

인터로조 (119610)

스몰캡

권명준



02 3770 5587

myoungchun.kwon@yuantakorea.com

투자의견

Not Rated (M)

목표주가

-원 (M)

현재주가 (6/21)

28,950원

상승여력

-

시가총액	3,826억원
총발행주식수	13,216,478주
60일 평균 거래대금	21억원
60일 평균 거래량	65,288주
52주 고	34,600원
52주 저	24,545원
외인지분율	8.98%
주요주주	노시철 외 23 인 32.40%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(4.8)	(2.4)	6.1
상대	7.7	15.2	37.8
절대(달러환산)	(6.6)	(8.1)	(6.9)

‘립스틱 효과’의 대표주자로 부상 기대

수출을 통한 성장세 지속

인터로조는 콘택트렌즈 제조 및 판매하는 기업으로, 2010년도 상장 이후 수출을 중심으로 꾸준한 실적 성장세가 이어지고 있다. 수출액 기준으로 최근 5년간(2016~2021년)동안 연평균 14.3% 성장중이다. 수출비중 역시 상승세이다. 2016년 50%대 초반에서 올해는 70%를 상회할 것으로 기대된다. 신규 거래선 확대(일본, 유럽), 점유율 상승(중동), 글로벌 메이저 업체와 ODM공급계약 체결 효과 등으로 성장세가 이어질 전망이다.

3공장 통한 이익률 개선에 주목

동사의 3번째 공장이 2021년에 완공, 생산설비를 구축하고 있다. 3공장을 통해서 1) 생산량 증대에 따른 규모의 경제효과, 2) 해외 고객사별 맞춤형 라인 구축을 통해 고객사향 M/S 상승, 3) 스마트팩토리 시스템 도입을 통해 수익성 개선 등이 기대된다.

효과는 확인되었다. 2021년 말 기준 총 직원수가 2020년 대비 오히려 감소했으며, 공장 가동 초기임에도 불구하고 수익성이 개선되었다. 효율적인 스마트팩토리 효과가 올해도 이어질 전망이다.

2022년에도 사상 최대 실적 경신 기대

2022년 예상실적은 매출액 1,402억원, 영업이익 398억원으로 각각 전년대비 20.0%, 41.1% 성장을 전망한다. 작년에 이어 올해도 사상 최대 실적을 경신할 것으로 예상된다. 현재 주가는 2022년 전망 기준 PER 13.2배로 최근 5년 중 가장 낮은 수준이다.

경제적 불황기에 저렴한 금액으로 분위기나 외모를 변화 줄 수 있는 립스틱 효과가 주목받는다. 리오프닝 시대이지만 부분적 마스크 착용을 해야 한다는 점에서 콘택트렌즈가 립스틱 효과를 볼 수 있는 아이템이라고 판단된다.

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021A	2022F
매출액	926	882	1,168	1,402
영업이익	226	151	282	398
지배순이익	176	115	190	291
PER	16.1	23.5	16.8	13.2
PBR	2.1	1.9	1.8	1.8
EV/EBITDA	9.2	12.0	8.6	8.0
ROE	13.9	8.7	12.2	15.4

