

# 인터로조 (119610)

이민영 minyoung.lee01@daishin.com

투자 의견 **BUY**  
매수, 신규

6개월 목표주가 **24,000** 신규

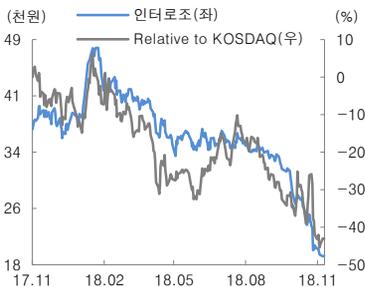
현재주가 **19,200**  
(18.11.14)

스몰캡업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Sky Blue

KOSDAQ	671.56
시가총액	211십억원
시가총액비중	0.10%
자본금(보통주)	5십억원
52주 최고/최저	47,850원 / 19,150원
120일 평균거래대금	7억원
외국인지분율	18.50%
주요주주	노사철 외 4인 34.99%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-29.9	-43.2	-45.7	-51.7
상대수익률	-23.7	-35.6	-30.6	-45.6



## 확실한 Rock bottom 중소형주

투자 의견 매수, 목표주가 24,000원 제시

- 목표주가 24,000원은 2019F EPS에 Target PER 13.8배(국내 의료기기 업종 2019F PER)를 적용해 산출

명불허전(名不虛傳) 콘택트렌즈 제조업체

- 국내 콘택트렌즈 시장규모는 약 2,500억원이며 동사의 점유율은 글로벌 업체 존슨앤존슨에 이어 2위(14%)
- 제품 포트폴리오 다변화 및 선진국과 신흥국을 아우르는 강한 수출 기반 보유한 점 긍정적. 50여개국에 자체 브랜드 및 ODM 공급
- 지역별 매출 비중: 한국 44%, 유럽 22%, 중동 15%, 일본 10%, 중국 3%(2017년 기준)
- 제품별 매출 비중: 원데이렌즈 56%(원데이 클리어 14%, 원데이 뷰티 42%), FRP 40%, Conventional 4%
- 원데이렌즈는 일회용, 원데이 클리어는 일회용 투명렌즈, 원데이 뷰티는 일회용 컬러렌즈. FRP(Frequent replacement lenses)는 착용 주기가 한 달 이내, Conventional은 한 달 초과의 장기착용 렌즈를 의미함

2018년 3분기 실적이 바닥일 듯

- 3분기 실적은 매출액 185억원(-18% YoY, -14% QoQ), 영업이익 36억 원(-51% YoY, -41% QoQ)으로 발표됨
- 국내에서 기존의 고객사였던 안경 체인점들이 자체 브랜드(PB) 콘택트렌즈 사업에 진출하면서 경쟁상황 치열해짐
- 전체적으로 가격 인하 발생. 동사는 제품믹스 악화를 우려해서 PB업체들에게 ODM 공급을 하지 않다가 국내 매출이 급감하자 올해 하반기부터 전략적으로 ODM 공급 시작
- 4분기는 중국 광군제 효과가 예상되는 성수기여서 매출액과 영업이익이 전년기대비 각각 20%, 50% 증가한 222억원과 54억원으로 전망

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	74	81	79	87	97
영업이익	23	24	19	23	27
세전순이익	24	24	20	24	28
총당기순이익	19	19	17	19	22
지배지분순이익	19	19	17	19	22
EPS	1,807	1,829	1,508	1,751	2,028
PER	21.0	21.2	12.7	11.0	9.5
BPS	8,412	9,500	10,534	11,969	13,677
PBR	4.5	4.1	1.8	1.6	1.4
ROE	23.5	20.0	15.2	15.5	15.8

환율민감도(원달러)분석

환율 100원 상승시 EPS(주당순이익) 변동율

2019F 8.2%(↓) 2020F 8.3%(↑)

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출  
자료: 인터로조, 대신증권 Research&Strategy본부

