



동사의 2022E EPS 2,409원에 Target PER 18.7x를 적용한 45,000원을 목표주가로 제시한다. 본 보고서 논리에 따르면 동사의 매출액은 클리어렌즈, 뷰티렌즈 두 시장의 성장과 ODM 수요 증가에 따라 꾸준히 증가할 것이다. 또한 이익률이 높은 Si-Hy 비중이 높아지고, 새로이 증설하는 3공장의 자동화 및 수율 개선에 따라 영업레버리지 가 강하게 발생할 것이다.

### 투자포인트 1. 컬러, 클리어 모두 다 가져가는 욕심쟁이!

최전방인 콘택트 렌즈 시장 자체는 견조하게 성장하고 있다. 동사의 주력 무대인 컬러 렌즈 시장에서는 ODM 업체들의 구조적 성장이라는 순풍에 Si-Hy 컬러 렌즈라는 돛을 달았다. 시장 규모가 큰 클리어 렌즈 시장에서도 Si-Hy 원데이 클리어 렌즈 개발로 최대 규모의 수요를 충족시킬 모든 준비가 끝났다. 신제품 개발 직후 쏟아지는 신규 계약들이 이를 입증하고 있다.

### 투자포인트 2. 신규 3공장, 알차게 씹어먹을 준비가 되어있지!

동사는 보유 제품군에 대한 수요의 구조적 증가로부터 직접적인 매출 확대 효과를 받을 수 있는 플레이어다. 본 보고서의 4절은, 동사가 CAPA 증설과 원가절감 능력을 통해, 탑라인 성장을 전사적 이익 개선으로 소화해낼 여력이 충분한 플레이어임을 보이고자 한다.

#### 추정 손익계산서

| (단위: 백만 원)   | 2019          | 2020          | 2021           | 2022E          | 2023E          |
|--------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>매출액</b>   | <b>92,569</b> | <b>88,203</b> | <b>116,817</b> | <b>149,085</b> | <b>176,351</b> |
| YoY(%)       |               | -4.72%        | 32.44%         | 27.62%         | 18.29%         |
| 매출원가         | 49,590        | 48,836        | 60,032         | 75,828         | 87,726         |
| 매출총이익        | 42,979        | 39,367        | 56,786         | 73,258         | 88,625         |
| GPM(%)       | 46.4%         | 44.6%         | 48.6%          | 49.1%          | 50.3%          |
| 판매비와관리비      | 20,361        | 24,226        | 28,622         | 32,637         | 36,659         |
| <b>영업이익</b>  | <b>22,618</b> | <b>15,141</b> | <b>28,163</b>  | <b>40,621</b>  | <b>51,967</b>  |
| OPM(%)       | 24.4%         | 17.2%         | 24.1%          | 27.2%          | 29.5%          |
| 기타손익         | 438           | (1,161)       | 4,210          | 493            | 493            |
| 금융손익         | (1,017)       | 1,130         | (5,745)        | (605)          | (605)          |
| 법인세비용차감전순이익  | 22,039        | 15,111        | 26,629         | 40,510         | 51,855         |
| 법인세비용        | 4,483         | 3,567         | 7,608          | 9,793          | 12,535         |
| <b>당기순이익</b> | <b>17,556</b> | <b>11,543</b> | <b>19,020</b>  | <b>30,717</b>  | <b>39,319</b>  |
| NPM(%)       | 19.0%         | 13.1%         | 16.3%          | 20.6%          | 22.3%          |

#### Rating

**Buy**

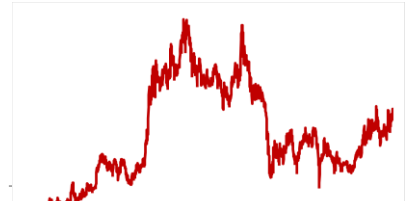
목표주가: 45,500 원

현재주가: 31,350 원

상승여력: 45%

#### 10년 주가추이

시가총액 4,156 억원



#### Balance sheet data

|     |          |
|-----|----------|
| 순자산 | 1,774 억원 |
| PBR | 2.3x     |
| ROE | 12.2 %   |

#### Earning data

|       |         |
|-------|---------|
| PER   | 18.31x  |
| EPS   | 1,497 원 |
| 당기순이익 | 190 억원  |

#### 주요 주주

|           |        |
|-----------|--------|
| 노시철 외 22인 | 31.75% |
| 국민연금공단    | 7.14%  |
| Fidelity  | 5.10%  |

#### SMIC 4 팀

- 팀장 44 기 신승교
- 팀원 44 기 김주희
- 44 기 문준오
- 45 기 이인석
- 45 기 정재완

# CONTENTS

---

|                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| 1. Intro                              | 03 |
| 2. 산업 분석                              | 04 |
| 3. 기업 분석                              | 06 |
| 4. 투자포인트1. 컬러, 클리어 모두 다 가져가는 욕심쟁이!    | 08 |
| 5. 투자포인트2. 신규 3공장, 알차게 씹어먹을 준비가 되어있지! | 19 |
| 6. Valuation                          | 26 |
| 7. Appendix                           | 31 |

## Intro

혹자는 말한다.

*“리오프닝 단물 다 빠졌다.”*

그럼에도 불구하고, 코로나 수혜를 크게 입은 주식들은 Peak-Out의 수렁에서 벗어나기 어려울 수도 있다. 투자를 진행할 때 손익비를 고려한다면, 여전히 리오프닝 수혜를 입는 기업에 주목하는 것은 유효하다.

다음과 같은 의문이 들 수 있다.

*“이미 21년에 보복소비는 다 나온 것 아닌가?”*

*“이미 21년에 리오프닝으로 엮인 주식의 주가는 충분히 가지 않았나?”*

그렇다면 구조적 성장의 흐름 안에서, 22년 리오프닝 수혜까지 추가로 입으며 성장할 수 있는 기업을 봐야 한다.

콘택트렌즈 시장은 근시 인구 증가, 미용 수요 증가에 따라 지속적으로 커지고 있다. 그런데 이 시장은 사용 목적에 따라 클리어, 뷰티 두 가지로 나눌 수 있으며, 이들은 다른 성격을 가지고 있다.

클리어는 뷰티 대비 그 규모가 크며, 시장에 침투하기 위해서는 실리콘 하이드로겔(Si-Hy) 소재에서의 기술력이 입증되어야만 한다. 반면 뷰티는 증가하는 미용 수요에 따라 고속 성장하고 있으며, 다양한 니즈에 따라 그 제품군이 매우 다양하다. 그렇기에 다양한 각 제품군마다 요구되는 상품성을 만족할 수 있어야만 한다.

이러한 상황 속에서, 우리는 양 시장 모두에서 성장을 누리는 기업이 동사임을 주장하고자 한다. 본 보고서에서는 콘택트렌즈 시장을 클리어, 뷰티로 나누어 동사가 각 시장에서 현재 어느 위치에 있으며, 어떤 강점을 갖고 있는지를 입증할 것이다.

*인터로조, 지금부터 시작이다.*

## 산업 분석

### 1.1. 콘택트렌즈 산업

진입장벽이 큰  
콘택트렌즈 산업

콘택트렌즈 산업은 시력교정 및 미용을 목적으로 안구의 각막에 직접 착용하는 콘택트렌즈를 제조 및 판매하는 산업이다. 콘택트렌즈는 눈에 직접 닿는 제품이기에, 각 국가별로 관련 법령 및 기준을 충족하고 인허가를 얻어야만 제조 및 판매가 가능하다. 또한 콘택트렌즈 제품의 개발, 임상실험을 통한 안전성 검증은 단기간 내에 이루어지기 힘들다. 이러한 제도적 절차들은 신규 업체에 대한 진입장벽으로서 작용한다.

콘택트렌즈는 원재료를 배합하여 디자인한 후 금형 제작 및 사출, 공정 설계의 과정을 거쳐 생산된다. 제조 공정으로는 선반절삭법, 스피ن캐스팅, 몰드캐스팅 등의 방법이 있으며, 회사 별로 제품의 디자인, 원료의 배합, 설비 등에서 고유의 노하우가 존재한다. 또한 의료기기 특성상 기술집약적인 특성을 띤다.

시장 자료에 따르면 글로벌 콘택트렌즈 시장은 매년 5% 이상 성장하고 있다. 특히나 아시아에서의 성장세가 가장 두드러지며, 그 중에서도 뷰티 효과가 있는 원데이 뷰티렌즈가 아시아 콘택트렌즈 시장 성장을 견인할 것으로 보인다. 반면 북미나 유럽에서는 시력 교정용 클리어 렌즈가 큰 비중을 차지한다.

### 1.2. 콘택트렌즈의 분류

착용 기간에 따라  
원데이, FRP, 컨벤셔널

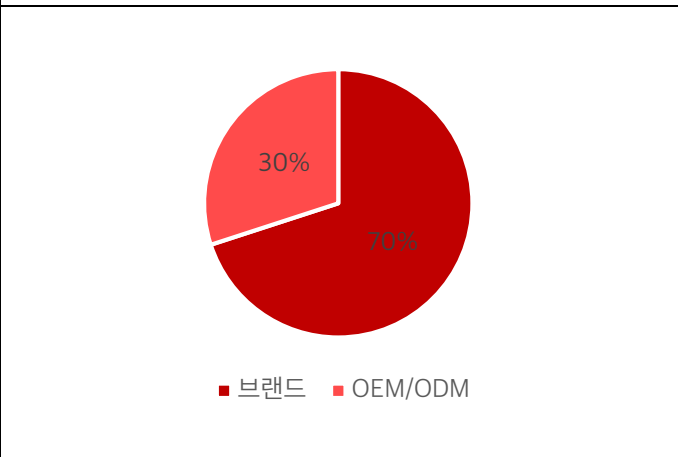
콘택트렌즈는 먼저 착용 기간에 따라 구분할 수 있다. 이는 하루만 사용하고 버리는 원데이, 2주에서 3개월 내외로 사용하는 FRP(Frequent Replacement Lenses), 6개월 내외로 사용하는 컨벤셔널(Conventional)로 구분된다. 원데이 렌즈의 경우 FRP나 컨벤셔널 대비 소모품의 특성이 더욱 강하여, 교체 비용이 장기착용렌즈에 비해 크다. 그러나 착용감, 관리의 편의성, 안구건조증과 같은 부작용 최소화 등의 장점으로 그 수요가 늘고 있다.

그림 1-1. 콘택트렌즈의 분류

|       |              |             |
|-------|--------------|-------------|
| 착용 기간 | 원데이          | 하루          |
|       | FRP          | 2주 ~ 3개월    |
|       | Conventional | 6개월         |
| 사용 목적 | 클리어          | 투명          |
|       | 뷰티           | 유색 혹은 큰 눈동자 |
|       | 하이드로겔        | 착용감         |
| 소재    | 실리콘          | 산소투과율       |
|       | 실리콘하이드로겔     | 착용감과 산소투과율  |

출처: SMIC 4팀

그림 1-2. 산업 내 Players (단위: %)



출처: SMIC 4팀

사용 목적에 따라  
클리어, 뷰티

사용 목적에 따라서는 클리어렌즈, 뷰티렌즈로 구분할 수 있다. 클리어렌즈는 색이 없는 투명한 렌즈로, 오직 시력교정만을 위해서 사용된다. 반면 뷰티렌즈는 색이 있거나, 눈동자가 커 보이도록 사용되는 렌즈이다. 또한 뷰티렌즈는 클리어렌즈와 마찬가지로, 동시에 도수를 넣어 시력 교정이 가능하다.

