트렌즈 산업에서 중요한 선택조건의 역할을 하고 있음을 알 수 있다. 중국에서 전체의 50%가 컬러렌즈인 점을 감안 시 컬러렌즈 기술력 보유 여부가 산업 내 성장의 열쇠이다.

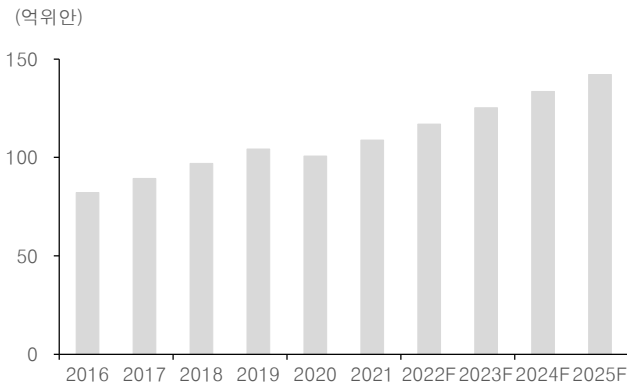
동사는 일본, 중국 등 아시아 매출 비중이 높으며, 자사 브랜드와 ODM 사업을 동시에 영위하고 있다. 또한, 컬러렌즈에 강점을 가지고 있으며, 실리콘 소재 제품 라인업을 보유하고 있다는 점에서 시장 상황에 잘 대응하고 있는 기업이라고 판단된다.

글로벌 콘택트렌즈 시장 5% 이상 성장 전망



자료: 연론보도, 유안타증권 리서치센터

중국 콘택트렌즈 연평균 6.9% 성장 전망



자료: 유로모니터, 유안타증권 리서치센터

4분기, 신공장 효과 본격화

해외 매출처 다변화에도 불구하고 시장 기대보다 성장세가 낮은 이유는 신규 공장인 3공장의 수율 전망이 예상보다 하회하였기 때문이다. 2021년 3공장을 완공했지만, 장비 입고의 지연 및 장비 안정화 시기 지연 등으로 예상보다 정상 가동 시기가 지연되었다. 3분기 말부터 제3공장 정상 가동되고 있다. 4분기부터 다음과 같은 신공장 효과가 본격적으로 발현될 것으로 기대된다.

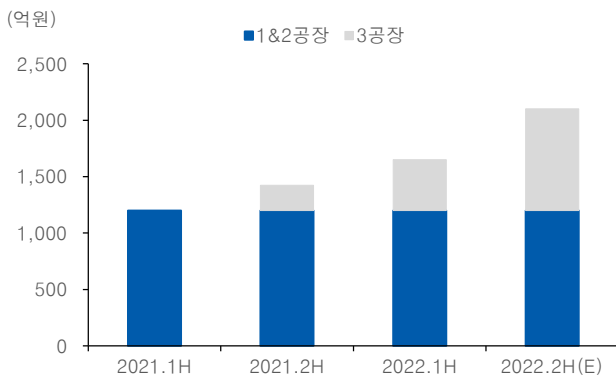
첫째, CAPA 확대이다. 기존 공장인 1&2공장의 CAPA는 1,200억원 내외인 반면 제3공장의 예상 CAPA는 1,500억원 이상으로 추정된다. 3공장은 총 20개 이상의 라인 설치가 가능한데, 2022년 상반기 6개를 구축했으며, 2022년 연말까지 12개 라인으로 확대될 예정이다. 산술적으로 연내 900억원 이상의 CAPA가 확대되어 1,2공장과 합산 CAPA가 연말 기준 2,000억원을 상회할 것이다.

동사는 자체 브랜드와 ODM 사업을 동시에 영위하고 있다. 자체 브랜드를 비롯하여 다수의 기업 및 브랜드를 통해 제품을 판매하고 있어 다양한 제품들을 제조해야 한다. 만약 한 개의 라인에서 여러 기업의 제품을 생산하려면 생산-가동 중단-재가동을 반복해야 한다. 효율성이 떨어질 수밖에 없다. CAPA 확대가 필수불가결한 이유이며, 이익률 개선이 기대되는 요인이다.

둘째, 생산성이 향상된다. 1, 2공장 대비 3공장의 라인수는 절반 수준임에도 불구하고 CAPA는 20% 이상 더 많다. 즉, 3공장의 라인당 생산성이 기존 공장 라인 대비 2배 이상 우수하다는 의미이다. 향후 1, 2공장의 라인 역시 자동화 라인으로 교체할 가능성이 높다고 판단된다.