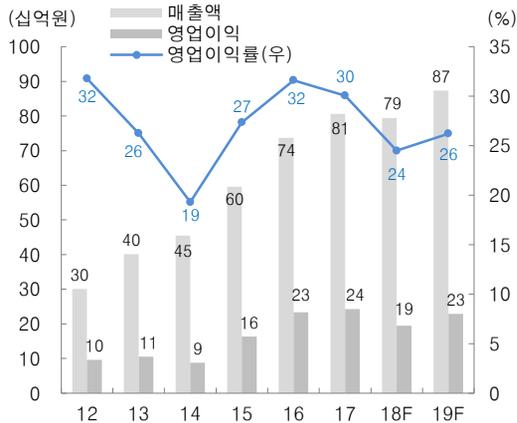
표 21. 인터로조 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	2017				2018				2016	2017	2018F	2019F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QF				
매출액	17.6	19.3	22.6	21.1	17.3	21.4	18.5	22.2	73.7	80.6	79.5	87.3
증가율(%YoY)	11.0	9.2	18.1	0.3	-1.6	10.9	-17.9	5.0	23.8	9.4	-1.4	9.9
원데이렌즈	10.1	10.0	12.1	13.0	9.1	11.6	10.7	13.3	41.4	45.2	44.6	51.1
원데이 클리어	2.1	3.4	3.4	2.2	1.6	1.6	1.9	2.3	11.0	11.0	7.4	8.7
원데이 뷰티	8.0	6.7	8.6	10.8	7.5	10.0	8.8	11.0	30.5	34.1	37.2	42.4
FRP	6.6	8.6	9.5	7.5	7.3	9.2	7.2	8.3	28.6	32.4	32.0	33.8
Conventional	0.9	0.6	0.9	0.6	1.0	0.6	0.6	0.6	3.5	3.0	2.7	2.3
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	0.1	0.1	0.1
영업이익	5.8	6.0	7.3	5.0	4.4	6.1	3.6	5.4	23.3	24.2	19.5	22.9
영업이익률(%)	33.0	31.3	32.5	23.9	25.3	28.5	19.4	24.3	31.6	30.1	24.5	26.2
증가율(%YoY)	8.7	11.8	14.2	-17.7	-24.6	1.0	-51.0	6.6	43.1	4.0	-19.7	17.7
지배주주지분순이익	4.6	5.0	5.6	4.1	3.8	5.3	3.0	4.4	19.3	19.3	16.5	19.2
지배주주지분순이익률(%)	26.3	26.0	24.7	19.2	22.1	24.6	16.3	20.0	26.2	23.9	20.8	22.0
증가율(%YoY)	6.2	11.8	-3.5	-14.1	-17.6	4.8	-45.6	9.2	53.6	-0.4	-14.2	16.2

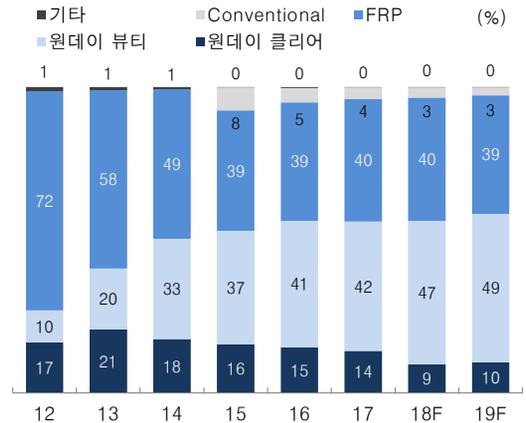
자료: 인터로조, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 38. 연간 실적 추이



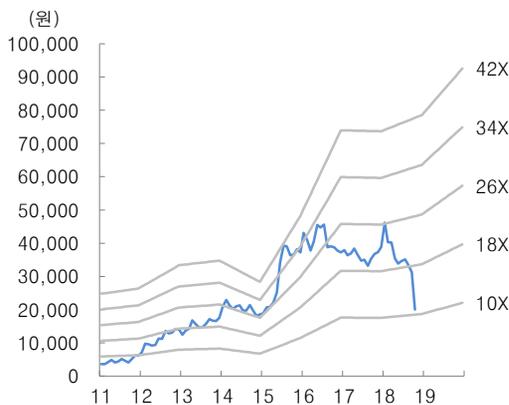
자료: 인터로조, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 39. 사업부별 매출 비중