소재에 따라  
Hy, Si, Si-Hy

마지막으로 소재에 따라 하이드로겔(Hy), 실리콘, 실리콘하이드로겔(이하 Si-Hy) 렌즈로 구분할 수 있다. 하이드로겔 렌즈는 보통 소프트렌즈라고도 부르며, 부드럽고 마찰력이 낮아 착용감이 좋다. 그러나 착용 기간이 짧고, 산소투과율이 낮아 장시간 사용시에는 눈 건강에 좋지 않다. 다음으로 실리콘 렌즈는 보통 하드렌즈라고도 부르며, 산소투과율이 높아 눈 건강에는 하이드로겔 렌즈 대비 좋다. 그러나 반대로 딱딱하여 불편한 착용감을 갖고 있다.

Si-Hy 렌즈는 앞서 언급한 실리콘과 하이드로겔의 장점을 취한 렌즈이다. 하이드로겔 렌즈에 비해 산소투과율이 6배 높지만, 실리콘 렌즈보다 훨씬 좋은 착용감을 지니고 있기 때문이다. 하이드로겔 렌즈의 착용감과 실리콘 렌즈의 높은 산소투과율을 동시에 가진, 개선된 소프트 렌즈라고 할 수 있다.

### 1.3. 산업 내 Players

콘택트렌즈 산업 내 Player는 크게 브랜드와 OEM/ODM으로 나눌 수 있다. 먼저 대표적인 브랜드는 아큐브(미국의 Johnson&Johnson), 쿠퍼비전(미국의 The Cooper Companies), 바슈롬(캐나다의 Bausch Health), 알콘(미국의 Alcon) 상위 4개 업체들이 글로벌 렌즈 시장을 약 70% 과점하고 있다. 국가별 상위 4개사의 점유율은 각 국 특성에 따라 천양지차이며, 일본이나 중국과 같은 일부 국가의 경우, 자국 브랜드의 점유율이 유의미하게 높다.

산업 내 Players  
브랜드와 OEM/ODM

이러한 브랜드 업체들은 콘택트렌즈를 직접 생산하기도 하고, 경우에 따라서 OEM/ODM을 맡기기도 한다. 상위 4개사의 경우는 생산능력을 보유하고 있음에도 불구하고, 제품 다변화를 위해 OEM/ODM과 자주 협력한다. 또한 브랜드를 보유하고 있지만 생산능력이 없는 유통사의 경우는, 대량생산 체제를 갖추기 어렵기 때문에 반드시 OEM/ODM을 이용해야 한다. 이러한 OEM/ODM 업체들은 St. Shine Optical(대만), Ginko International(대만), Pegavision(대만), 인터로조 등이 대표적이다. 시장 자료에 따르면 글로벌 렌즈 시장에서 차지하는 비중은 브랜드가 70%, OEM/ODM이 30%이다.

## 기업 분석

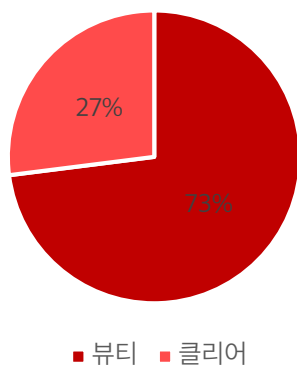
### 2.1. 기업 개요

인터로조는 국내에서 콘택트렌즈를 제조하는 업체 중 유일한 상장사이다. 2010년 코스닥에 상장하였으며, 생산량 기준으로 국내 업체 중 1위이다. 동사는 2001년 미국 FDA 품목 허가를 받아 수출을 시작하였고, 내수보다 수출 비중이 더 큰 기업이다. 이는 USA(FDA), EU(CE), China(CFDA), Brazil(ANVISA) 등 대륙별 주요국의 제품 인증 및 허가를 보유한 덕이다.

동사가 OEM/ODM을 공급하는 국가는 50개 이상으로 파악되며, 미국, 유럽, 중국, 일본, 중동 등에서 제품 인증 및 판매 허가를 보유하고 있다. 지역별 매출 비중은 국내 30%, 유럽 19%, 일본 26%, 중국 8%, 중동 9%로 추산된다.

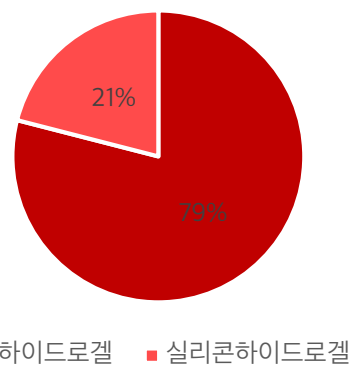
또한 동사는 OEM/ODM 수출뿐만 아니라, 자체 브랜드 사업 또한 영위하고 있다. 누적된 기술력과 영업망을 바탕으로 2010년 처음으로 자체 브랜드인 '클라렌'을 런칭하였다. 국내 브랜드 시장에서는 클라렌을 통해 10% 중반의 점유율을 확보하고 있다.

그림 2-1. 21년 뷰티, 클리어 렌즈 비중



출처: 동사 사업보고서, SMIC 4팀

그림 2-2. 21년 하이드로겔, Si-Hy 렌즈 비중



출처: 동사 사업보고서, SMIC 4팀

동사는 원데이, FRP, 뷰티, 클리어, Si-Hy, 블루라이트 차단 등 다양한 기능성 렌즈를 제조할 수 있는 능력을 갖췄다. 2021년 제품별 매출 비중은 먼저 착용 기간별 분류에 따라 원데이 60%, FRP/Conventional 40%이다. 사용 목적별 분류에 따라 뷰티 73%, 클리어 27%이다. 마지막으로 소재별 분류에 따라 하이드로겔 79%, Si-Hy 21%이다.

동사는 자체 개발한 Si-Hy 원료를 바탕으로 가격 경쟁력, 품질, 기술력을 인정받아 유럽 클리어렌즈 시장에서 고객사를 늘려가고 있으며, 뷰티렌즈를 통해 아시아 시장에서 고성장 중이다. 또한 세계 최초로 Si-Hy 컬러렌즈를 개발하였고, 20년 12월 국내에서 '클라렌O202 컬러M', 21년 3월 '클라렌O202 컬러 원데이3종'을 런칭하여 흥행을 이끌었다.

## 2.2. 주가 분석

그림 2-3. 인터로조 주가분석



출처: SMIC 4팀

- ① : 2012년 3월, 원데이 렌즈 Capa 증설을 위해 2공장을 준공 완료하였다. 기존의 1공장은 FRP, Conventional 렌즈 위주였으나, 원데이 렌즈에 대한 수요가 커지면서 시장이 원데이 중심으로 재편되는 중이었고, 동사 또한 2공장을 통해 원데이 클리어, 뷰티렌즈를 생산하고자 하였다. FRP 대비 원데이의 이익률이 낮기에, 원데이 중심으로 믹스를 전환하는 과정에서 동사의 OPM 또한 낮아졌지만, 큰 폭의 Q 상승으로 매출과 수출 볼륨이 커지면서 주가 또한 꾸준히 상승하였다.
- ② : 기존 존슨앤존슨의 아큐브가 국내 콘택트렌즈 시장에서 매우 높은 점유율을 자랑하던 상황에서, 동사는 적극적인 마케팅을 통해 국내 M/S를 상당 부분 빼앗아 오는 데 성공하였다. 2014년부터 연예인 '수지'를 광고모델로 앞세워 원데이 뷰티렌즈에서 긍정적인 반응을 얻었고, 그 결과 동사는 2014~2015년에 걸쳐 국내부문 매출이 크게 상승하였다. 2015년에는 글로벌 브랜드인 바슈롬을 꺾고 국내 M/S 2위를 차지하는데 성공하였다. 동시에 자체 브랜드 클라렌을 통해 중국시장에 진출한다는 기대감이 함께 반영되며 밸류에이션이 크게 재평가되었다.
- ③ : 국내 뷰티렌즈 경쟁으로 성장이 둔화되었다.
- ④ : PB 뷰티렌즈 제품에 대한 고객 선호도 증가로 국내에서의 경쟁이 심화되었다. 동사 역시 M/S 잠식 방어 차원에서 가격 경쟁에 들어가며 내수 실적이 악화되었다. 자사 브랜드를 통한 중국 수출 또한 기대를 충족하지 못하며 밸류에이션이 낮아졌다.
- ⑤ : 이후 렌즈미, 오렌즈 같은 PB에도 동사가 OEM/ODM을 제공하며 국내에서의 문제를 돌파하였다. PB는 대량생산 및 재고관리 어려워 국내에서의 성장을 지속하지 못하였으며, 문제가 되었던 PB와의 가격 경쟁도 19년에 종결되었다. 이는 아큐브, 클라렌 모두 가격을 인상하였던 것에서 반증된다.
- ⑥ : 코로나로 수요가 감소하며 역성장하였다.
- ⑦ : 리오프닝과 함께 주가가 다시 리레이팅을 기다리고 있다. 21년 3월 Si-Hy 중심 3공장을 완공하였으며, 3공장의 향후 Full Capa는 약 1천5백억원이라고 한다.

## 컬러, 클리어 모두 다 가져가는 욕심쟁이!

### 3.1. 렌즈 전방이 커진다

#### 3.1.1. 근시 인구의 성장

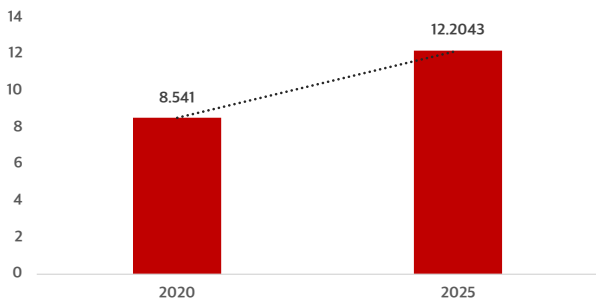
근시 인구의 증가  
→ 전방 확장

콘택트 렌즈 산업의 시장 규모는 나날이 그 덩치를 키워가고 있다. 글로벌 콘택트렌즈의 시장 규모는 2020년 8조 541억원에서 2025년에는 12조 2,043억원까지 **연평균 6.7% 성장**이 예상된다. 가장 대표적인 원인은 근시 인구의 폭발적인 증가다. 2050년까지 전세계 근시 인구가 전체의 49.8%인 47.5억명에 육박할 것이라고 예상될 정도다. 이런 근시의 원인에는 크게 유전적 요인과 환경적 요인이 있는데, 학계에서는 후자에 방점을 두고 있다.

