

인터로조(119610)

Not rated

경쟁사와의 격차 축소. 최적화된 ODM업체로 거듭나다!

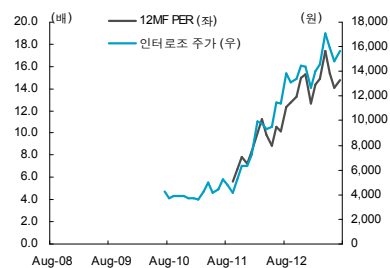
Stock Data

KOSPI(7/23)	1,904
주가(7/23)	15,650
시가총액(십억원)	167
발행주식수(백만)	11
52주 최고/최저(원)	18,000/10,900
일평균거래대금(6개월, 백만원)	732
유동주식비율/외국인지분율(%)	60.3/2.9
주요주주(%)	노사철 외 6인 39.7
	김승욱 5.5

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	9.8	26.7	31.5
상대주가(%p)	5.4	30.6	25.1

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

탐방목적 및 결론: 국내외 영업 상황 점검 및 원데이렌즈의 성장성 확인

- 주력제품을 원데이렌즈로 전환. 수익률이 낮은 상품이지만 대량 판매가 가능해 성장성 확보하고 절대이익을 늘린다는 계획
- 올해 이익률 하락은 불가피하나 개당 생산원가가 감소하는 내년부터 이익률 회복할 전망
- 각 국가별 특성에 맞는 유통전략 보유. 향후 한, 중, 일 시장을 비롯해 중남미 등 신규 시장에서의 성장 잠재력에 주목

투자포인트

1. 올해 원데이렌즈 매출 비중 40% 이상 전망

- 세계적으로 원데이렌즈는 기존 렌즈를 빠르게 대체 중(착용자 기준 17%, 매출액 기준 50% 이상으로 추정)
- 원데이렌즈 이익률은 20% 후반대로 장기착용 렌즈에 비해 5~10%p가량 낮지만 교체주기가 짧아 1인당 판매량은 일반 렌즈 대비 30배, 매출액은 2~3배 수준
- 2012년 3월 원데이렌즈 중심의 제2공장 개설했고, 올해 생산인력 25% 증원. 단기실적에는 부정적이나 판매물량 증가하며 고정비 희석될 전망

2. 공급자 중심 시장에서 최적화된 ODM업체로 업그레이드

- 원데이렌즈, 서클렌즈, 뷰티렌즈 등 다양한 렌즈 제품에 대한 생산능력 보유. 다품종 소량 생산을 요구하는 렌즈산업에서 최적화된 ODM업체로 발전
- 자체적으로 ULTRA水 소재를 개발하여 렌즈에 중요한 습윤성, 안정성 등을 강화
- 기존 콘택트렌즈 부작용으로 지적된 안구건조증을 80~90% 완화시키는 기술 경쟁력 보유

3. 국내, 해외 시장에서의 성장성

- 2012년 지역별 매출 비중은 유럽 27%, 한국 24%, 일본·중국 16%, 북미 15% 등으로 안정적
- 단기착용렌즈 중심의 일본 시장에서는 의료 및 유통회사와 전략적 파트너십을 맺고 유통망 확대. 고속성장 중인 중국에서는 호리엔사에 컬러렌즈 공급 확대 중
- 멕시코(인증완료), 브라질(인증예정) 등 중남미 시장 공략 예정

실적 전망 및 valuation

- 2013F PER은 17.7배로 경쟁사 St. Shine(28.4배) 대비 38% 할인된 수준. 주력제품을 원데이렌즈로 탈바꿈하며 St. Shine과의 격차 축소됐다는 판단

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)
2011A	24.5	8.5	8.4	6.8	648	(43.9)	10	9.8	6.1	0.9	19.3
2012A	30.1	9.6	10.1	8.7	809	24.8	12	17.8	13.2	3.3	20.3
2013F	40.0	11.0	11.0	9.5	890	10.0	14	17.7	11.7	3.0	18.7
2014F	52.5	15.0	15.0	13.0	1,215	36.6	19	13.0	8.7	2.5	21.2
2015F	65.0	20.0	20.5	18.0	1,680	38.3	24	9.4	6.6	2.0	23.8

