

## FS Research

황세환 연구원

admin@fsresearch.net

투자의견	Not Rated
목표주가	-
현재주가(1/16)	29,400원
상승여력	-

시가총액	3,886억원
총발행주식수	13,216,478주
60일 평균 거래량	34,889주
52주 고	34,600원
52주 저	24,000원
외인지분율	7.8%
신용비율	0.5%
자본금	66억원
액면가	500원

주요주주	
노시철 외	35.1%
국민연금	10.9%
자사주	5.7%
행사기간	미전환된 주식수

주요 자회사	지분률
인터로조 중국법인	100.0%
화이바이오메드	9.4%

## 7조 시장으로 진입하는데, 올해 PER 11배?

### 실리콘 하이드로겔 렌즈의 매출 잠재력은?

실리콘 하이드로겔 렌즈(이하 실하렌)는 기존 하이드로겔 렌즈의 단점인 산소전달률을 크게 개선했고, 탈수율이 낮기 때문에 장시간 착용해도 눈이 건조해지는 증상이 없어 착용감이 좋다는 장점이 있다. 이로 인해 실리콘 하이드로겔 렌즈로 대체가 되는 상황이고 기존 렌즈 대비 단가나 마진이 좋다. 동사의 3분기 기준 실하렌 매출 비중은 23.2%이다. 이를 다시 국내 매출과 해외 매출에서 실하렌이 차지하는 비중을 보면, 국내 매출 240억원중 32.6%가 실하렌 매출이고 해외매출 670억 중 13.9%가 실하렌 매출이다. 유럽, 미국 등 선진국시장에서 실하렌의 비중은 70% 이상으로 대부분 시장을 차지하고 있다. 그림 2를 봐도 북미시장에서 실하렌 비중은 80% 이상으로 보인다. 동사는 수출비중이 73.7%로 대부분 매출을 차지하는데 실하렌 비중은 13.9%밖에 되지 않는다. 이 매출은 대부분 유럽에서 발생하고 있고 미국, 일본, 중국 등 주요 시장에서는 아직 허가를 못받은 상황이다. 유럽시장에서도 실하렌 영업을 2021년부터 본격적으로 시작한 상황인데 주요 선진국 시장에서 실하렌의 허가를 받게 되면 진입할 수 있는 엄청나게 큰 잠재 시장이 있다.

### 올해부터 미국시장 매출 시작

동사는 현재 FDA에 실하렌 허가절차를 진행중에 있다. 올해 하반기에는 FDA 허가를 득할 것으로 예상되고, 이미 고객사 확보가 어느정도 진행되고 있는 상황이어서 매출 발생까지 기대된다. 당사는 기존에 미국시장 진입시기를 2024년 하반기 기정도로 예상하였으나, 빠르면 1년정도 앞당겨질 것으로 기대된다. 미국의 렌즈 시장은 약 7조원 규모이고 80% 이상이 실리콘 하이드로겔 렌즈이기 때문에 동사 입장에서는 모두 추가로 발생할 수 있는 매출이다(현재 미국매출 없음). 또한 일본과 중국, 중동도 하반기에 실하렌 허가를 받을 것으로 예상돼, 주요 선진국 시장에서 매출이 쿼텀점프할 수 있는 구간에 진입하고 있다는 판단이다. 동사의 해외 매출은 모두 ODM으로 이뤄지기 때문에 마케팅비나 사업운영을 위한 비용을 걱정할 필요는 없다.

### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, %, 배)

결산(12월)	2019	2020	2021	2022F	2023F
매출액	926	882	1,168	1,301	1,530
영업이익	226	151	282	332	430
영업이익률	24.4	17.1	24.1	25.5	28.1
세전이익	220	151	266	316	424
지배주주순이익	176	115	190	242	339
PER	17.7	22.2	19.0	15.2	11.4
PBR	2.3	1.8	1.9	2.0	2.1

자료: FS리서치, 텔레그램-<https://t.me/FSResearch> 홈페이지- <http://www.fsresearch.co.kr/>

FS리서치 텔레그램	FS리서치 홈페이지
	

### 중장기 성장 가시성 높아, 밸류에이션 리레이팅까지 기대

2021년부터 유럽시장에서 실하렌 매출이 본격적으로 증가하고 있지만, 올해 3분기 누적 실하렌의 해외 매출은 고작 93억이다. 해외매출 비중의 겨우 13.9%이다. 향후 미국, 유럽, 일본, 중국시장에서 실하렌 매출이 본격화 되면서 선진국 렌즈 시장의 실하렌 비중처럼 70%까지 실하렌 매출 비중이 상승한다고 가정했을 때, 향후 1,600억 이상 실하렌 매출이 발생할 수 있다. 즉, 현재보다 약 15배 이상 실하렌 매출이 증가할 수 있다. 현재 그 시장 진입의 초입에 있다면 밸류에이션 리레이팅이 가능하다는 판단이다.

올해 동사의 매출액은 1,530억원(+17.6%), 영업이익은 430억원(+29.4%)을 전망한다. 이는 신규 고객사 확보에 따른 매출 발생과 하반기 주요 선진국 시장 제품허가에 따른 신규 매출에 기인하고 수익성이 개선되는 이유는 수율 개선에 따른 생산성 증가 때문이다.

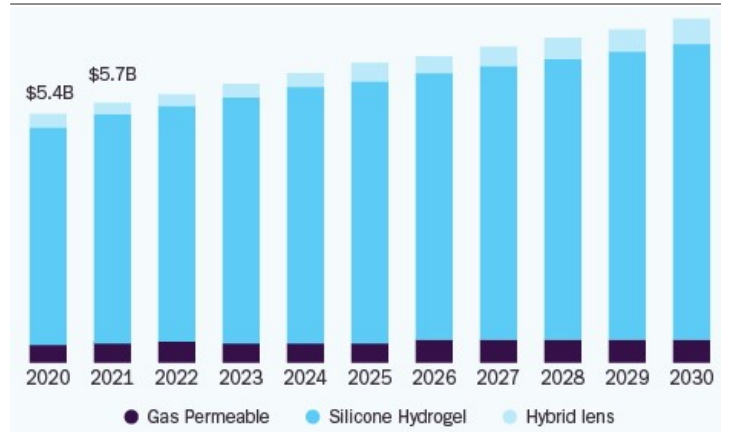
정리하자면, 2023년 하반기 실하렌 시장 진입으로 향후 실적은 지속적으로 개선될 가능성이 있다. 올해 PER 11.4배인데 내년에는 10배 미만까지 하락할 것이다. 향후 실하렌 매출로만 현재 수준의 매출을 낼 수 있는 잠재 시장이 열리고 있는데 PER 10배 수준에서는 리레이팅을 기대해볼만하다는 판단이다.

그림1. 지역별 콘택트렌즈 시장규모



자료: Polais Market Research Analysis

그림2. 복미 제품별 콘택트렌즈 시장규모



자료: Grand View Research

## ▶ Compliance Note

---

- 동 자료는 투자에 대한 참고자료일뿐, 투자로 인한 손실이 발생했을시에 FS리서치에서 책임지지 않습니다.
  - 동 자료에 게재된 내용들은 자료작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었습니다.
  - 동 자료에 언급된 내용은 신의성실하게 작성하였지만, 모든 내용이 100% 정확하다고 할 수 없습니다.
  - 당사는 자료 작성일 현재 인터로조의 발생주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
-