환경적 요인은 자연의 빛에 노출되는 정도를 일컫는다. 근시로부터 자유롭기 위해선 하루 3시간, 1만 럭스 이상의 빛을 쬐야 한다. 만약 10대부터 빛을 충분히 쬐지 못한다면 안구가 정상적인 모양으로 성장하지 못하며 이에 따라 근시의 발발 확률이 증가한다. 또한, 현대 청소년들의 지나친 학습량 및 전자기기 이용은 눈이 초점을 맞추는 시간을 장기화해 공막을 늘려 나게 한다. 이 상태가 장기화시 공막이 제자리로 돌아오지 못해 근시가 악화된다.

그림 3-1. 글로벌 콘택트 렌즈 성장률

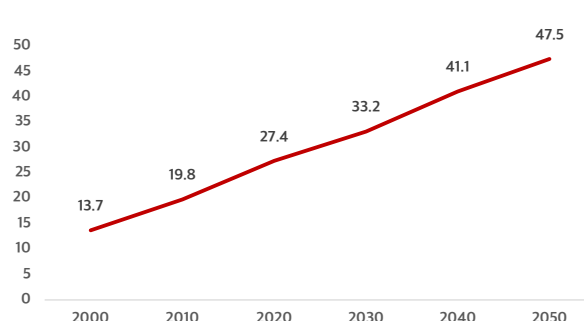
(단위: 조 원, %)



출처: MarketsandMarkets, SMIC 4팀

그림 3-2. 근시 인구

(단위: 억 명)



출처: 미국안과학회, SMIC 4팀

#### 3.1.2. 왜 안경이 아닌 렌즈인가?

그렇다면 왜 안경이 아닌 렌즈인가? 실제로 2017년 51.1%에서 2021년 45.9%로 떨어진 안경 사용률과는 반대로, 렌즈 사용률은 꾸준히 우상향하고 있다. 그렇다면 도대체 왜 안경과 렌즈는 반대의 길을 걷는 것일까?

패션의 도구 뷰티 렌즈

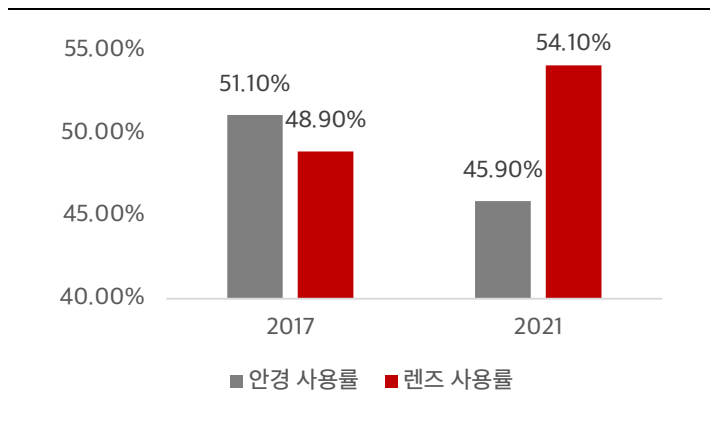
이는 '뷰티'와 연관된다. 렌즈는 단순히 이상 시력을 교정해주는 의료기기를 넘어 개인의 개성과 '미'에 대한 관심을 표출하는 수단으로 자리매김했다. 렌즈는 얼굴의 반을 가려 개인의 매력과 스타일을 잇아가는 안경을 벗어 던지게 해준 구세주다. 여기에 '컬러 렌즈'의 등장은 렌즈가 의료용이라는 딱지를 떼주었다. 컬러 렌즈 덕분에 태어날 때부터 정해진 동공 색깔을 그날의 무드에 맞춰形形色색으로 바꿀 수 있게 되면서, 시력이 좋은 나쁘든, 렌즈는 누구나

자신의 스타일을 뽐낼 수 있는 패션의 도구로 발돋움했다.

우수한 착용감을  
갖춘 렌즈

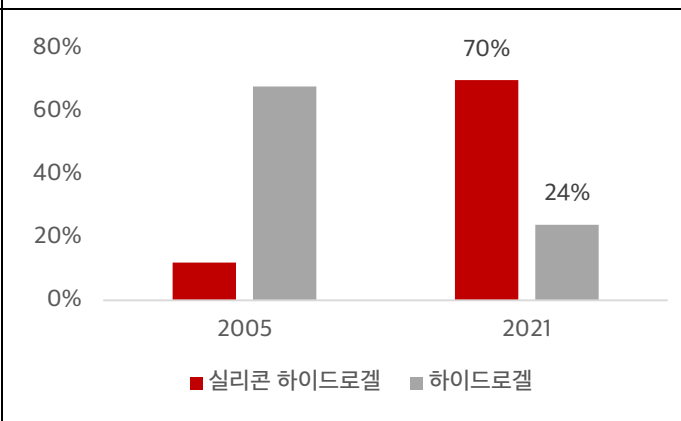
마지막으로 렌즈의 편리성이다. 근본적으로 렌즈가 안경을 대체하기 위해서는 “예뻐 보이기” 전에, 편해야 한다. 기술의 발달은 소비자들의 이질성을 보완해줄 방안을 마련해주었다. 물을 잘 통과할 수 있는 소재로 만들어 친수성이 높은 하이드로겔 렌즈는 물론, 산소 투과율을 중시하는 이들을 위해 Si-Hy 렌즈가 발명됐다. 심지어 이용 주기도 원데이, FRP 등 다변화되며 소비자들의 다양한 선택이 가능해졌다. 이처럼 콘택트렌즈 시장은 나날이 확장되고 있다.

그림 3-3. 근시 인구 내 안경 사용률 렌즈 사용률 (단위: %)



출처: Essilor News, SMIC 4팀

그림 3-4. Si-Hy, Hy 비율 (단위: %)



출처: Contact Lens SPECTRUM(2021), SMIC 4팀

### 3.2. 전방은 두 개의 드라이버로 움직인다

2 Drivers  
= 클리어 & 컬러

혹자는 렌즈 산업의 성장이 개별 기업의 성장을 담보하진 않는다고 우려할 수 있다. 왜냐하면 지역별 국가별로 렌즈에 대한 수요가 상이하기 때문이다. 따라서 개별 기업이 렌즈산업의 구조적 성장 수혜에 완전히 동승하기 위해서는 산업 분석에서도 상술했듯 렌즈 시장을 세분화하여 이해할 필요가 있다. 특히 두 섹터인 클리어와 컬러의 성격과 양상을 파악하고, 이를 각각 공략하는 전략이 필수적이다.

#### 3.2.1. 콘택트 렌즈의 중심, 클리어 렌즈

콘택트 렌즈의 가장 큰 비중은 클리어렌즈가 차지한다. 1887년 최초의 콘택트렌즈가 발명되고 난 후 1985년이 되어서야 최초의 컬러 렌즈가 발명됐다. 이를 반대로 표현하면 결국 클리어 렌즈가 더 오래, 그리고 더 많이 시장을 지배했음을 알 수 있다. 실제로 콘택트 렌즈 시장 규모 1등 북미(27%)와 2등 유럽 시장(23%)의 74%가 클리어렌즈라는 점이 그 방증이다.

클리어 렌즈  
→ Si-Hy 의 인기

최근에는 클리어 렌즈 중에서도 Si-Hy이 Key driver로 급부상했다. 기존 하이드로겔에 비해 높은 함수성과 산소 투과율을 갖췄다는 점에서 큰 호응을 얻고 있기 때문이다. 그림 3-4에서 볼 수 있듯이, 2005년 글로벌 클리어 렌즈 소재 비중은 약 Si-Hy가 10%, Hy 70%였지만 2021년에는 Si-Hy 70%, Hy 24%로 전세가 역전될만큼 Si-Hy로의 전환은 가파르다. 현재 콘택트 렌즈 시장을 과점하고 있는 글로벌 4사(Johnson&Johnson, Alcon, 바슈롬, 쿠퍼비전)는 공통적으로 Si-Hy 제품을 주력으로 생산하고 있다.

특히 글로벌 콘택트 렌즈 시장의 23%를 차지하는 큰 손인 유럽 시장의 가장 핵심적인 특징은 “Si-Hy”과 “클리어”이다. 서양인들은 유형 색깔의 동공을 가져 컬러 렌즈보다는 본연의 목적인 클리어 렌즈쪽 수요가 압도적이다. 실제로 폴란드는 2021년 기준 교정용 클리어렌즈가 전체 시장의 92.4%를 차지한 반면, 뷰티용은 7.7%에 불과했다.

그렇다면 ‘컬러’가 중요하지 않아 클리어렌즈로 시장이 좁혀진 유럽의 수요는 어떤 요소를 중시할까? 아무래도 착용감과 산소 투과율, 합수성 등이 더욱 부각된다. 이에 유럽 시장의 80%는 Si-Hy이 차지한다. 심지어 유럽 Monthly 중 Si-HY 비중은 86.4%에 이른다. 결국 산소 투과율(편안하고 눈 건강에 도움)과 습윤성이 비교적 높은 Si-Hy이 유럽 시장에서 대다수다.

### 3.2.2. 무섭게 치고 올라오는 컬러렌즈

세분화된 수요에 대응  
→ 컬러렌즈 ODM

컬러렌즈 시장은 렌즈의 소재와 색깔이 다양해짐에 따라 지역별, 국가별로 소비자들의 Choice Driver가 상이해졌다. 아무리 거대한 글로벌 4사라고 하더라도, 이 모든 수요 세그먼트를 직접 공략하기에는 무리가 있다. ‘증설’은 공격적인 모험수고, 모든 소비자들을 끌어들이기 위해 새로운 기술 개발에 막대한 비용을 투자하는 것도 득보다는 실이 많기 때문이다. 이에 결국 대형사들도 기존에 잘하던 분야에서의 입지를 공고히 하되, 새로운 수요와 고객에 있어서는 ODM을 맡기는 추세다. 앞으로 이를 지역별로 나누어 살펴보도록 한다.

#### ① 일본-눈에 컬러를 더하다

세계 2위 시장  
+ 강력한 자국 브랜드

일본 콘택트렌즈 시장 규모는 단일 국가 기준 2위이다. 콘택트 렌즈시장의 선발주자인만큼, 일본 콘택트렌즈협회에 가입한 39개의 기업 중 20개 이상이 직접 렌즈를 제작할 수 있으며, 일본 자체 브랜드도 생산 능력을 갖췄다. 대표적인 일본 자사로는 Menicon, Seed, Aire, Sincere 등이 있는데, Menicon은 18.8%로 시장 점유율 2등, Seed는 9.3%로 4위를 기록하며 글로벌 4사 사이에서 그 위용을 뽐내고 있다.