1. 최근 실적 comment

외형성장 지속, 수익성은 2분기를 거치며 점진적으로 회복

1분기 매출액은 82억원으로 전분기 대비 7% 성장한 반면 영업이익률은 전분기 대비 7% 감소하였다. 매출 성장은 원데이렌즈(33억원, +91% YoY)가 주도했다. 생산직 증원에 따른 비용으로 영업이익률은 26%대까지 하락했으나 이는 원데이렌즈를 주력제품으로 전환하는 데에 따른 불가피한 과정(고정비용 증가)으로 판단된다. 하반기 원데이렌즈 판매량이 증가하며 올해 영업이익률은 27~28%대로 소폭 개선될 전망이다. 2분기 매출액과 영업이익은 98억원(+27% YoY), 25억원(-7% YoY)으로 각각 추정된다.

	2Q13F	증감률(%)		1Q12	4Q12	1Q13
		QoQ	YoY			
매출액(십억원)	9.8	19.5	27.3	7.7	7.7	8.2
영업이익(십억원)	2.5	13.6	(7.4)	2.7	2.3	2.2
영업이익률(%)	25.5	-	-	35.3	29.9	26.2
순이익(십억원)	1.7	15.0	(31.0)	2.5	2.1	1.5

2. 핵심변수 분석

원데이렌즈의 판매량 증가, 주력 시장에서의 성장, 신흥시장 개척

원데이렌즈 사용량 증가는 전세계적인 추세로 소규모 업체에 속하는 인터로조의 수혜 정도에 주목해야 한다. 인터로조는 2012년 27%였던 원데이렌즈의 매출비중을 2013년 40%, 2014년 50%대까지 늘릴 계획이어서 원데이렌즈의 판매량 증가가 향후 성장성을 결정할 것이다. 이를 위해서는 원데이렌즈 성장이 빠른 한국, 일본과 같은 시장에서의 M/S 상승과 신흥시장 개척이 필수적이다.

3. 리스크 점검

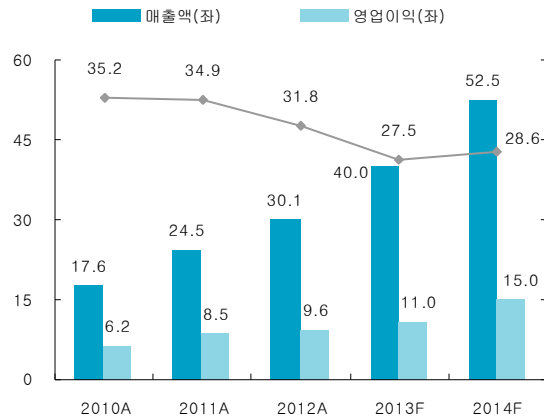
낮은 M/S와 콘택트렌즈 시장의 특성

콘택트렌즈 시장(8조원)과 콘택트렌즈 ODM 시장(1조 1천억원) 규모를 감안할 때 인터로조의 시장점유율은 전체 시장의 0.3%, ODM 시장의 3%에 불과하다. 렌즈시장은 소비자가 사용 브랜드를 잘 바꾸지 않고 판매자 역시 제품의 특성 변동을 꺼려해 진입장벽이 높은 편이다. 이런 측면에서 M/S가 낮은 인터로조는 기존 시장/제품만으로 매출성장을 꾀하기에는 한계가 있을 수 있다. 그만큼 원데이렌즈 시장에서의 효과적 진출이 매우 중요한 시기로 판단된다.