자료: 유안타증권

‘립스틱 효과’ 대표주자로 부상

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

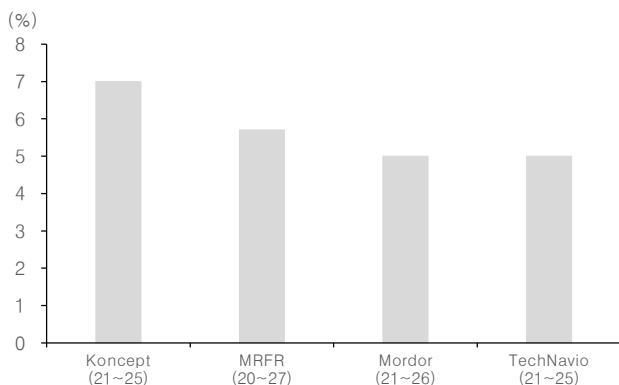
콘택트렌즈는 아시아, 컬러렌즈, 실리콘 소재 위주로 성장 중

업계에 따르면 콘택트렌즈는 전 세계적으로 10조원 규모로 추산되며, 연간 4~5% 성장세가 이어지는 산업이다. 단일 국가 기준 미국, 일본, 중국, 영국 순의 순위를 보이고 있으며, 성장세를 감안 시 2025년 이전에 중국이 글로벌 No.1 국가가 될 것으로 예상되고 있다. 즉, 아시아 지역으로 산업 내 무게중심이 이동 중이다. 기업별로는 글로벌 브랜드사와 ODM사가 혼재되어 있으며, 존슨앤드존슨 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 투명렌즈가 전체 시장의 90% 이상이며, 산소 투과율이 높은 실리콘 제품 비중이 높다. 반면 아시아와 중동은 컬러렌즈 비중(40~60%)이 높으며, 실리콘 제품이 비중이 확대되는 초기국면이다. 미국과 유럽은 시력교정, 아시아와 중동은 미가 콘택트렌즈 산업에서 중요한 선택조건의 역할을 하고 있음을 알 수 있다. 중국에서 전체의 50%가 컬러렌즈인 점을 감안 시 컬러렌즈 기술력을 보유 여부가 산업내 성장의 열쇠이다.

동사는 일본, 중국 등 아시아 매출 비중이 높으며, 자사브랜드와 ODM사업을 동시에 영위하고 있다. 컬러렌즈에 강점을 가지고 있으며, 실리콘 소재 제품 라인업을 보유하고 있다는 점에서 시장 상황에 잘 대응하고 있는 기업이다.

글로벌 콘택트렌즈 시장 5% 이상 성장 전망



자료: 언론보도, 유안타증권 리서치센터

중국 콘택트렌즈 연평균 6.9% 성장 전망



자료: 유로모니터, 유안타증권 리서치센터

성장의 중심인 수출

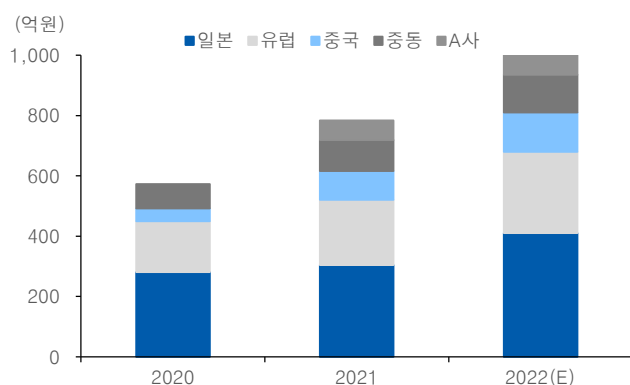
동사의 실적 성장을 견인하는 것은 수출이다. 상장 첫해인 2010년 수출액이 138억원이었다. 2016년 350억원, 올해는 최초로 1,000억원을 상회할 것으로 기대된다. 코로나19 영향이 있었음에도 불구하고 최근 5개년 수출액은 연평균 14.8%(2016~2021) 성장세를 보였다. 매출액 내 수출 비중도 상향되고 있다. 2016년 50%대 초반에서 올해는 70%를 상회할 전망이다. 수출국가 및 국가 내 거래처 확대, 점유율 상승, 해외 글로벌 Top-tier 급 OEM 업체와의 공급계약 등 국가별, 기업별 맞춤형 전략을 펼치고 있어 수출 성장세는 이어질 것으로 전망된다.

거래처 확대: 일본은 단일 국가 기준으로 글로벌 2위 시장으로 수입 의존도가 높은 국가이다. 2022년 신규 거래처 확대와 제품 포트폴리오 확대를 진행 중이다. 성장이 이어질 전망이다. 유럽에서도 국가별로 신규 거래처와 계약을 진행 중이며, 하반기에는 관련 매출이 시작될 것으로 기대된다.

점유율 상승: 중동은 컬러렌즈가 중심인 시장이며, 빠른 성장세를 보이고 있다. 동사가 ODM으로 납품하는 BELLA 브랜드는 중동내 점유율 1~2위를 차지할 정도로 높은 인기를 얻고 있다. 지난 1분기에 작년 연간 중동 수출액 절반 수준의 매출을 기록했다.

글로벌 기업과의 ODM 계약 체결: 작년 글로벌 A사와 아시아 9개국 대상 컬러렌즈 공급계약도 체결하였다. Win-Win하는 계약이라고 판단된다. 글로벌 A사는 아시아/중동 콘택트렌즈의 주류인 컬러렌즈의 안정적인 공급이 가능하다. 동사는 해외 진출을 위한 유통망 구축비용을 절감할 수 있다. 이미 시작되었으며, 2021년에 65억원이라는 가시적인 성과를 확인했다.