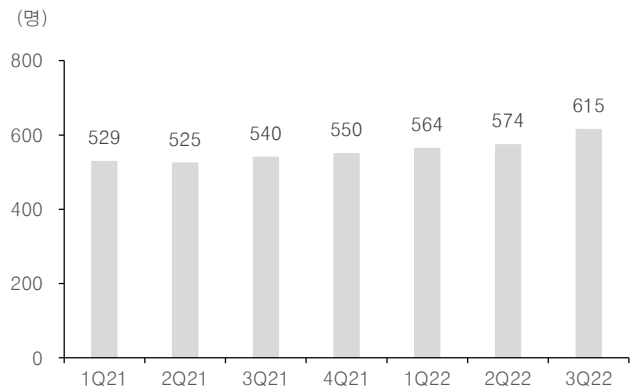
셋째, 제3공장은 자동화 공장(Smart Factory)이다. 다음의 장점을 가지고 있다. 인력 감소 효과가 있다. CAPA 확대에도 불구하고, 임직원수 증가는 제한적이다. 또한, 인력에 의해서 발생하는 불량률이 감소한다. 역시 이익률 개선 요소이다. 매출액 성장과 더불어 이익률 개선 효과가 4분기부터 확인될 것으로 기대된다.

제 3 공장 신설에 따른 CAPA 확대



자료: 유안타증권 리서치센터 추정

임직원수 추이



자료: 인터로조, 유안타증권 리서치센터

수출 비중 지속 성장

동사의 실적 성장을 견인하는 것은 수출이다. 상장 첫해인 2010년 수출액은 138억원에 불과했지만, 2019년 500억원을 돌파했으며, 올해는 800억원을 상회할 것으로 기대된다.

코로나19 영향이 있었음에도 불구하고 최근 5개년 수출액은 연평균 14.8%(2016~2021) 성장세를 보였다. 매출액 내 수출 비중도 상향되고 있다. 2016년 50%대 초반에서 올해는 70%를 상회할 전망이다. 2022년 3분기 누적으로 수출 비중은 73.7%에 달한다.

수출 국가 및 국가 내 거래처 확대, 점유율 상승, 해외 글로벌 Top-tier 급 OEM 업체와의 공급계약 등 국가별, 기업별 맞춤형 전략을 펼치고 있어 수출 성장세는 이어질 것으로 전망된다.

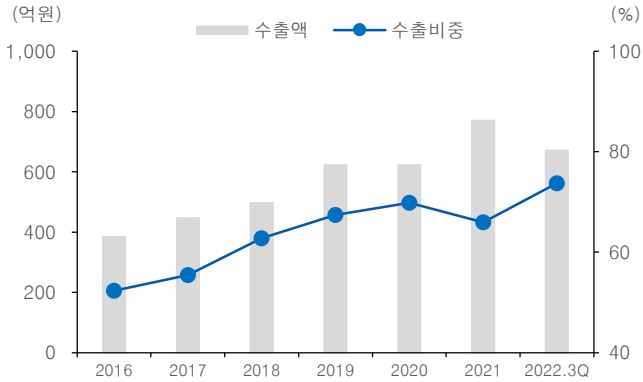
일본은 단일국가 기준으로 글로벌 2위 시장으로 수입의존도가 높은 국가이다. 일본 수출의 성장세가 두드러진다. 2022년 3분기 매출액은 130억원을 상회, 분기 사상 최대 실적을 달성했다. 컬러렌즈의 매출 성장세가 이어지고 있으며 2021년부터 클리어렌즈의 판매가 더해지면서 성장속도가 빨라지고 있다. Asia networks, From eyes, PIA 등의 고객사를 확보하고 있으며 2023년에는 추가적인 매출처가 확보될 예정이다.

유럽은 전세계 시장의 20%를 차지하고 있다. 유통회사에서 다양한 국가에 납품하는 경우가 많으며, 글로벌 브랜드와 로컬 ODM 브랜드가 혼재하는 시장이다. 수출은 주로 ODM/OEM으로 대응하고 있다는 점에서 기대되는 시장이다. 이탈리아, 독일 등 신규 고객사로부터 첫 수주를 받았으며, 기존 고객사로부터는 제품라인업이 확대되고 있다. 일본과 마찬가지로 추가적인 신규 거래처 확보도 추진 중이다.