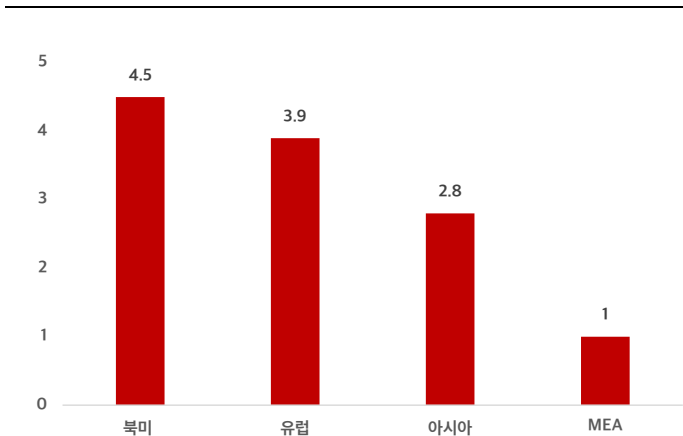
컬러렌즈 선두주자  
일본

특히 시장을 선도하는 Menicon, Seed와 같은 일본 대기업들은 의학 분야에서 시작했기에 안과 관련 네트워크에 강하다. 하지만 의료, 교정용에서 두각을 나타내던 일본 제조업체들사에게 컬러렌즈의 붐은 새로운 패러다임을 의미했다. 일본은 콘택트렌즈뿐만 아니라 컬러렌즈에서도 선구자였다. 최근 급속도로 컬러렌즈 점유율이 증가하고 있는 중국이 2021년에서야 달성한 14%를 일본은 이미 2015년에 이루었다. 그리고 이 이후부터 컬러렌즈 산업은 콘택트 렌즈 상승률과 발맞추어 성장하면서 이 수치에서 완만하게 상승하는 추세를 이어가고 있다.

뷰티 수요 충족을 위해  
ODM 선택한 일본

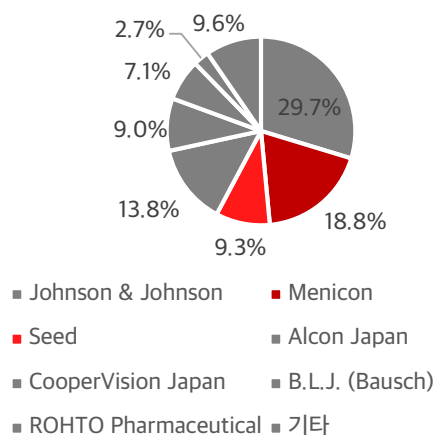
이처럼 젊은이들을 중심으로 미에 대한 관심이 증폭하고, 렌즈를 뷰티 목적으로 구매하는 수요가 늘자 일본 제조업체들은 시장의 니즈를 만족시키면서도 자사의 강점인 착용감, 교정 기술력을 활용하기 위해 컬러렌즈에 강점이 있는 타국에서 수입(ODM)을 선택했다. 애초에 일본 렌즈 수입액은 2021년 기준 전체 시장의 40%를 차지하는데, 이는 컬러렌즈계에서 더욱 큰 경향성을 보인다. 실제로 일본 국내에서 컬러렌즈는 소량 제조되고 있을 뿐, 대부분은 대만과 한국을 포함한 타국에서 수입된다.

그림 3-5. 2021년 글로벌 렌즈 시장 규모 (단위: 십억 달러)



출처: MarketsandMarkets, SMIC 4팀

그림 3-6. 2020년 일본 시장 점유율 (단위: %)



출처: Kotra, SMIC 4팀

## ② 중국 - 춘추전국 시대

고속성장  
+ 치열한 경쟁 구도

중국 콘택트 렌즈 시장규모는 2조원으로 가장 빠르게 떠오르는 별이다. 글로벌 4사를 포함한 상위 5개의 브랜드가 타국에 비해 상대적으로 낮은 50%를 차지하고 있다. 따라서 타 브랜드들이 치열하게 경쟁하고 있고, 이에 바야흐로 춘추전국 시대가 펼쳐지고 있다. 실제로 2017년부터 19년까지 유럽 및 미국 브랜드는 30%에서 20%로 감소하는 반면, 중국과 일본 브랜드 점유율은 50%에서 60%로 증가했다. 이는 중국 콘택트 렌즈 시장 침투율이 일본, 한국 등의 30% 이상에 비해 아직 8%에 불과하여 성장 잠재력이 풍부하기 때문이다.

파편화된 자국 브랜드  
→ ODM 선택

이처럼 빠르게 커지는 시장 속 새로운 기업이 유입되는 과정에서 눈 여겨볼만한 대목은 중국 자국 브랜드의 성장세 및 브랜드 파편화이다. 17년 기준 글로벌 4사가 약 61%의 시장점유율을 차지하고, 자국 브랜드인 하이드론이 약 25%를 점유하며 상위 5개사가 시장의 약 86%를 점유하는 구조였다. 그러나 글로벌 4사의 시장점유율은 지속적으로 감소해왔고, 21년 기준, 하이드론이 16.0%를 점유하며 중국 시장 내 1위로 올라섰다. 그 뒤로 글로벌 4사가 2~5위를 차지하였으나, 점유율 합이 약 35%까지 감소하였다. 그리고 그 빈자리를 수많은 자국 유통업체 브랜드들이 차지하면서 치열한 경쟁이 시작됐다. 중국에서 콘택트 렌즈를 취급하는 업체가 10만여 개에 달할 정도이다.

OEM/ODM  
구조적 성장

그러나 중국 내 생산능력을 갖춘 업체는 몇몇에 불과하고, 나머지 유통업체들은 생산능력이 없다. 파편화되어 있는 시장 특성상 안정적으로 생산 능력을 키워나갈 역량이 부족하다는 것이다. 따라서 그 물량의 생산은 고스란히 한국과 대만의 OEM/ODM 업체들에게 돌아갔다. 실제로 2017-2019년 수입률은 19.7%, 24.7%, 15.6%로 두 자릿수 성장률을 보였다. 더군다나 앞서 언급했듯이, 중국 내 컬러 렌즈 시장의 빠른 성장이 예상되기 때문에 한국과 대만의 OEM/ODM 업체들의 경쟁력은 더욱 상승할 것으로 예상된다. 즉, 중국 렌즈 시장의 파편화라는 상황 속에서 시장의 성장과 함께 OEM/ODM 수요의 구조적 성장이 기대된다

제조는 대만과 한국이

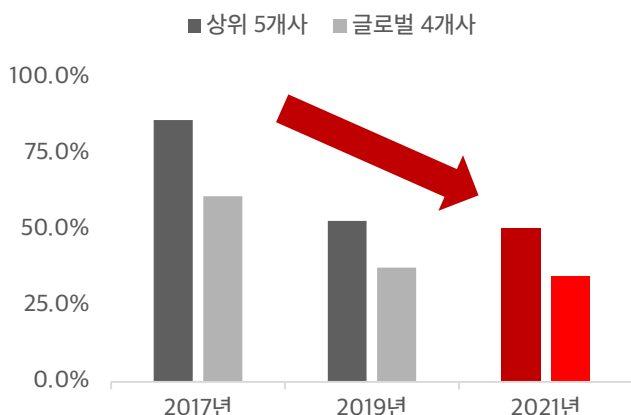
이런 동향은 컬러렌즈 시장에서 더욱 도드라진다. 중국 컬러렌즈 시장은 90~00년대생을 필두로 2016~2019년 연평균 21.07%로 2019년 기준 15.88억위안까지 성장했으며 2026년까지

지 34.82억위안, 연평균 12% 이상으로 커질 예정이다. 컬러렌즈 역시 대만, 한국, 동남아시아에 제조를 맡기는 양상이다. 이런 현상은 기존 중국 소비자들의 근시 교정 기능에 대한 수요와 결합하여 컬러렌즈에 근시교정 기능을 추가한 제품에 대한 수요로까지 이어지며 더욱 심화될 전망이다.

이외에도 소재에 대한 선호도 차이도 크다. 중국의 평균 소득이 증가하면서 기존 하이드겔 소재에서 높은 보습성과 편안함이 강점인 Si-Hy 비중이 증가하고 있다. 2021년 Si-Hy의 점유율은 65%를 차지했다. 결국 중국 시장은 빠르게 몸집이 불어나면서 소비자들이 색깔, 재질 등에서 다양한 수요가 생겨났다. 하지만 중국 자사 브랜드들은 이 모든 수요를 충족할 기술적, 자본적 여유가 부재했기에 부족한 부분은 수입/ODM의 형태로 메우고 있다.

그림 3-7. 중국 내 시장점유율

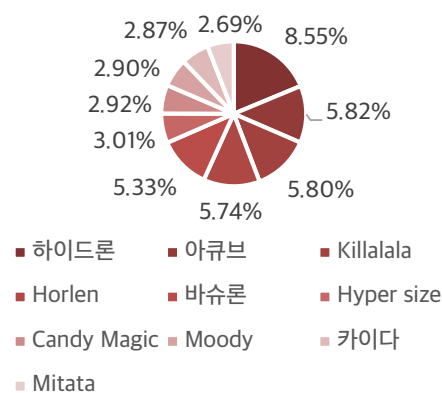
(단위: %)



출처: Euromonitor, SMIC 4팀

그림 3-8. 2020년 중국 컬러렌즈 점유율

(단위: %)



출처: 젠잔산업연구원, SMIC 4팀

### ③ 중동 - 뷰티 온 아이즈

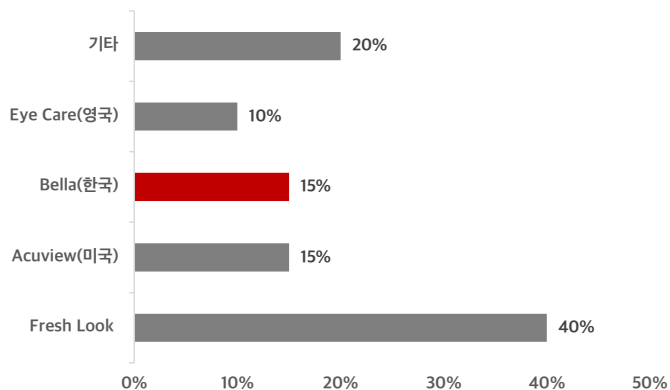
중동  
= 컬러 + 원데이 Si-Hy

중동 렌즈 시장은 2018년 7,140만 달러에서 연평균 4.2%로 증가하고 있다. 꾸준한 성장세 속에서 중동 시장은 크게 두가지 키워드인 '컬러'와 '원데이 Si-Hy'로 압축시킬 수 있다. 중동 소비자, 특히 아랍 여성들은 머리와 몸을 가리는 의복 문화의 영향을 받아 평소 눈 주변과 얼굴을 치장하는데 관심이 크다. 이에 대한 반사 이익으로 컬러 렌즈가 선풍적인 인기를 얻고 있다. 실제로 중동 지역에서 뷰티 렌즈가 차지하는 비율은 전체 콘택트렌즈에서 40-60% 가량을 차지하는데, 이는 타 국 대비 유의미하게 큰 수치이다.