국가별 매출 수출 추이



자료: 인터로조, 유안타증권 리서치센터추정

글로벌 A사와 계약 체결



자료: 인터로조, 유안타증권 리서치센터

신제품 효과 지속으로 국내도 성장

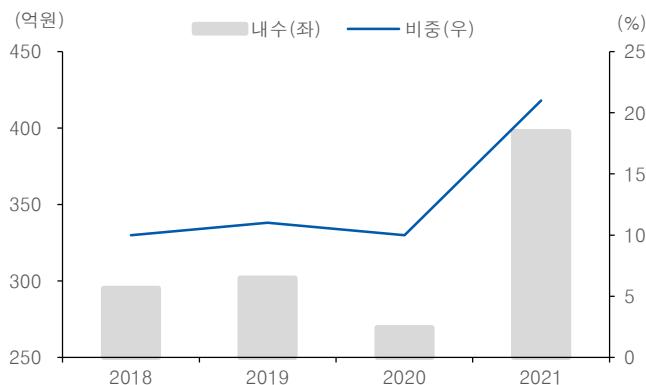
2021년 국내에서도 높은 실적 개선을 보였다. 2017년~2020년에 성장과 역성장을 반복했던 모습과는 달라진 모습이었다. 신제품 출시(실리콘 소재의 원데이 투명렌즈와 컬러렌즈)가 주효했으며 올해도 이어질 전망이다.

미국과 유럽은 콘택트렌즈의 주 사용목적은 시력교정으로 기능성이 우수한 실리콘 기반 제품들이 이미 주력이다. 실리콘 소재 제품들은 기존 제품 대비 산소투과율이 우수하여 착용감이 우수하며, 장시간 사용이 가능하다는 장점이 있기 때문이다. 높은 기술력을 요구하기 때문에 제품 가격은 상대적으로 고가이다.

작년에 출시된 실리콘 신제품을 통해 2가지 효과가 기대된다. 첫째, 실적개선이다. 신제품은 기존 제품 대비 고가의 제품이다. 즉, 실리콘 제품의 시장 침투율이 높아질수록 실적이 개선된다. 작년 내수시장에서의 성장 요인이었다. 최근 언론보도에 따르면 건조한 날씨가 지속되고 있다. 산소투과율과 같은 기능성 제품들이 선호되는 상황이 이어질 것으로 예상된다.

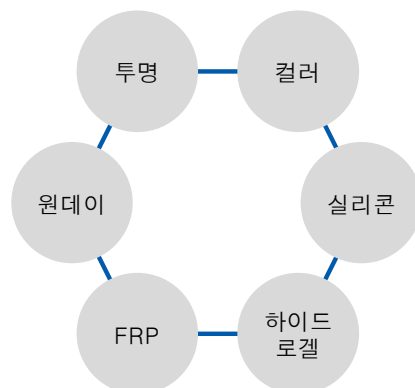
둘째, 포트폴리오 다변화이다. 투명렌즈와 컬러렌즈, 원데이렌즈와 FRP(단기착용)렌즈에 이어 재질에서의 영역 확장이 이뤄짐에 따라 더욱 다양한 제품 구성이 가능해졌다. 이는 ODM기업에게는 비교우위 경쟁력으로 작용된다.

실리콘 제품 비중 확대로 내수 실적 개선



자료: 인터로조, 유안타증권 리서치센터

다양한 포트폴리오 구축 통해 제품구성력 증대



자료: 유안타증권 리서치센터

제3공장 본격 가동 통한 이익률 개선

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.

늘어나는 해외 매출처와 품목, 신제품 출시에 대응하기 위해 2021년에 제3공장을 완공되었다. 올해 상반기까지 6개 생산라인이 구축되며, 올해 하반기 이후 추가적으로 확충할 예정이다. 고객사별 맞춤 대응이 용이해진다.

제3공장의 또 다른 특징은 1, 2공장과 비교 시 인라인 시스템, 즉 자동화시스템이 잘 구축되어 있다는 점이다. 효율성이 향상된다. 예상되는 3공장의 CAPA는 1,500억원으로 1공장과 2공장의 CAPA 보다 많은 규모이다. 즉, CAPA 개선 효과도 있다. 1공장과 2공장의 라인 합산수가 3공장 예상 라인수 대비 2배 이상 많다는 점을 고려한다면 1개 라인별 효율성은 더욱 개선되는 효과를 보인다.