〈Appendix〉 - 기업개요

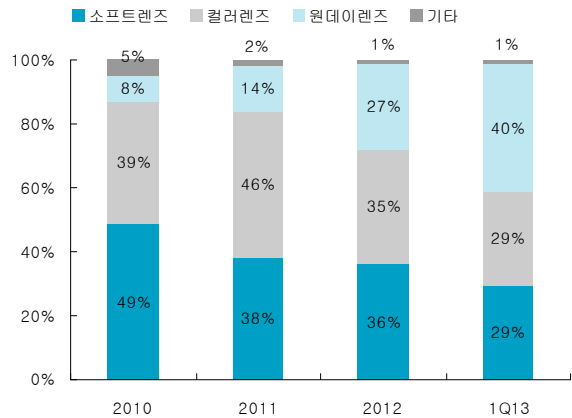
인터로조는 콘택트렌즈 제조 및 판매업을 영위하고 있는 업체이다. 세계 콘택트렌즈 시장은 렌즈사용률 증가와 함께 연 5~7%의 안정적 성장을 이루고 있으며 존슨앤존슨, 시바비전, 쿠파비전, 바슈롬 등 4개 기업이 과점하고 있다. 인터로조는 국내에서는 자체 브랜드 'Clalen'으로, 수출은 ODM 방식 위주로 판매하며 원데이렌즈, 뷰티렌즈, 난시용 렌즈 등 다양한 제품을 생산한다. 수출 비중은 75%로 50개국에 수출하고 있다. 2012년 원데이렌즈 중심의 2공장 준공을 통해 한국, 일본을 위주로 공략중이며, 신시장 개척을 위해 남미 주요국에 인·허가 절차도 진행 중에 있다. 주요 경쟁사는 대만의 Saint Shine, 한국의 베스콘 등이다.

[그림 1] 연도별 실적 추이



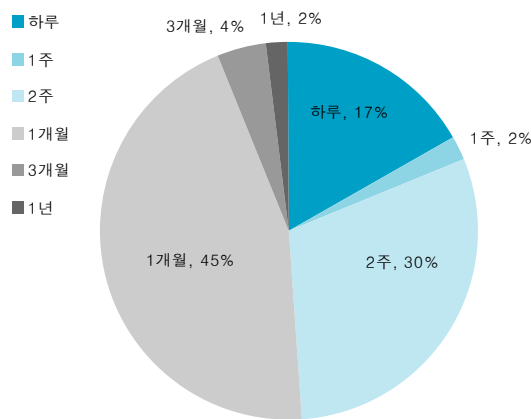
자료: 한국투자증권

[그림 2] 제품군별 매출 비중 추이



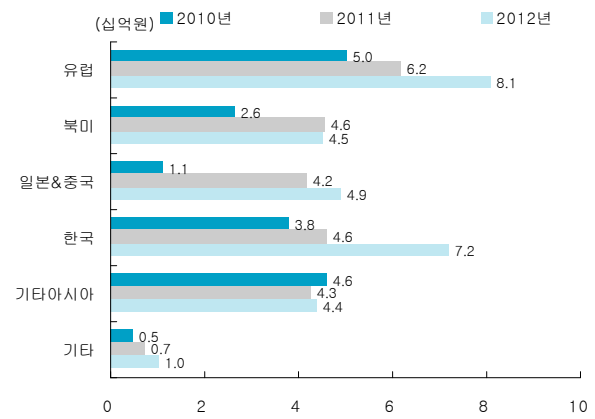
자료: 인터로조, 한국투자증권

[그림 3] 렌즈 사용자들의 평균 렌즈 사용 기간



자료: Contact Lens Spectrum 'Contact Lenses 2012', 한국투자증권

[그림 4] 국가별 매출액 현황



자료: 인터로조, 한국투자증권

<표1> 대만 렌즈 업체 실적 추이

(단위: 십억원)

Saint Shine		OEM/ODM을 영위하고 있으며 주로 원데이렌즈 등 단기착용렌즈 부분에 집중하고 있음			
		2009A	2010A	2011A	2012A
매출액		90.0	111.6	128.0	156.3
매출액성장률		22.8%	24.0%	14.7%	22.1%
영업이익		32.5	42.9	44.8	53.3
영업이익률		36.1%	38.4%	35.0%	34.1%

Ginko		유통판매 37%, 직접 생산 판매 62%의 매출 구조를 가지고 있으며 중국 내수 판매에 집중. 자체 브랜드로 호리엔, 하이드론 보유			
		2009A	2010A	2011A	2012A
매출액		80.8	89.5	122.0	145.0
매출액성장률		NM	10.8%	36.3%	18.9%
영업이익		22.5	26.8	37.7	47.5
영업이익률		27.8%	30.0%	30.9%	32.7%