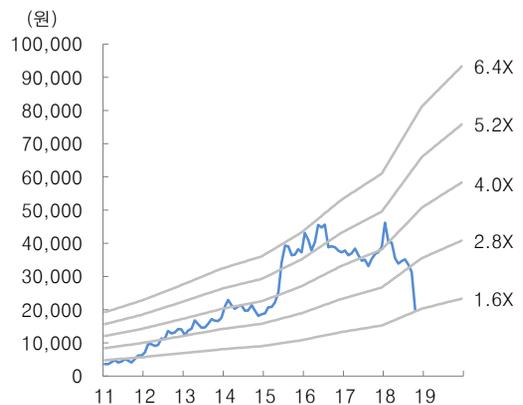
자료: 인터로조, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 40. 인터로조 PER 밴드



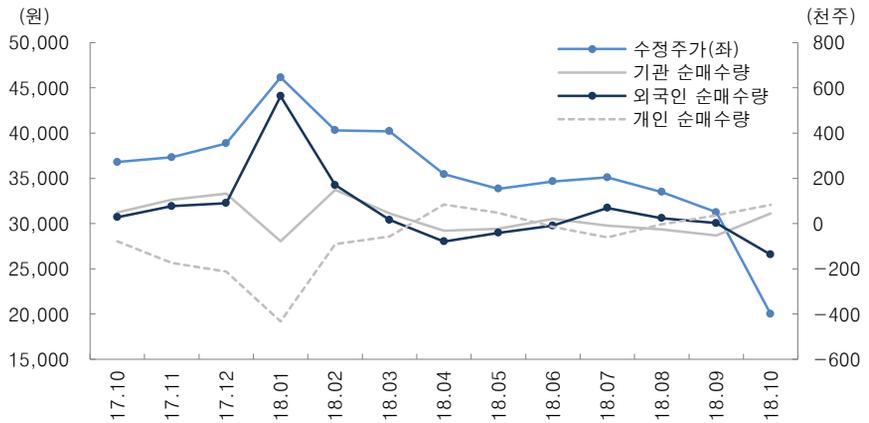
자료: 인터로조, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 41. 인터로조 PBR 밴드



자료: 인터로조, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 42. 월간 매매주체별 수급 동향



자료: 인터로조, 대신증권 Research&Strategy 본부

표 22. 인터로조 Global Peer Group

회사명		St. Shine Optical	Ginko International	Johnson&Johnson	Bausch Health	The Cooper Companies
국가		대만	대만	미국	캐나다	미국
주가(18.11.14)	(USD)	17	6	145	27	255
시가총액	(USDmn)	847	580	388,029	9,315	12,531
매출액 (USDmn)	2017A	211	196	76,450	8,724	2,139
	2018F	217	238	81,376	8,346	2,526
	2019F	232	264	83,009	8,459	2,679
영업이익 (USDmn)	2017A	68	38	18,714	102	429
	2018F	65	48	25,936	2,478	706
	2019F	70	56	27,131	2,764	783
OPM (%)	2017A	32.3	19.2	24.5	1.2	20.1
	2018F	30.0	20.0	31.9	29.7	28.0
	2019F	30.2	21.1	32.7	32.7	29.2
순이익 (USDmn)	2017A	52	32	1,300	2,404	373
	2018F	54	32	22,265	1,328	576
	2019F	57	41	23,474	1,351	608
NPM (%)	2017A	24.8	16.3	1.7	27.6	17.4
	2018F	25.0	13.5	27.4	15.9	22.8
	2019F	24.7	15.7	28.3	16.0	22.7
PER (배)	2017A	30.9	20.7	21.9	NA	29.1
	2018F	15.6	18.5	17.7	7.2	22.0
	2019F	14.7	14.1	16.7	7.0	20.9
PBR (배)	2017A	9.1	2.0	6.2	1.2	3.7
	2018F	4.7	1.7	5.9	2.2	NA
	2019F	4.3	1.6	5.8	3.1	NA
EV/EBITDA (배)	2017A	20.7	13.9	14.4	9.6	19.0
	2018F	11.1	10.8	13.6	9.7	17.8
	2019F	10.3	9.4	13.2	9.8	16.0
ROE (%)	2017A	30.1	9.5	2.0	53.4	12.7
	2018F	30.1	9.4	29.7	- 116.0	13.0
	2019F	30.0	11.4	29.3	- 175.2	15.1
EPS (USD)	2017A	1.0	0.4	6.4	- 2.2	8.2
	2018F	1.1	0.3	8.2	3.7	11.6
	2019F	1.1	0.5	8.6	3.8	12.2
FY.M		12	12	12	12	10