제3공장은 자동화 공장으로 인건비 절감 효과도 기대된다. 신규공장이 가동되고 있었던 2021년 말 기준 총 직원수는 2020년 대비 오히려 감소했다. 안정화되는 2022년은 제3공장을 통해 추가적인 수익성 개선이 이뤄질 것으로 전망한다.

다양한 효과가 기대되는 제3 공장



자료: 인터로조, 유안타증권 리서치센터

밸류에이션 매력

2022년 예상 실적은 매출액 1,402억원, 영업이익 398억원으로 각각 전년대비 20.0%, 41.1%의 성장을 보일 것으로 전망한다. 동사의 연초에 제시한 전망(매출액 1,460억원, 영업이익 400억원) 대비 낮은 이유는 중국의 봉쇄 조치에 따른 불확실성을 일부 반영했기 때문이다.

2021년에 성장세를 보인 신규 제품(실리콘 렌즈 국내 런칭), 신규 거래처 확대(해외), 제3공장 가동 시작에 따른 효율성 개선세가 올해에도 이어질 것으로 전망됨에 따라 실적 성장세가 이어질 것으로 기대된다. 1분기가 비수기이며, 연간 매출 내 20% 내외 비중이었다는 점을 감안 시 달성 가능하다고 판단된다. 제품가격이 높은 실리콘 제품 판매 비중 확대와 제3공장의 효율적인 가동 등으로 영업이익률도 4%p 이상 개선될 것으로 기대된다.

경제적 불황기에 나타나는 립스틱 효과의 대표주자로도 부상도 기대된다. 콘택트렌즈는 낮은 금액으로 자신의 이미지를 변화시킬 수 있는 아이템이기 때문이다. 2022년 전망 기준 예상 PER은 13.2배로 최근 5년간 가장 낮은 상황에 위치해 있다. 밸류에이션도 매력적이다.

인터로조 (119610) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021A	2022F
매출액	794	926	882	1,168	1,402
매출원가	376	443	488	600	669
매출총이익	418	482	394	568	733
판매비	247	256	242	286	335
영업이익	171	226	151	282	398
EBITDA	220	291	228	368	471
영업외손익	8	-6	0	-15	-6
외환관련손익	7	8	-11	29	19
이자손익	2	-5	-3	-8	-13
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-1	-9	14	-36	-11
법인세비용차감전순이익	180	220	151	266	392
법인세비용	34	45	36	76	102
계속사업순이익	146	176	115	190	290
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	146	176	115	190	290
지배지분순이익	146	176	115	190	291
포괄순이익	143	176	116	186	286
지배지분포괄이익	143	176	116	187	287

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

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021A	2022F
영업활동 현금흐름	92	235	170	143	227
당기순이익	146	176	115	190	290
감가상각비	47	63	75	83	72
외환손익	0	3	10	-11	-19
종속, 관계기업관련손익	0	0	0	1	0
자산부채의 증감	-99	-56	-41	-251	-190
기타현금흐름	-2	51	11	131	74
투자활동 현금흐름	-176	-326	-161	-178	-86
투자자산	0	0	0	-20	-20
유형자산 증가 (CAPEX)	-133	-159	-265	-107	0
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-43	-167	104	-51	-66
재무활동 현금흐름	92	97	25	45	61
단기차입금	20	-20	84	0	0
사채 및 장기차입금	21	200	33	85	125
자본	4	0	0	0	1
현금배당	-32	-33	-33	-34	-56
기타현금흐름	79	-50	-59	-7	-9
연결범위변동 등 기타	0	0	0	-3	-36
현금의 증감	8	7	34	7	167
기초 현금	51	58	65	100	106
기말 현금	58	65	100	106	273
NOPLAT	171	226	151	282	398
FCF	-41	76	-95	36	227