제조는 한국이

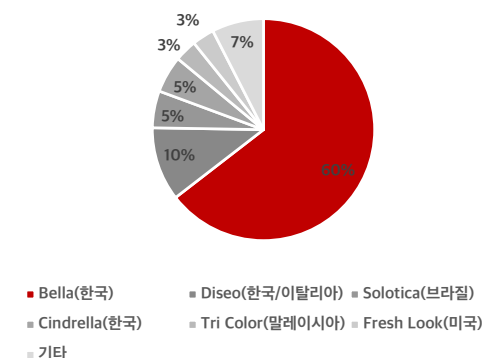
이는 중동 국가들의 콘택트 렌즈 수입 동향에서 잘 드러난다. 2018년을 기준으로 한국이 쿠웨이트 수입 규모 68.3%로 1위, 오만에서는 20.2%로 2위를 기록했다. 한국이 중동 시장에서 높은 점유율을 기록할 수 있었던 원동력은 '뷰티'에 강점을 보였기 때문이다. 특히 한국에 컬러렌즈 위탁생산을 맡기는 브랜드 Bella는 쿠웨이트 뷰티 콘택트렌즈에서 60%를 차지했고, 전체 콘택트 렌즈 시장에서는 15%로 공동 2위를 기록했다. 또한, 고온의 날씨에 모래 먼지가 자주 날리는 기후 환경 때문에 소비자들은 산소 투과율이 높은 원데이 Si-Hy를 더 선호한다. 하지만 모든 브랜드가 이 다양한 수요를 충족할 생산 능력과 기술력을 보유하지는 않았기 때문에, 수입 역시 활발하다.

그림 3-9. 쿠웨이트 전체 콘택트 렌즈 점유율 (단위: %)



출처: Euromonitor, SMIC 4팀

그림 3-10. 쿠웨이트 뷰티 콘택트 렌즈 점유율 (단위: %)



출처: KOTRA 쿠웨이트 무역관, SMIC 4팀

#### ④ 동남아 - 컬러가 먹살캐리

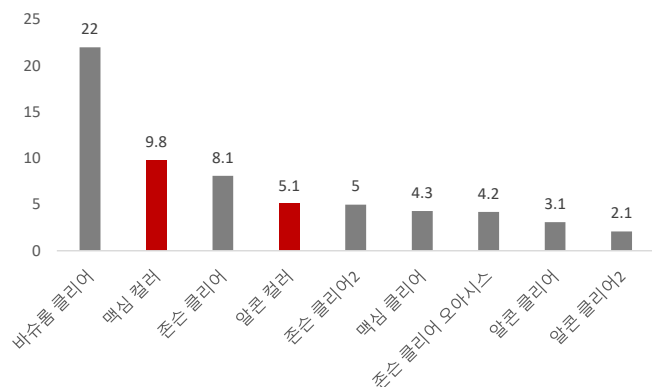
컬러가 이끄는  
시장 성장

동남아시아는 전체 렌즈 시장이 타국 대비 상대적으로 성장 초입이지만, 컬러 렌즈에 대한 수요와 같이 동행하며 폭발적으로 성장하는 모습을 보인다. 특히 미용 시장이 점차 확대됨과 동시에 한류 열풍, K-beauty에 대한 관심이 증폭되면서 컬러 렌즈가 가파르게 성장 중이다.

태국 수입 2위  
= 한국(맥심 컬러렌즈)

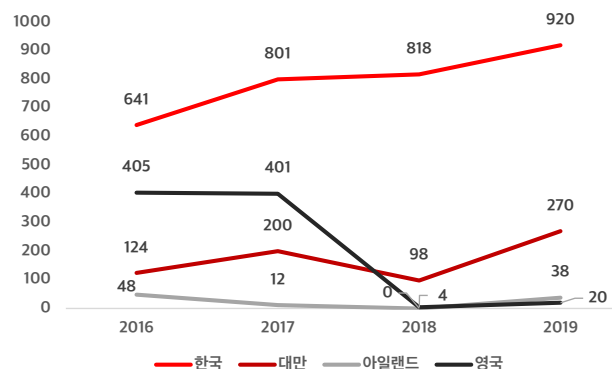
우선, 태국의 수입 동향을 살펴보자. 존슨앤존슨으로 대표되는 1위 아일랜드가 55.9%지만 그 뒤는 25.7%의 한국이다. 한국이 글로벌 4사에 비해 전반적인 인지도가 떨어짐에도 2등에 위치할 수 있었던 이유는 컬러 렌즈를 전문적으로 납품하는 '맥심'의 존재 덕분이다. 당해 콘택트 렌즈 베스트 제품들을 살펴봐도, 맥심 컬러렌즈가 전체 콘택트 렌즈 중 9.8%로 2위에 위치해 있다. 즉, 전체 렌즈 시장에서 확실히 컬러가 인기가 많으며, 이는 대개 컬러렌즈 강국인 한국 또는 대만에서 수입됨을 알 수 있다. 제품별 시장 점유율을 살펴봐도 콘택트 렌즈 중 2위 맥심이 9.8%, 4위 알콘 컬러가 5.1%를 차지해 컬러 렌즈의 인기를 실감할 수 있다

그림 3-11. 2018년국 제품별 시장 점유율 (단위: %)



출처: Euromonitor, SMIC 4팀

그림 3-12. 베트남 콘택트렌즈 수입 동향 (단위: 천 달러)



출처: KOTRA, SMIC 4팀

수입 하락세에서도  
유일하게 상승한 한국

베트남 역시 마찬가지다. 2016-2019년까지 전체 콘택트렌즈 수입 동향은 6,446천 달러에서 2,490천 달러로 하락세였다. 하지만 유일하게 매년 우상향을 한 곳은 컬러렌즈를 주요 수입한 한국이며, 2018년에 잠깐 주춤했지만 대만 역시 컬러렌즈를 납품한다는 점에서 수입동향

의 하락세의 예외였다. 하지만 컬러렌즈를 전혀 제공하지 않는 아일랜드와 영국이 매년 하락했다는 점에서, 베트남 렌즈 시장에서 컬러 렌즈의 중요성을 엿볼 수 있다.

### 3.3. 두 가지 Key Driver 장착 완료, 날아갈 일만 남은 동사

이처럼 클리어 렌즈 시장, 특히 유럽 시장은 Si-Hy 클리어 렌즈 수요가 대부분이다. 컬러 렌즈 시장은 아시아를 중심으로 빠르게 커지며 ODM/OEM 업체들이 수혜를 가져간다. 이런 상황에서 동사의 최고 수혜가 예상되는 이유는 작년 판매를 시작한 두 개의 신제품을 바탕으로 마침내 두 시장에서 핵심 수요를 모두 충족시킬 수 있기 때문이다. 클리어 렌즈 시장에서는 Si-Hy 원데이 클리어 렌즈를 통해 지금껏 본 적 없는 대규모의 수요를 충족시킬 수 있으며, 컬러 렌즈 시장에서는 Si-Hy 컬러 렌즈를 통해 기존 해자를 더욱 공고히 할 것이다. 실제로 작년부터 쏟아지는 신규 계약들이 이를 증명하고 있다.

#### 3.3.1. 클리어 렌즈 - 마지막 퍼즐, 'Si-Hy 원데이 클리어 렌즈' 개발 완료

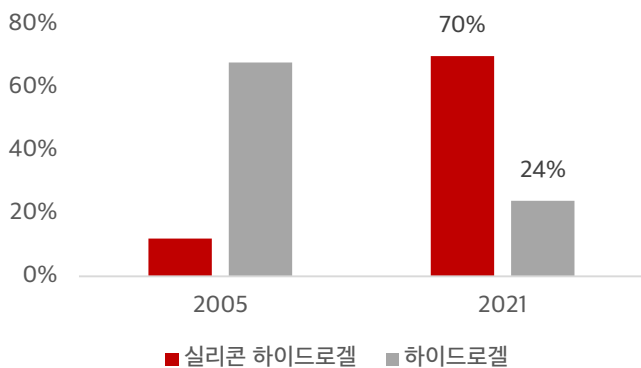
필수적인 클리어 렌즈 시장으로의 진출

아시아를 중심으로 컬러 렌즈 시장이 빠르게 성장하고 있지만, 전 세계적으로는 미국과 유럽을 중심으로 한 클리어 렌즈 시장이 훨씬 큰 상황이다. 따라서 현재 컬러 렌즈 비중이 73%에 달하는 동사로서는 클리어 렌즈 시장으로의 확장이 필수적이다. 동사는 작년 'Si-Hy 원데이 클리어 렌즈'를 개발하면서 마침내 모든 준비를 마쳤고, 신규 고객사와의 계약으로 입증하고 있다.

대세 소재 = Si-Hy  
대세 착용기간 = 원데이

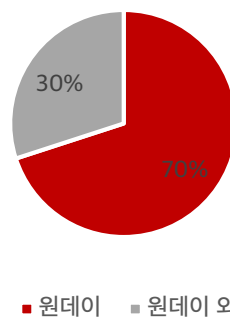
Si-Hy 원데이 클리어 렌즈는 클리어 렌즈 시장 겨냥에 핵심적이다. 앞서 살펴보았듯 클리어 렌즈 시장의 대세 소재는 'Si-Hy'이다. 그리고 대세 착용기간은 '원데이'이다. 콘택트 렌즈 시장에서 원데이가 차지하는 비중은 70%에 달한다. 하루만 사용하는 원데이 렌즈는 가장 위생적이고 감염 위험이 적다고 여겨지고, 세척 등 추가적인 관리가 필요 없기 때문이다.

그림 3-13. Si-Hy, Hy 비율



출처: Contact Lens SPECTRUM(2021), SMIC 4팀

그림 3-14. 2021년 글로벌 콘택트 렌즈 중 원데이 렌즈 비중



출처: 한국IR협의회, SMIC 4팀

클리어 렌즈 시장을 위한 신제품 개발 성공

이처럼 클리어 렌즈 시장을 공략하기 위해 Si-Hy와 원데이는 필수적이다. 동사는 2018년 이전부터 유럽을 중심으로 Si-Hy FRP 클리어 렌즈를 판매해왔지만 핵심 수요인 Si-Hy 원데이 클리어 렌즈를 판매하지 못해 실적 성장에 한계가 존재했다. 하지만 21년 Si-Hy 원데이 클리

어 렌즈 개발을 성공하면서 클리어 렌즈 시장 진출을 위한 모든 퍼즐이 맞춰졌다.