자료: Bloomberg, 대신증권 Research&Strategy 본부

주당 내재가치

RIM(잔여이익모델)

(단위: 십억원, 원, %)

	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
I 순이익(지배지분) <sup>(주2)</sup>	17	19	22	23	25	26	27	28	30	31
II 자기자본(지배지분) <sup>(주2)</sup>	116	132	150	171	194	220	251	285	324	368
추정ROE	15.2	15.5	15.8	13.7	12.7	11.7	10.8	10.0	9.2	8.5
III 필요수익률 <sup>(주3)</sup>	6.1									
무위험이자율 <sup>(주4)</sup>	2.1									
시장위험프리미엄 <sup>(주5)</sup>	4.0									
베타	1.00									
IV Spread(추정ROE-필요수익률)	9.1	9.4	9.7	7.6	6.6	5.6	4.7	3.9	3.1	2.4
V 필요수익	6	7	8	9	10	12	13	15	17	20
VI 잔여이익(I-V)	10	12	14	14	14	14	14	13	12	12
현가계수	0.99	0.94	0.88	0.83	0.79	0.74	0.70	0.66	0.62	0.58
잔여이익의 현가	10	11	13	12	11	10	9	9	8	7
VII 잔여이익의 합계	100									
VIII 추정기간 이후 잔여이익의 현가	111									
영구성장률(g) <sup>(주6)</sup>	0.0%									
IX 기초자기자본	102									
X 주주지분가치(VII+VIII+IX)	313									
총주식수(천주)	10,97									
	0									
XI <b>적정주당가치(원)</b>	<b>28,524</b>									
현재가치(원)	19,200									
Potential (%)	48.6%									

주1: RIM(Residual Income Model)은 현시점에서의 자기자본 금액에 추정기간(10년)의 예상실적을 반영한 초과이익과 추정기간 이후의 잔여이익(R)을 합산하여 주주지분가치를 산출하는 Valuation 방식. 이론적으로 DDM, DCF, EVA 등의 방식과 같은 주주지분가치를 도출하게 되지만, 타 방식 대비 추정의 주관성을 최소화하면서 기업의 본질가치를 산출할 수 있는 방식으로 평가

주2: 연결대상 자회사가 존재하는 경우는 보유하고 있는 지분만큼의 가치를 반영하기 위해 비지배지분 가치를 차감하여 반영

주3: 필요수익률은 자기자본비용(Cost Of Equity)으로 리스크를 부담하는 주주 입장에서의 기대수익률. CAPM(Capital Asset Pricing Model)을 통하여 산출하며, 산출방식은 자기자본비용 = 무위험이자율 + 베타 \* 시장위험프리미엄

주4: 무위험이자율은 미래 장기 현금흐름에 대한 가치평가를 위해 5년만기 국고채수익률에 준하여 반영

주5: 시장위험프리미엄은 시장포트폴리오 기대수익률과 무위험이자율과의 차이. 일반적으로 6~8% 수준에서 반영되어 왔으나, 최근 저성장 국면에서의 낮은 기대치를 반영하여 3~5% 수준에서 반영

주6: 영구성장률(g)은 추정기간(10년) 이후 잔여이익의 영구적인 성장률을 의미하며, 물가상승률을 감안하여 0%를 반영

기업개요

기업 및 경영진 현황

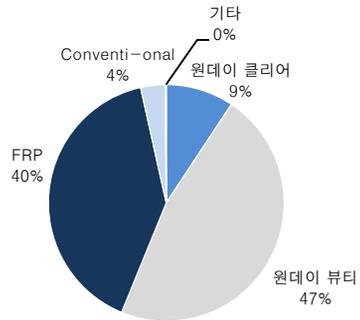
- 대우실업 해외영업팀 출신의 노시철 현 대표이사가 콘택트렌즈 산업의 장기적인 성장성을 보고 2000년에 설립. 2010년 코스닥 상장
- 국내 콘택트렌즈 시장규모 약 2,500 억원. 1 위는 미국의 존슨앤존슨(50%), 2 위는 인터로조(14%)
- 콘택트렌즈 유통 구조: 제조사 → 안경점 또는 안경 체인점 본사
- 자산 1,350 억원, 부채 190 억원, 자본 1,160 억원(2018F 기준)  
(발행주식 수: 10,986,749 / 자기주식수: 1,659)