자료: Bloomberg, 한국투자증권

<스몰캡 스크 Way>

(1) 기업개요 및 EQ 지수

기업개요	EQ 지수
□ 기업개요: 콘택트렌즈 제조 및 판매업체. □ 주주 구성: 노시철 외 6인 39.65%	• 성장성: ★★★★★ • 이익안정성: ★★★★★ • 기업신뢰성: ★★★★★

(2) 부문별 Matrix 및 주가의 핵심 변수와 리스크

사업부문별 성장성/수익성 Matrix	기업가치 및 주가의 핵심변수
	- 원데이렌즈 시장이 급성장하는 한국, 일본 내 M/S확대 - 멕시코, 브라질 등 중남미 신시장 개척 (멕시코 인·허가 승인 완료, 브라질 승인 중) - 렌즈 사용률의 지속적인 증가
	리스크 - 제품 충성도 높은 원데이렌즈 시장의 M/S 확대 가능 여부 - 인력 충원과 CAPA 증설로 인한 일시적인 고정비 증가 - 원/달러 환율(수출 비중 75%)

(3) 3C(Company, Customer, Competitor) 분석

제품	매출액 (비중)	영업 이익률	3C			기타
			Company	Customer	Competitor	
소프트렌즈	109억원 (36%)	30~35%	6개월~1년 사용 후 교체 - 기능성 렌즈(노안 및 난시 동시 교정 등)로 커스터마이징 가능	유럽 시장 중심	Saint Shine(대만), 베스콘(한) 등	- 고부가가치 제품 중심 다품종 소량 생산체계 구축 - 주력은 한달~세달 착용 렌즈
컬러렌즈	106억원 (35%)	30~35%	- 일반렌즈에 색상 및 디자인을 첨가 - 시력교정과 미용 기능을 동시에 충족	- 중국, 북미 시장 중심 - 호리엔社 (중, ODM 납품)	Saint Shine(대만), 베스콘(한) 등	제 1공장 7개 라인에서 소프트렌즈, 컬러렌즈 중심으로 생산 중
원데이렌즈	81억원 (27%)	25~30%	- 하루 사용 후 교체, 청결 및 편의성 강화 - 단가는 낮으나 교체가 빨라, 판매량은 일반 렌즈의 30~180배 수준. - Ultra 水 기술을 이용하여 안구건조증 완화	일본, 한국 시장 중심으로 급성장 중	Saint Shine(대만), 베스콘(한국) 등	'12년 3월 원데이렌즈 전용 제 2공장 준공, 8라인 상용 가동 중 (원데이 2라인, 원데이씨클 6라인) - 국내에서 자체 브랜드 'Clalen'으로 판매 - 자동화 공정을 통해 수출 향상

재무상태표

(단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
유동자산	24.0	25.8	31.6	39.9	52.0
현금성자산	7.2	2.1	2.8	4.2	5.9
매출채권및 기타채권	7.6	10.2	12.4	15.2	18.2
재고자산	5.9	7.7	9.6	12.1	16.3
비유동자산	22.8	33.8	37.9	39.7	43.0
투자자산	0.4	0.3	0.4	0.5	0.6
유형자산	21.4	31.9	35.4	36.4	38.4
무형자산	0.1	0.3	0.4	0.5	0.6
자산총계	46.7	59.6	69.5	79.6	95.0
유동부채	5.7	8.6	9.8	8.6	7.7
매입채무및 기타채무	2.1	2.2	2.9	3.8	4.7
단기차입금및단기사채	0.0	3.0	3.0	2.0	1.0
유동성장기부채	0.8	1.7	1.7	1.7	1.7
비유동부채	2.3	4.2	4.2	3.3	2.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금및금융부채	2.3	4.1	4.1	3.1	2.1
부채총계	8.0	12.8	14.0	11.8	10.0
자본금	2.7	5.4	5.4	5.4	5.4
자본잉여금	13.2	10.6	10.6	10.6	10.6
기타자본	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	22.8	30.8	39.5	51.8	69.0
자본총계	38.7	46.7	55.5	67.7	85.0
조정자본총계	38.7	46.7	55.3	67.1	83.8