중국은 코로나19로 인한 섯다운으로 최근 실적이 저조하다. 하지만 기대되는 시장이다. 전세계적으로 가장 빠르게 성장하는 국가이며, 동사의 주력 제품인 컬러렌즈의 비중이 높기 때문이다. 정상화가 된다면 유럽과 일본처럼 빠른 성장세가 기대된다.

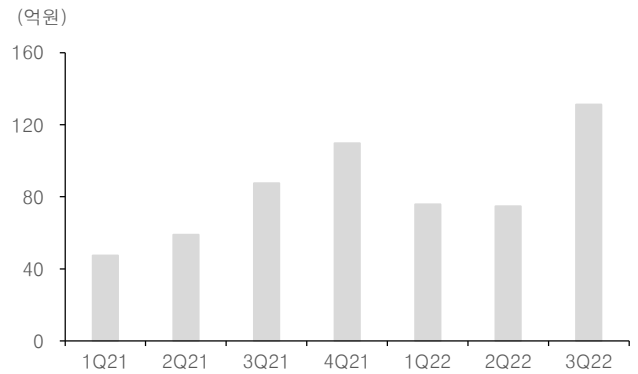
중국 현지기업과의 ODM계약, 글로벌 유통사를 통한 중국 시장 진출 모색 등 다양한 방법들이 시도되고 있다. 2023년 하반기 이후 가시적인 성과가 기대된다.