주가 변동요인

- 국내 영업 회복에 따른 매출 증가
- PB 업체와의 경쟁에 기인한 단가 인하
- 원/달러 환율

자료: 인터로조, 대신증권 Research&Strategy본부

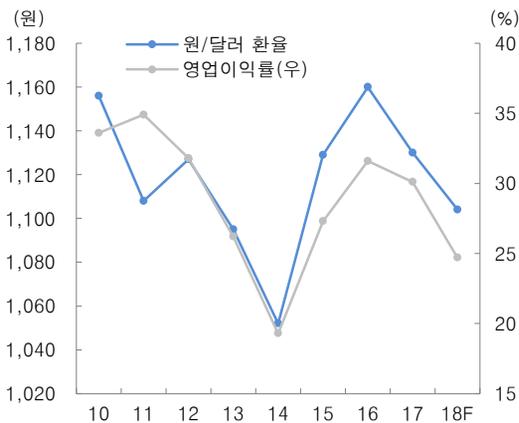
인터로조 사업부문별 매출 비중



주: 2018년 전망치 기준  
자료: 인터로조, 대신증권 Research&Strategy본부

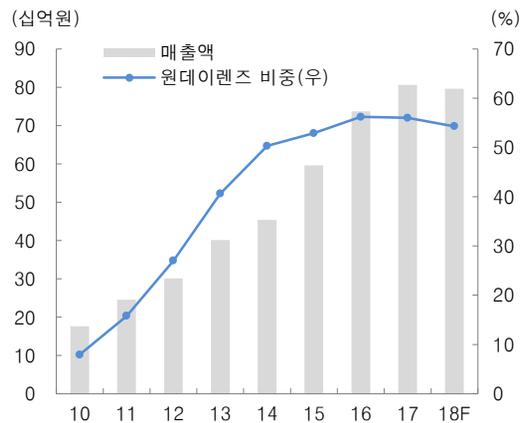
Earnings Driver

그림 43. 원/달러 vs. 영업이익률



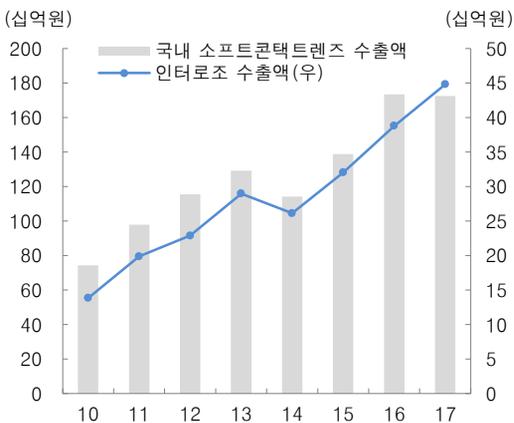
자료: 인터로조, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 44. 원데이렌즈는 인터로조의 성장 동력



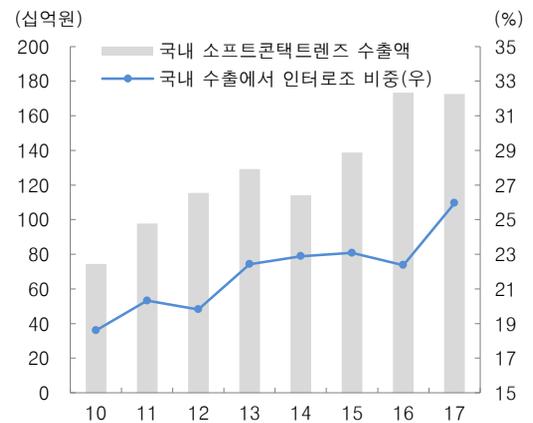
자료: 인터로조, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 45. 수출을 통한 외형 성장



자료: 인터로조, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 46. 국내 소프트콘택트렌즈 수출 중 동사의 비중