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동현금흐름	7.0	4.8	9.5	10.6	13.5
당기순이익	6.8	8.7	9.5	13.0	18.0
유형자산감가상각비	1.5	2.2	3.3	3.6	3.7
무형자산상각비	0.0	0.0	0.1	0.1	0.2
자산부채변동	(3.0)	(5.0)	(3.4)	(6.1)	(8.4)
기타	1.7	(1.1)	0.0	(0.0)	(0.0)
투자활동현금흐름	(2.3)	(14.9)	(8.0)	(6.5)	(9.1)
유형자산취득	(11.5)	(12.8)	(6.9)	(4.7)	(5.9)
유형자산매각	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
투자자산순증	9.2	(1.3)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
무형자산순증	0.0	(0.1)	(0.2)	(0.3)	(0.3)
기타	0.1	(0.8)	(0.9)	(1.5)	(2.9)
재무활동현금흐름	0.7	5.0	(0.7)	(2.7)	(2.7)
자본의증가	1.1	0.0	0.0	0.0	0.0
차입금의 순증	1.1	5.7	0.0	(2.0)	(2.0)
배당금지급	(0.5)	(0.7)	(0.7)	(0.7)	(0.7)
기타	(1.0)	0.0	0.0	(0.0)	(0.0)
기타현금흐름	0.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	5.4	(5.1)	0.7	1.3	1.7

주: 1. K-IFRS (별도) 기준

2. EPS, BPS는 각각 지분법이익이 반영된 조정당기순이익, 조정자본총계를 이용해 계산

손익계산서

(단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	24.5	30.1	40.0	52.5	65.0
매출원가	8.1	10.7	16.5	21.6	25.7
매출총이익	16.4	19.4	23.5	30.9	39.3
판매관리비	7.9	9.8	12.5	15.9	19.3
영업이익	8.5	9.6	11.0	15.0	20.0
금융수익	0.5	1.6	1.5	1.6	1.7
이자수익	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4
금융비용	0.5	0.2	0.3	0.3	0.2
이자비용	0.0	0.2	0.3	0.3	0.2
기타영업외손익	(0.2)	(0.8)	(1.2)	(1.4)	(1.0)
관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	8.4	10.1	11.0	15.0	20.5
법인세비용	1.6	1.4	1.5	2.0	2.6
당기순이익	6.8	8.7	9.5	13.0	18.0
기타포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	6.8	8.7	9.5	13.0	18.0
EBITDA	10.0	11.8	14.4	18.7	23.9
조정당기순이익	6.8	8.7	9.5	13.0	18.0

주요 투자지표

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
주당지표(원)					
EPS	648	809	890	1,215	1,680
BPS	7,239	4,366	5,168	6,275	7,831
DPS	130	70	70	70	70
성장성(% , YoY)					
매출증가율	39.0	22.8	33.0	31.3	23.8
영업이익증가율	37.7	11.9	14.7	37.2	32.8
순이익증가율	23.7	26.6	9.9	36.6	38.3
EPS증가율	(43.9)	24.8	10.0	36.6	38.3
EBITDA증가율	35.9	17.5	21.9	30.5	27.4
수익성(%)					
영업이익률	34.9	31.8	27.4	28.7	30.7
순이익률	27.9	28.8	23.8	24.8	27.7
EBITDA Margin	40.9	39.2	35.9	35.7	36.8
ROA	16.5	16.3	14.8	17.4	20.6
ROE	19.3	20.3	18.7	21.2	23.8
배당수익률	2.1	0.5	0.4	0.4	0.4
안정성					
순차입금(십억원)	(7)	1	(0)	(5)	(12)
차입금/자본총계비율(%)	9.3	18.9	16.0	10.1	5.7
Valuation(X)					
PER	9.8	17.8	17.7	13.0	9.4
PBR	0.9	3.3	3.0	2.5	2.0
PSR	1.4	5.1	4.2	3.2	2.6
EV/EBITDA	6.1	13.2	11.7	8.7	6.6

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
인터로조(119610)	2012.03.27	NA	-



■ Compliance notice

- 당사는 2013년 7월 23일 현재 인터로조 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 현 주가 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 상승 예상
- 중립 : 현 주가 대비 -15~15%의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.