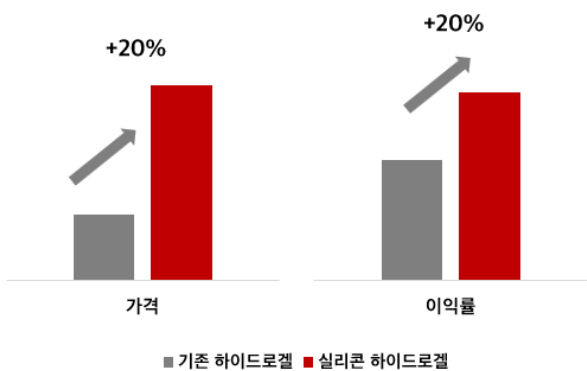
이어지는 유럽 대형  
고객사의 러브콜

시작은 유럽 대형사와의 계약이다. 동사는 제품을 개발한 직후인 21년 4분기부터 프랑스 1위 콘택트렌즈 유통업체인 Ophtalmic, 스페인의 Markennovy와 연 120억 규모의 Si-Hy 원데이 클리어 렌즈 ODM 계약을 체결했다. 규모만 보더라도 유럽은 글로벌 콘택트 렌즈 시장의 23%를 차지하는 큰손이기에, 해당 계약이 의미하는 바는 매우 크다. 또한 제품 개발 직후 대형 고객사와 ODM 계약을 체결한 것은 동사의 Si-Hy 원데이 렌즈의 기술력이 인정받은 셈이므로 더욱 긍정적이다. 유럽뿐만 아니라 국내에서도 21년 11월 Si-Hy 원데이 클리어 렌즈인 ‘클라렌O2O2 원데이’를 출시했고, 국내에서도 클리어 렌즈의 본격적인 성장이 예상된다.

Hy 대비 가격, 이익률  
모두 20% 높은 Si-Hy

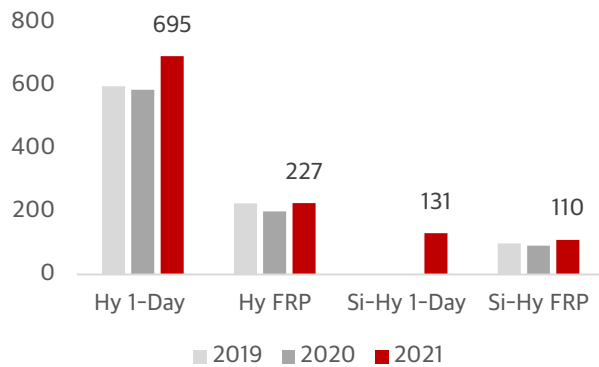
이처럼 동사는 Si-Hy 원데이 클리어 렌즈를 바탕으로 가시적인 성과를 내고 있다. 이는 Si-Hy 렌즈가 Hy 렌즈보다 판매 가격과 이익률 모두 20% 이상 높다는 점에서 동사의 수익성 개선에도 기여한다. 21년 처음으로 Si-Hy 원데이 렌즈 매출이 발생하기 시작했고 이것이 동사 매출의 11%밖에 되지 않는다는 점을 감안한다면, 앞으로 Si-Hy 원데이 클리어 렌즈 매출이 확대됨에 따라 동사 실적 성장의 기울기가 가팔라질 것은 자명하다.

그림 3-15. Si-Hy와 Hy의 가격, 이익률 차이



출처: 동사 IR, SMIC 4팀

그림 3-16. 동사 제품별 매출 추이 (단위: 억 원)



출처: 동사 사업보고서, SMIC 4팀

일본에게 클리어 렌즈도  
인정받기 시작

동사 클리어 렌즈의 퍼포먼스는 국내와 유럽에 국한되지 않는다. 일본에서는 컬러 렌즈를 꾸준히 공급해 온 기존 대형 고객사 PIA, From-Eyes로부터 클리어 렌즈 수주를 신규로 확보했고, 올해부터 공급하기 시작한다. 컬러 렌즈를 기반으로 성장한 일본 시장에서 21년을 기점으로 클리어 렌즈의 기술력 또한 인정받고 있는 것이다.

경쟁사 물량까지  
빼앗아 온 동사

특히 From-Eyes의 경우, 품질 이슈로 인해 대만 업체에게 공급받던 70억 규모의 클리어 렌즈 ODM 계약을 끊고 해당 물량을 100%로 동사에게 이전했다는 점이 고무적이다. 아시아의 ODM 강자인 대만 대비 동사 제품의 퀄리티가 인정받은 사건이기 때문이다.

현재 동사가 일본으로 공급하는 렌즈는 대부분 Hy 렌즈이다. 일본 내 Si-Hy 렌즈 비중이 상승함에 따라, Si-Hy 제품 포트폴리오를 모두 갖춘 동사의 추가적인 수혜도 예상된다. 일본에서 Si-Hy 렌즈의 비중은 꾸준히 상승하는 추세이고, 21년 기준 콘택트 렌즈 내 비중은 38%이다. 글로벌 평균 70%와 비교할 시 앞으로 계속해서 그 비중이 높아질 것으로 예상된다.

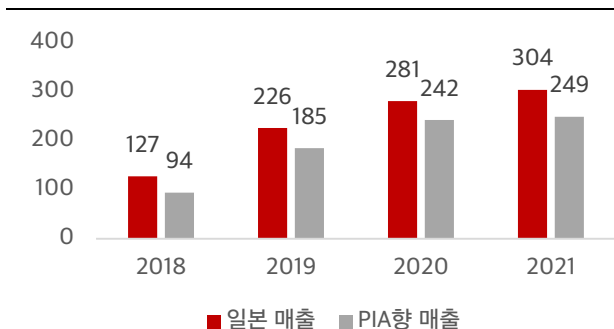
## 3.3.2. 컬러 렌즈 - 원래 잘했고, 앞으로는 더 잘할 수밖에 없다

컬러 렌즈 시장의  
터줏대감인 동사

그렇다면 컬러 렌즈는 어떨까? 앞서 살펴보았듯이 아시아의 컬러 렌즈 시장은 한국과 대만 ODM 업체들의 성장 발판이 되었고, 동사 또한 컬러 렌즈를 기반으로 성장해왔다. 실제로 동사 제품내에서 컬러 렌즈의 비중은 점차 높아져왔고, 21년 기준 동사 제품의 73%가 컬러 렌즈이다. 일본의 경우를 살펴보면, 대형 고객사인 PIA향 매출이 증가하면서 동사의 일본 매출이 빠르게 성장해왔다. 심지어 코로나로 인해 국내를 포함한 타국가에서의 매출은 전부 감소한 반면 일본에서는 20, 21년 연속으로 성장했다. 일본 내에서 동사의 컬러 렌즈가 인정받으면서 코로나도 모른 채 그 규모를 나날이 키워 나가는 것이다.

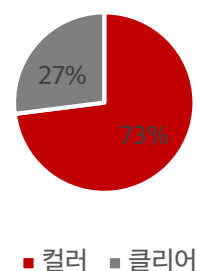
그림 3-17. 동사 일본 매출 추이

(단위: 억 원)



출처: 동사 사업보고서, SMIC 4팀

그림 3-18. 21년 동사 컬러 렌즈, 클리어 렌즈 비중 (단위: %)



출처: 동사 사업보고서, SMIC 4팀

이처럼 컬러 렌즈를 기반으로 성장해온 동사는 20년 말 세계 최초로 'Si-Hy 컬러 렌즈'를 개발한 후 국내에서 자체 브랜드로 판매 시작하면서 마침내 컬러 렌즈계의 화룡점정을 찍었다. Si-Hy 컬러 렌즈는 쉽게 말해 '산소 투과율이 높은 컬러 렌즈'라 할 수 있다. 컬러 렌즈는 클리어 렌즈 대비 산소투과율이 낮으므로 단기간만 사용해도 피로도와 부담이 높다는 치명적인 단점이 존재하는데, 해당 제품은 그러한 단점을 해결했다.

Si-Hy 컬러 렌즈,  
세계 최초로 개발!

몇몇 브랜드가 Si-Hy 컬러 렌즈라 불리는 제품을 판매하기도 했지만, 해당 제품은 산소 투과율을 밝히지 않거나 낮으므로 엄밀하게 'Si-Hy 컬러 렌즈'라고 부를 수는 없다. 반면, 동사는 소재는 Si-Hy이고, 컬러를 갖고 있으며, 산소투과율은 130Dk/t(-@3.00)에 달하는 진정한 Si-Hy 컬러 렌즈를 세계 최초로 개발한 후 20년 12월부터 국내에서 판매하기 시작했다. 즉, 건강과 미용을 모두 챙길 수 있는 가히 혁신적인 제품이 탄생한 것이다.

사측에 의하면 제품 개발 후 1년 반이 지났지만 아직 Si-Hy 컬러 렌즈를 추가로 개발한 기업은 한 곳 밖에 없다고 한다. 이마저도 렌즈의 기술력을 나타내는 양대 지표 중 하나인 흡수율 측면에서 동사보다 품질이 열위라는 객관적 자료가 존재한다.

실제 숫자로 입증되는  
Si-Hy 컬러 렌즈의 인기

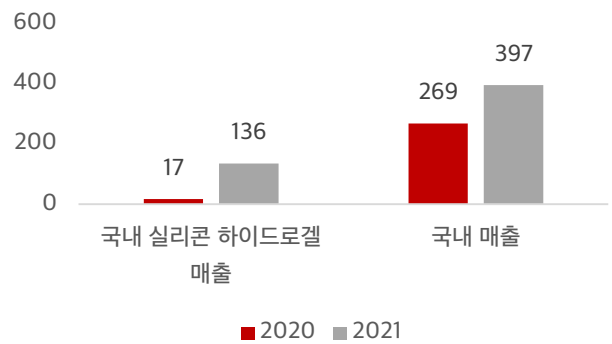
신제품 개발 직후 동사는 Si-Hy 컬러 FRP 제품 1개와 원데이 제품 3개를 연달아 출시했다. 아이돌 그룹 잇지(ITZY)를 내세워 '산소컬러 렌즈'라는 공격적인 마케팅을 펼쳤고 소비자 반응도 매우 긍정적이었다. 실제 숫자가 이를 뒷받침해주는데, 국내 Si-Hy 렌즈 매출은 20년 17억에서 21년 136억으로 증가했고, 이는 대부분 '클라렌 O2O2 컬러' 제품이 견인한 상승이다. 동기간 국내 매출도 269억에서 397억으로 47.58% 증가했다.

그림 3-19. 클라렌O2O2 이지 광고



출처: 클라렌 유튜브, SMIC 4팀

그림 3-20. 국내 Si-Hy 매출, 국내 매출 추이 (단위: 억 원)



출처: 동사 사업보고서, SMIC 4팀

컬러 렌즈에 소홀했던  
글로벌 4 사도 고객사로

이렇듯 동사는 컬러렌즈에서 상당한 강점을 갖고 있기에, 글로벌 4사의 컬러렌즈 OEM/ODM 수주 또한 받기 시작하였다. 그동안 글로벌 렌즈 시장의 약 70%를 과점하고 있는 글로벌 4사는 컬러 렌즈보다는 클리어 렌즈에 집중해오는 모습이었다. 컬러 렌즈는 그 수요도 작았고 빠르게 변화하는 트렌드에 국가별로 기민한 접근과 다품종 소량생산이 요구됐기 때문이다. 또한, 모양을 넣는 과정이 복잡하고 불량률도 높았다. 따라서 컬러 렌즈 생산에 힘쓸 이유가 없었다.