자료: 인터로조, 대신증권 Research&Strategy본부

재무제표

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	74	81	79	87	97
매출원가	31	34	36	39	42
매출총이익	43	46	44	49	55
판매비와관리비	20	22	24	26	28
영업이익	23	24	19	23	27
영업이익률	31.6	30.1	24.5	26.2	28.1
EBITDA	28	29	24	28	32
영업외손익	1	0	1	1	1
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	1	2	1	1	1
외환관련이익	1	0	0	0	0
금융비용	-1	0	0	0	0
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	1	-2	1	1	0
법인세비용차감전순손익	24	24	20	24	28
법인세비용	-5	-5	-4	-5	-6
계속사업순손익	19	19	17	19	22
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	19	19	17	19	22
당기순이익률	26.2	23.9	20.8	22.0	23.0
비배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	19	19	17	19	22
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	19	19	17	19	22
비배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	19	19	17	19	22

Valuation 지표

(단위: 원 배, %)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	1,807	1,829	1,508	1,751	2,028
PER	21.0	21.2	12.7	11.0	9.5
BPS	8,412	9,500	10,534	11,969	13,677
PBR	4.5	4.1	1.8	1.6	1.4
EBITDAPS	2,553	2,666	2,192	2,515	2,913
EV/EBITDA	14.4	14.1	8.0	6.6	5.2
SPS	6,841	7,481	7,232	7,948	8,804
PSR	5.6	5.2	2.7	2.4	2.2
CFPS	2,622	2,808	2,402	2,741	3,080
DPS	180	300	300	300	300

재무비율

(단위: 원 배, %)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
성장성					
매출액 증가율	23.8	9.4	-1.4	9.9	10.8
영업이익 증가율	43.1	4.0	-19.7	17.7	18.7
순이익 증가율	53.6	-0.4	-14.2	16.2	15.8
수익성					
ROC	26.0	23.1	16.7	18.2	20.6
ROA	23.3	21.5	15.4	16.1	17.0
ROE	23.5	20.0	15.2	15.5	15.8
안정성					
부채비율	18.0	15.6	16.3	14.3	12.5
순차입금비율	-15.6	-12.2	-15.7	-22.1	-28.9
이자보상배율	154.2	340.3	56.6	64.3	77.2

자료: 인터로즈, 대신증권 Research&Strategy 본부

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	62	72	87	102	120
현금및현금성자산	6	5	6	17	31
매출채권 및 기타채권	31	41	48	51	52
재고자산	14	17	19	21	23
기타유동자산	12	10	14	14	14
비유동자산	45	46	48	49	49
유형자산	40	41	42	43	43
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타비유동자산	5	6	6	6	6
자산총계	107	118	135	150	169
유동부채	16	16	19	19	19
매입채무 및 기타채무	5	7	9	9	9
차입금	0	0	0	0	0
유동성채무	4	2	1	1	1
기타유동부채	7	7	9	9	9
비유동부채	0	0	0	0	0
차입금	0	0	0	0	0
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	0	0	0	0	0
부채총계	16	16	19	19	19
지배지분	91	102	116	132	150
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	12	12	12	12	12
이익잉여금	76	93	106	122	141
기타지분변동	-2	-8	-8	-8	-8
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	91	102	116	132	150
순차입금	-14	-12	-18	-29	-43

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	15	11	15	23	26
당기순이익	19	19	17	19	22
비현금항목의 가감	9	11	10	11	12
감가상각비	4	4	5	5	5
외환손익	-1	1	1	1	1
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	5	6	4	5	6
자산부채의 증감	-9	-14	-8	-3	-2
기타현금흐름	-4	-5	-4	-4	-5
투자활동 현금흐름	-11	-3	-9	-5	-5
투자자산	-2	-2	0	0	0
유형자산	-5	-5	-5	-5	-5
기타	-5	4	-4	0	0
재무활동 현금흐름	-6	-10	-4	-3	-3
단기차입금	-1	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-1	-2	-3	-3	-3
기타	-4	-8	-1	0	0
현금의 증감	-2	-1	1	11	14
기초 현금	8	6	5	6	17
기말 현금	6	5	6	17	31
NOPLAT	19	19	16	18	22
FCF	17	18	15	18	21