자료: 유안타증권

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

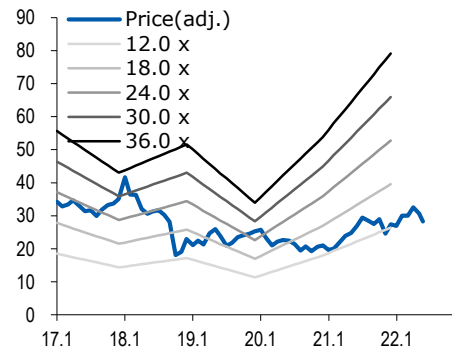
재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021A	2022F
유동자산	878	1,090	1,045	1,282	1,586
현금및현금성자산	58	65	100	106	273
매출채권 및 기타채권	476	502	462	689	823
재고자산	202	214	258	278	333
비유동자산	582	721	897	1,037	984
유형자산	491	599	795	834	762
관계기업 등 지분관련자산	0	0	0	19	39
기타투자자산	36	48	32	110	110
자산총계	1,460	1,811	1,942	2,319	2,570
유동부채	206	450	551	384	278
매입채무 및 기타채무	71	82	90	115	119
단기차입금	20	0	84	85	85
유동성장기부채	0	0	40	0	0
비유동부채	41	46	42	161	286
장기차입금	40	40	33	73	113
사채	0	0	0	72	157
부채총계	248	497	592	545	564
지배지분	1,213	1,315	1,349	1,775	2,005
자본금	55	57	58	65	66
자본잉여금	137	137	137	402	402
이익잉여금	1,043	1,183	1,264	1,419	1,652
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,213	1,315	1,349	1,775	2,006
순차입금	-98	-125	51	-17	-58
총차입금	60	196	325	242	367

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021A	2022F
EPS	1,195	1,434	943	1,497	2,199
BPS	9,988	10,993	11,523	13,966	15,757
EBITDAPS	2,000	2,563	1,957	2,947	3,567
SPS	6,503	7,561	7,204	9,180	10,608
DPS	270	278	286	442	442
PER	25.5	16.1	23.5	16.8	13.2
PBR	3.1	2.1	1.9	1.8	1.8
EV/EBITDA	16.3	9.2	12.0	8.6	8.0
PSR	4.7	3.0	3.1	2.7	2.7

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021A	2022F
매출액 증가율 (%)	-1.5	16.5	-4.7	32.4	20.0
영업이익 증가율 (%)	-29.3	32.1	-33.1	86.0	41.2
지배순이익 증가율 (%)	-24.3	20.3	-34.2	65.0	52.6
매출총이익률 (%)	52.6	52.1	44.6	48.6	52.3
영업이익률 (%)	21.6	24.4	17.2	24.1	28.4
지배순이익률 (%)	18.4	19.0	13.1	16.3	20.7
EBITDA 마진 (%)	27.7	31.4	25.9	31.5	33.6
ROIC	15.2	17.2	9.6	14.2	18.0
ROA	11.0	10.7	6.2	8.9	11.9
ROE	13.1	13.9	8.7	12.2	15.4
부채비율 (%)	20.4	37.8	43.9	30.7	28.1
순차입금/자기자본 (%)	-8.1	-9.5	3.8	-0.9	-2.9
영업이익/금융비용 (배)	205.7	26.9	21.8	26.5	24.4

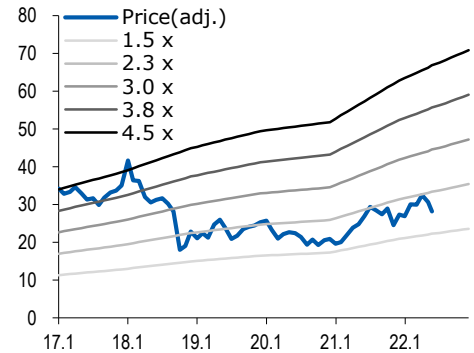
P/E band chart

(천원)



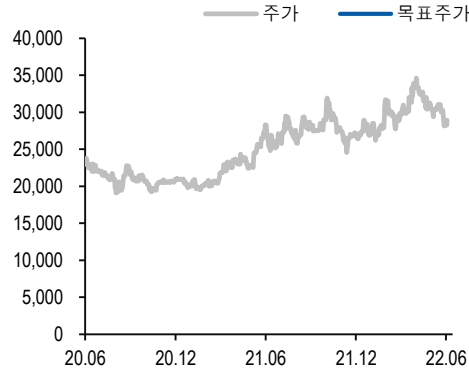
P/B band chart

(천원)



인터로조 (119610) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2022-06-22	Not Rated 담당자변경	-	1년		
2021-10-05	Not Rated 담당자변경	-	1년		
2020-08-08	1년 경과 이후		1년		-
2019-08-08	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)	92.6
Hold(중립)	6.8
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2022-06-19

※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.