컬러 렌즈 생산은  
OEM/ODM 방식으로

하지만 최근 빠르게 성장하고 있는 아시아 렌즈 시장에서는 컬러 렌즈에 대한 수요가 굉장히 높다. 이에 글로벌 4사에서도 아시아 시장 진출을 위해 컬러 렌즈에 주목하고 있다. 그러나 클리어 렌즈와는 다르게 OEM/ODM 방식의 생산을 시작하고 있는데, 이는 큰 비용 부담 없이, 기존 공급망과 브랜드 파워를 이용하며 안정적으로 시장에 진출할 수 있기 때문이다. 특히나 그 품질을 인정받아온 한국과 대만의 OEM/ODM 업체에 컬러 렌즈 생산을 맡기는데, 실제로 글로벌 4사 중 바슈롬과 알콘은 한국과 대만 업체에 컬러 렌즈 OEM/ODM을 맡기기 시작했다. 즉, 아시아 컬러 렌즈 시장의 성장과 함께 OEM/ODM 수요의 구조적 성장이 예상된다.

글로벌 2위 업체  
'알콘'과의 계약

그러한 상황에서 동사는 Si-Hy 컬러 렌즈라는 강력한 무기를 손에 넣었고, 곧바로 글로벌 2위 콘택트렌즈 기업인 알콘과 손을 잡았다. 21년 1월 동사는 알콘과 연 120억 규모의 ODM 계약을 체결했고 알콘을 통해 아시아 9개국에 컬러 렌즈를 공급한다. 공급하는 소재 별 비중은 정확히 알려져 있지 않지만 Si-Hy 컬러 렌즈도 공급한다고 알려져 있다.

Si-Hy 컬러 렌즈 판매를 시작한 후 3개월만에 글로벌 2위 기업인 알콘이 동사에게 손을 내민 것은 글로벌 기업에게도 동사의 컬러 렌즈, 그 중에서도 Si-Hy 컬러 렌즈의 기술력이 인정받고 있음을 보여준다. 세계 2위 알콘의 브랜드 가치와 동사의 선도적인 기술력이 합쳐졌으므로 아시아 컬러 렌즈 소비자들의 기대를 십분 만족시킬 것이란 전망도 전혀 무리가 아니며, 그에 따라 향후 알콘향 ODM 매출도 증가할 것으로 기대된다.

### 3.4. 국내외 경쟁사 분석

**동사는 국내 경쟁력 높음**

동사는 국내에서는 자체 브랜드, 해외에서는 OEM/ODM으로 두 트랙 전략을 펼치고 있다. 국내 시장에서의 경쟁 브랜드와, 대만의 OEM/ODM 경쟁사를 나눠서 살펴보자. 국내 시장의 경우 작년 기준 브랜드별 점유율은 아큐브 40%, 클라렌 14%, 쿠퍼비전 10%, 바슈롬 10% 수준이다. **동사의 국내 점유율 14%는 해외 국가에서 자국 1위 브랜드의 점유율을 보면 상당히 높은 수치임을 알 수 있다.** 대부분의 국가에서는 글로벌 업체들이 과점하고 있는 형국이고, 자국 브랜드 파워가 강한 곳은 한국과 일본뿐이다. 일본의 경우 MENICON이 점유율 18.8%의 자국 1위 브랜드로, 동사의 국내 파워가 얼마나 강한 지 알 수 있다.

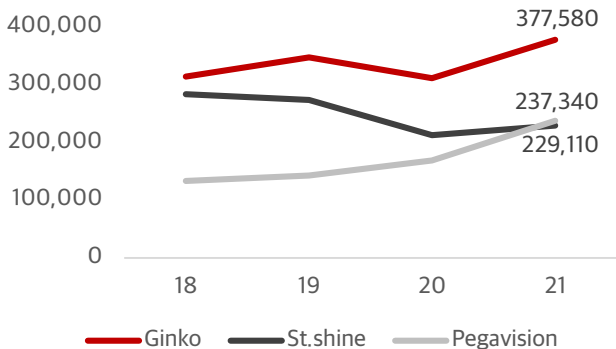
**국내 시장 경쟁력**

- 1. 가격 경쟁력
- 2. 컬러 렌즈 강점
- 3. 마케팅 파워

클라렌이 국내 시장에서 글로벌 4개사 중에서 3개사를 이기고 점유율 2위에 올라설 수 있었던 이유는 크게 **가격경쟁력, 컬러 렌즈의 강점, 마케팅 파워로 요약할 수 있다.** 특히 마케팅 파워가 강한데, 과거에는 ‘수지 렌즈’와 최근에는 ‘잇지 렌즈’로 트렌드에 맞는 공격적인 마케팅을 펼치고 있고 실제로 그에 따라 점유율은 꾸준히 높아졌다. 작년부터 판매하기 시작한 Si-Hy 제품들은 클라렌의 국내 성장을 가속시킬 것으로 전망한다.

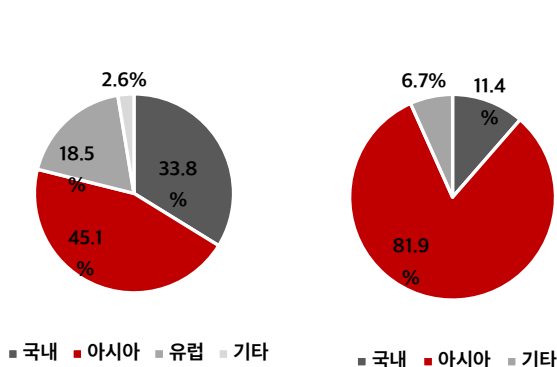
다음으로 대만의 OEM/ODM 경쟁사를 살펴보자. 글로벌 콘택트 렌즈 OEM/ODM 시장의 핵심 key player는 대만과 한국이며, 그중 대만의 규모가 압도적이다. 대만의 핵심 기업은 Ginko, St.Shine, Pegavision이다. 그러나 St.Shine은 꾸준히 역성장해왔다. 따라서 **대만 업체 중 위협적인 존재는 Ginko와 Pegavision으로 압축되는데, Ginko는 브랜드 사업에 집중할 수 밖에 없고 Pegavision은 아시아에만 집중한다는 점에서 동사의 경쟁력이 확보된다.**

그림 3-21. 대만 주요 OEM/ODM 업체 매출 추이(단위: 백만원)



출처: 각 사 사업보고서, SMIC 4팀

그림 3-22. 동사(좌), Pegavision(우)의 지역별 매출 비중



출처: 각 사 사업보고서, SMIC 4팀

- St.Shine → 역성장
- Ginko → 브랜드 집중
- Pegavision → 아시아만

**Ginko의 경우** 자체 브랜드 ‘HYDRON’의 중국 내 점유율 1위 방어와 성장을 위해 계속해서 비용을 지출하여, **OEM/ODM이 아닌 브랜드 사업에 집중할 것으로 보인다.** 실제로 Ginko의 GPM은 꾸준히 50%를 웃도는 수준인 반면, OPM은 계속 하락하여 작년 12%를 기록했다. **Pegavision의 경우** 아시아 매출이 16년 78.8%에서 21년 93.3%로 상승하면서 **사실상 아시아에만 주력하고 있다.** 반면, 동사는 유럽과 아시아 모두에서 고객사를 확보하여 매출처가 다 변화되어 있고, Pegavision의 주력 무대인 아시아에서도 충분히 경쟁력을 확보하고 있다. 3.3에서 살펴본 신제품 개발, 고객사 다변화, 기존 고객사항 매출 증가가 이를 방증한다.

## 신규 3공장, 알차게 씹어먹을 준비가 되어있지!

동사는 보유 제품군에 대한 수요의 구조적 증가로부터 직접적인 매출 확대 효과를 받을 수 있을 것이다. 본 보고서의 4절은, 동사가 충분한 CAPA와 원가절감 능력으로, 탑라인 성장을 전사적 이익 개선으로 소화해낼 여력이 충분한 플레이어임을 보이고자 한다.

이러한 View를 뒷받침하기 위해, 다음 순서에 따라 보고서의 논리를 전개한다.

- 1) 동사는 전방 시장의 요구를 충족하기에 충분한 CAPEX 집행을 이루었는가? (4.1.)
- 3) 동사는 원활한 Cost Control 능력으로, 외형 확장을 이익까지 끌어올 수 있는가? (4.2.)
- 4) 결론적으로 이번 CAPEX 증가에서, 동사는 어느 정도의 수혜를 입을 수 있는가? (4.3.)

### 4.1. 쏟아지는 수주, 증설로 대응하는 동사

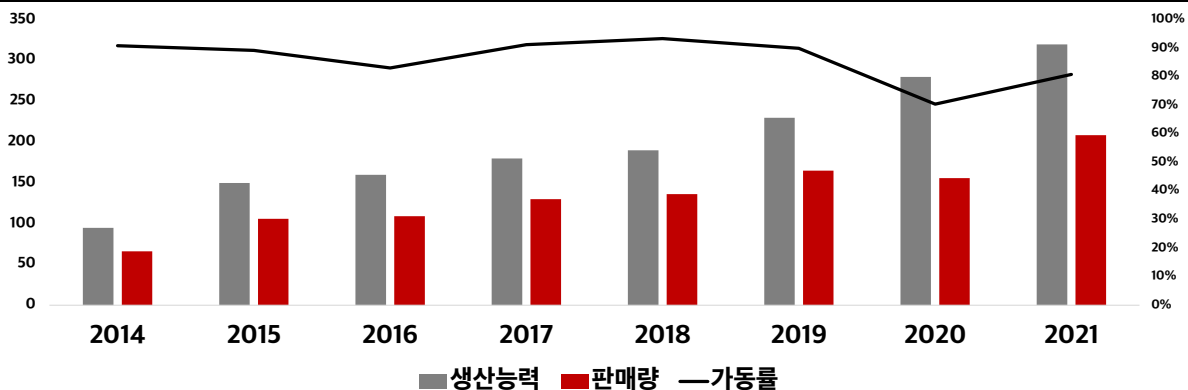
#### 4.1.1. 타이밍을 아는 놈, 캐파왕 인터로조!

증설하는 족족 완판  
멈추지 않는 공장

동사의 생산능력은 신규 설비 도입과 효율성 제고를 위한 공정개선을 통해 지속적으로 향상되어 왔다. **컨택트 렌즈에 대한 수요의 구조적 증가에 발맞추어, 외형 확장을 늦추지 않았던 모습이다.** 실제로 매년 4000만개 수준의 증분으로 꾸준히 CAPA를 키워 왔다. 공격적인 증설에도 가동률을 일정 수준 이상으로 유지하며 생산실적과 판매량, 매출 탑라인 성장이 동행하였던 것으로 분석된다.

그림 4-1. 동사 출하량 기준 생산능력, 판매 수량, 가동률 추이

(단위: 백만 개, %)



출처: 동사 사업보고서, SMIC 4팀

#### 4.1.2. 실리콘 총탄, 탄탄하게 장전 완료!

유럽 고객: 인터로조,  
Si-hy 줌 만드러조!