수출 비중 지속적인 상승세



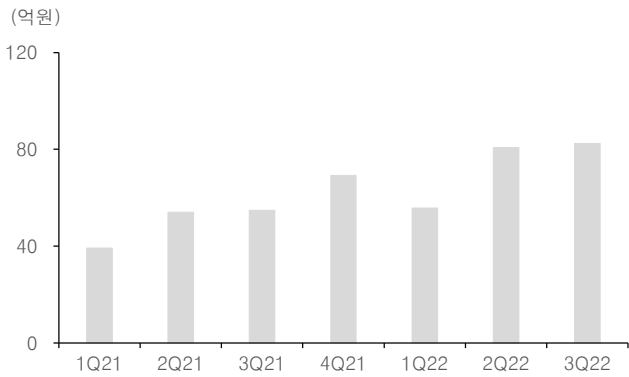
자료: 인터로조, 유안타증권 리서치센터추정

일본 수출 추이



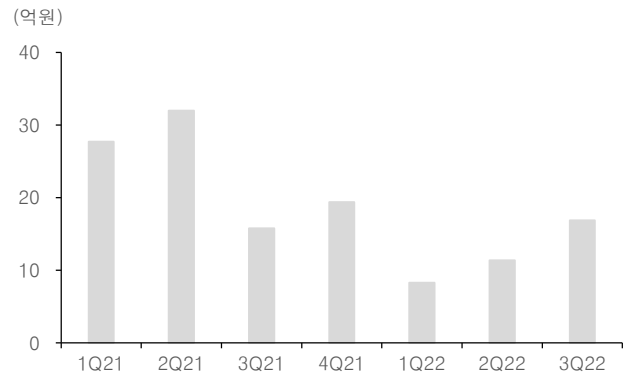
자료: 인터로조, 유안타증권 리서치센터

유럽 수출 추이



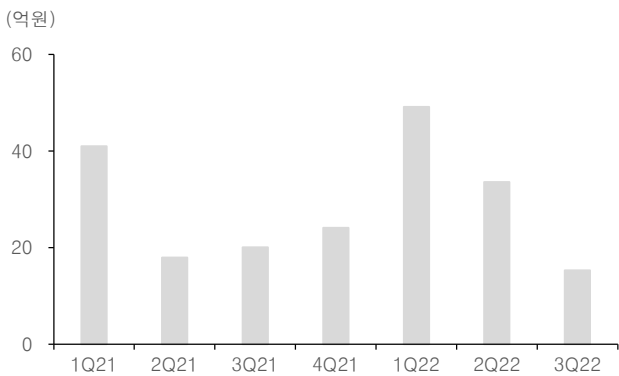
자료: 인터로조, 유안타증권 리서치센터

중국 수출 추이



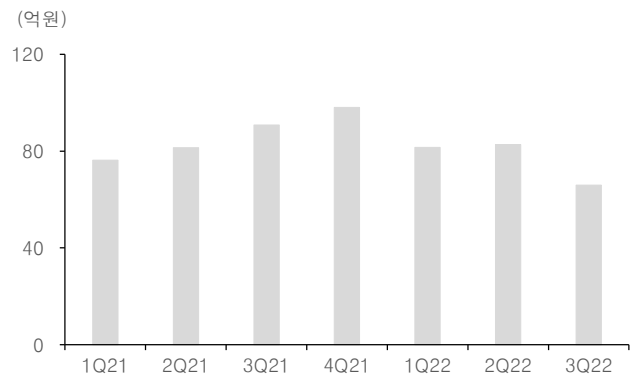
자료: 인터로조, 유안타증권 리서치센터

중동 수출 추이



자료: 인터로조, 유안타증권 리서치센터

국내 매출 추이



자료: 인터로조, 유안타증권 리서치센터

2022년 실적 전망

동사의 2022년 예상 실적은 매출액 1,338억원, 영업이익 334억원으로 전년대비 각각 14.5%, 18.4% 성장할 것으로 전망한다. 2023년은 매출액 1,605억원, 영업이익 392억원으로 전년대비 20.0%, 17.6% 성장할 것으로 예상한다. 2021년에 이어, 2022년, 2023년에도 사상 최대 실적을 경신할 것이다.

2022년 3분기 누적으로 매출액 912.9억원, 영업이익 223.9억원을 기록했다. 4분기는 3분기 대비 30% 이상의 성장이 예상된다. 4분기가 계절적 성수기이며, 3공장이 정상 가동됨에 따른 CAPA 확대효과가 본격적으로 확인된다.

일본과 유럽의 매출처 확대도 이어지고 있어 2023년에는 2022년보다 높은 성장률이 기대된다. 2024년 이후에는 중국과 미국으로의 진출 및 확대도 기대된다.

2022년 전망 기준 예상 PER은 12.1배, 2023년 전망 기준 예상 PER은 11.6배이다. 최근 5년간 가장 낮은 상황에 위치해 있다. 4분기부터 본격적인 성장세를 확인할 수 있다는 점에서 현재 주가는 매력적이며 매수 시점이라고 판단된다.

인터로조 (119610) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
매출액	926	882	1,168	1,338	1,605
매출원가	443	488	600	696	827
매출총이익	482	394	568	642	778
판매비	256	242	286	308	386
영업이익	226	151	282	334	392
EBITDA	291	228	368	407	457
영업외손익	-6	0	-15	52	5
외환관련손익	8	-11	29	73	28
이자손익	-5	-3	-8	-12	-15
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-9	14	-36	-9	-9
법인세비용차감전순이익	220	151	266	386	397
법인세비용	45	36	76	100	99
계속사업순이익	176	115	190	286	298
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	176	115	190	286	298
지배지분순이익	176	115	190	286	298
포괄순이익	176	116	186	286	298
지배지분포괄이익	176	116	187	286	298

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

결산 (12월)	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	235	170	143	206	189
당기순이익	176	115	190	286	298
감가상각비	63	75	83	72	64
외환손익	3	10	-11	-73	-28
중속, 관계기업관련손익	0	0	1	0	0
자산부채의 증감	-56	-41	-251	-152	-217
기타현금흐름	51	11	131	74	73
투자활동 현금흐름	-326	-161	-178	-86	-86
투자자산	0	0	-20	-20	-20
유형자산 증가 (CAPEX)	-159	-265	-107	0	0
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-167	104	-51	-66	-66
재무활동 현금흐름	97	25	45	61	61
단기차입금	-20	84	0	0	0
사채 및 장기차입금	200	33	85	125	125
자본	0	0	0	1	0
현금배당	-33	-33	-34	-56	-55
기타현금흐름	-50	-59	-7	-9	-9
연결범위변동 등 기타	0	0	-3	22	-22
현금의 증감	7	34	7	204	143
기초 현금	58	65	100	106	310
기말 현금	65	100	106	310	453
NOPLAT	226	151	282	334	392
FCF	76	-95	36	206	189

자료: 유안타증권

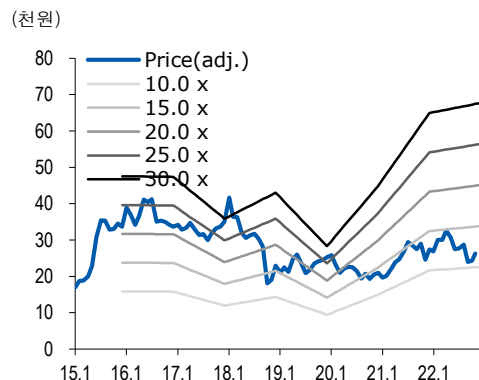
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

결산 (12월)	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
유동자산	1,090	1,045	1,282	1,587	1,951
현금및현금성자산	65	100	106	310	453
매출채권 및 기타채권	502	462	689	786	941
재고자산	214	258	278	334	401
비유동자산	721	897	1,037	984	938
유형자산	599	795	834	762	699
관계기업 등 지분관련자산	0	0	19	39	59
기타투자자산	48	32	110	110	110
자산총계	1,811	1,942	2,319	2,570	2,889
유동부채	450	551	384	280	288
매입채무 및 기타채무	82	90	115	121	128
단기차입금	0	84	85	85	85
유동성장기부채	0	40	0	0	0
비유동부채	46	42	161	286	411
장기차입금	40	33	73	113	153
사채	0	0	72	157	242
부채총계	497	592	545	566	699
지배지분	1,315	1,349	1,775	2,004	2,191
자본금	57	58	65	66	66
자본잉여금	137	137	402	402	402
이익잉여금	1,183	1,264	1,419	1,648	1,834
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,315	1,349	1,775	2,005	2,191
순차입금	-125	51	-17	-95	-113
총차입금	196	325	242	367	492

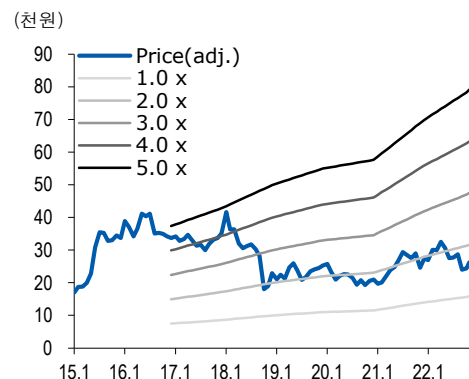
결산 (12월)	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
EPS	1,434	943	1,497	2,164	2,256
BPS	10,993	11,523	13,966	15,985	17,469
EBITDAPS	2,563	1,957	2,947	3,081	3,461
SPS	7,561	7,204	9,180	10,120	12,144
DPS	278	286	442	442	442
PER	16.1	23.5	16.8	12.1	11.6
PBR	2.1	1.9	1.8	1.6	1.5
EV/EBITDA	9.2	12.0	8.6	8.3	7.3
PSR	3.0	3.1	2.7	2.6	2.2

결산 (12월)	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
매출액 증가율 (%)	16.5	-4.7	32.4	14.5	20.0
영업이익 증가율 (%)	32.1	-33.1	86.0	18.4	17.6
지배순이익 증가율 (%)	20.3	-34.2	65.0	50.2	4.2
매출총이익률 (%)	52.1	44.6	48.6	48.0	48.5
영업이익률 (%)	24.4	17.2	24.1	24.9	24.4
지배순이익률 (%)	19.0	13.1	16.3	21.4	18.6
EBITDA 마진 (%)	31.4	25.9	31.5	30.4	28.5
ROIC	17.2	9.6	14.2	15.3	16.5
ROA	10.7	6.2	8.9	11.7	10.9
ROE	13.9	8.7	12.2	15.1	14.2
부채비율 (%)	37.8	43.9	30.7	28.2	31.9
순차입금/자기자본 (%)	-9.5	3.8	-0.9	-4.8	-5.2
영업이익/금융비용 (배)	26.9	21.8	26.5	22.9	14.7

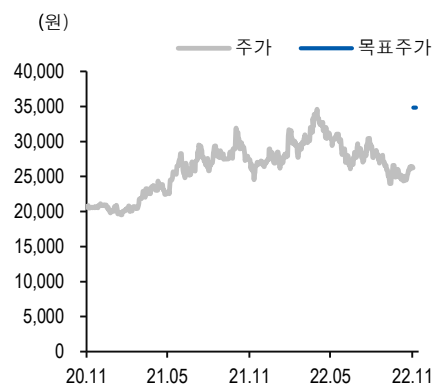
P/E band chart



P/B band chart



인터로조 (119610) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2022-11-22	BUY	34,850	1년		
2022-06-22	Not Rated 담당자변경	-	1년		-
2021-10-05	Not Rated 담당자변경	-	1년		-
2021-01-15	1년 경과 이후		1년		-
2020-01-15	Not Rated	-	1년		-

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	95.2
Hold(중립)	4.2
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2022-11-19

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 권명준)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.