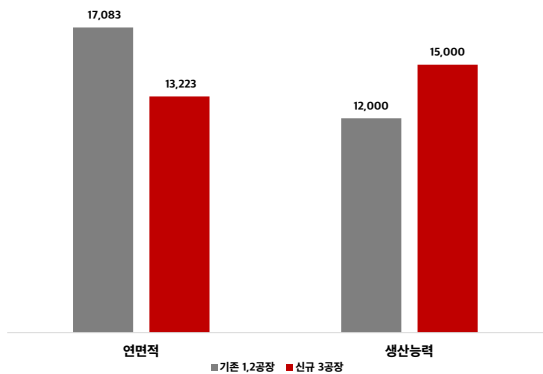
앞서 서술하였듯 Si-Hy 렌즈는 클리어 렌즈 시장의 Key Driver이다. 동사 역시 Si-Hy 소재의 제품을 일부 제조하긴 하였으나, 핵심 원료 물질을 외부에 의존할 수밖에 없었기에 매출 볼륨을 그 이상으로 확대하기 힘든 구조에 있었다. 그러나 동사 역시 지난 2020년 4분기를 기점으로 Si-Hy 소재를 내재화하였다. **클리어 렌즈 시장에서의 저변 확대가 기대되는 상황이며, 실제로 프랑스 1위 콘택트렌즈 유통업체인 옴탈믹과 스페인 마켓노비 등 대형 거래처로**

의 ODM 수주 소식이 속속들이 들리는 중이다.

실리콘 하이드로겔  
전용 신규 3 공장

신제품 및 신규 고객사 수주 대응을 위해, 동사는 평택에 위치한 기존 1,2공장에 더해 **신규 3공장을 준공, 2022년부터 본격 가동시킬 전망이다.** 3공장 신규 라인은 Si-Hy 원재료를 겨냥해 증설될 전망이며, **단순 연면적으로만 비교해도 신규 3공장은 기존 공장 부지 전체의 합에 육박한다.** 금액을 기준으로 측정할 경우 신규 공장의 생산 능력은 더욱 인상적이다. 연간 1,500억원 수준 이상으로, 기존 CAPA보다 수익성이 비약적으로 개선된 모습이다.

그림 4-2. 동사 기존/신규 공장 면적, CAPA 비교 (단위:m2, 십억 원)



출처: 동사 사업보고서, SMIC 4팀

그림 4-3. 글로벌 4사 One-Day 클리어렌즈 제품별 스펙

| 회사    | 브랜드      | 렌즈소재      | 개당 소비자가격 |
|-------|----------|-----------|----------|
| 존슨앤존슨 | 아큐브 오아시스 | 실리콘 하이드로겔 | 1800원    |
| 바슈름   | 울트라 원데이  | 실리콘 하이드로겔 | 1800원    |
| 알콘    | 토탈원      | 실리콘 하이드로겔 | 1800원    |
| 쿠팡비전  | 클래리티     | 실리콘 하이드로겔 | 1300원    |
| 인터로조  | 클라렌      | 하이드로겔     | 900원     |

출처: 동사 IR, SMIC 4팀

#### 4.2. 비용 절감으로 한 번 더 Quantum Jump!

지금까지 동사는 전방 P, Q의 확대를 소화할 충분한 CAPA를 보유하고 있었으며, 올해부터 본격적으로 온기 반영될 것임을 보였다. [4.2.]절은 이에 더해, 동사가 효율적인 Cost 관리로 흡수한 Q, P의 확대를 이익 하단까지 끌어올 수 있음을 보이겠다.

##### 4.2.1. 렌즈 산업, 제조업 주제에 노동력 원통?!

검품직 인력이  
대규모로 동원

통상 제조업 공장에 동원되는 인력은 크게 두 가지다. 첫째로 오퍼레이터직(Operator, 이하 O/P)으로 불리는, 주로 남성 직원이 채용되는 무한 반복의 노동직, 다른 한 종류가 **검품직(Quality Control, 이하 Q/C)로, 입력한 제품으로 알맞게 출력되었는지 하나하나 눈으로 검사한다.** O/P와 달리, 여성 직원의 비중도 높아질 수 있는 분야다. 동사는 단기 근무 인력 가운데 특히 Q/C 직원을 대량으로 고용중이다. 여성 직원의 절대값이 일정 수준 이상으로 유지되고 있으며, 동사 IR 문의 결과, **공장 전체 고용인력의 30% 이상의 검품직에 해당한다.**

30% 가 불량품  
일일이 눈으로 검품

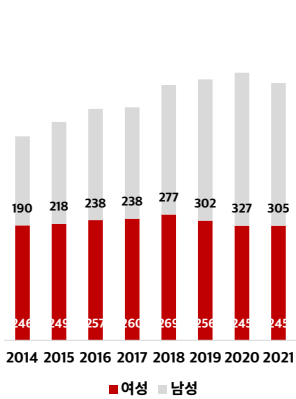
검품직이 많이 필요한 것은, 고질적으로 수율이 낮다는 렌즈 생산업 고유의 특성에서 기인한다. 렌즈는 대량 생산을 위해, 붕어빵처럼 틀에 찍어내는 방식으로 만든다. **생산하고자 하는 상품의 도수가 얼마나 정확히 나오는지 나타내는 것이 적중률이다.** 렌즈는 촉촉하고 산소 투과율이 높을수록 고객에게 편하고, 고부가가치 제품이 될 수 있다. 그러나 이러한 소재 특성은 공정 과정에는 그만큼 불리하고, 컨트롤하기 쉽지 않도록 만든다. 렌즈가 부드러우면 부드러워질수록, 입력했던 도수와 다른 결과물이 나오는 경우가 잦다. **기존 소프트렌즈 공정의**

도수 적중률은 70% 수준으로, 나머지 30%의 출하량은 즉시 비용 처리된다.

렌즈산업 C 컨트롤의  
Key: 인건비!

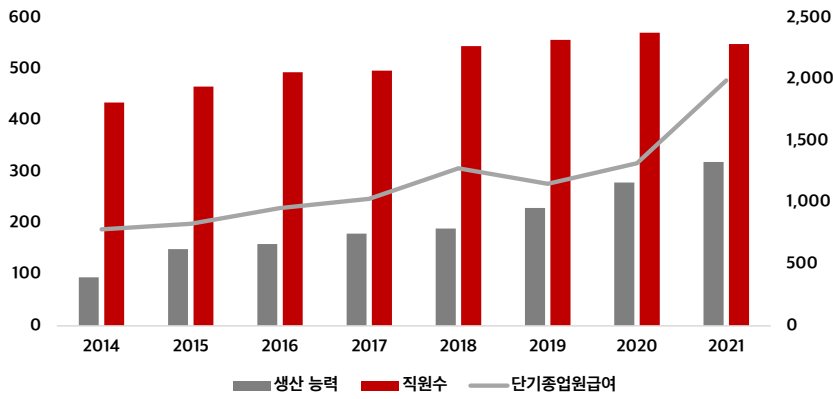
그간 동사는 공장 증설 때마다 인건비 부담 역시 가파르게 증가하였던 모습이다. 공장에서 한번에 찍어내는 기계 라인이 증가할수록, 이들이 알맞게 출력되었는지 지켜보는 인력 역시 비례적으로 증가한다는 뜻이다.

그림 4-4. 동사 직원 성별 비중



출처: 동사 사업보고서, SMIC 4팀

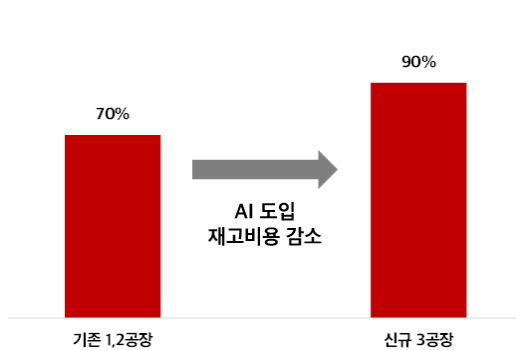
그림 4-5. 생산능력, 급여 지급액, 직원 수 증감 추이 (단위: 백만 개, 백만 원, 명)



출처: 동사 IR, SMIC 4팀

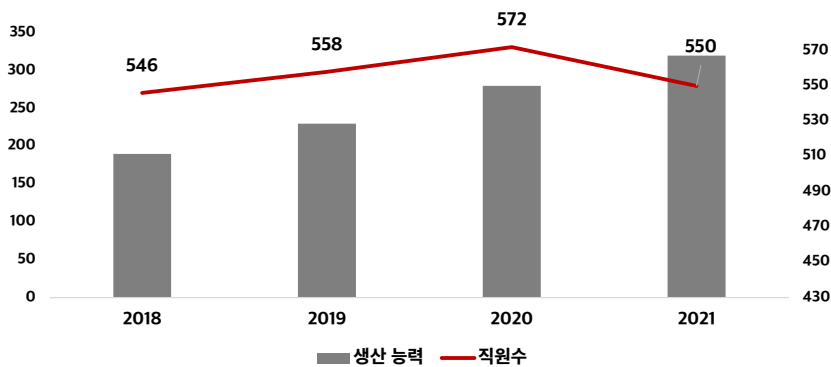
4.2.2. 시접목을 통한 자동화, 수율 개선

그림 4-6. 동사 공장 적절도 추이 (단위: %)



출처: 동사 IR, SMIC 4팀

그림 4-7. 생산능력 대비 직원 수 증감 추이 (단위: 백만 개, 명)



출처: 동사 사업보고서, SMIC 4팀

적중률 개선 →  
인력 축소 →  
인건비 감축

이 문제를 해결하고자 동사는 이번 증설을 AI를 도입한 스마트 팩토리로 건설하였다. 기존에는 담당자가 경험으로 습득한 데이터 값을 렌즈 공정에 입력했던 것을, AI의 데이터를 분석을 기반으로 입력한다. 동사의 21년 실적발표 컨퍼런스콜에 따르면 AI 적용 이후 적중률이 90~95%까지 올라갔다고 하며, 이로써 필요한 검품직 인력이 축소, 인건비로 지출되던 비용이 효과적으로 감축될 것으로 전망된다. 그간 동사는 공장 증설 때마다 인건비 부담이 비례적으로 증가하는 구조를 지속해 왔으나, 이번 공격적인 총 CAPEX 집행에 비해 직원 수의 증분은 유의미하게 나타나지 않았으며, 오히려 감소한 모습이다.

### 4.3. 매출 추정

전술하였듯 동사의 전방인 글로벌 콘택트 렌즈 시장 수요는 지역별로 상이한 Driver에 따라 움직인다. 동사가 각 지역에서 판매하는 제품의 Q, P에 따라 사업의 전개양상이 상이할 것이다. 먼저 동사 매출의 유의미한 할을 차지하는 지역을 차례로 분류하여, 각 중요 변수를 반영한 추정치의 종합하여 전사 매출을 도출하였다.

다만 이러한 총매출 추정은 Q의 확대만을 반영한 것이다. Si-Hy 소재 개발을 통해 동사가 이뤄낸 Product Margin Mix 개선 역시 동사가 가지는 강점 가운데 하나이기에, 지역별로 Si-Hy 제품 매출이 차지하는 비중을 개별적으로 추정, 마진 기여도가 높은 제품의 침투 추이를 추가적으로 제시하여 투자포인트의 논리를 수치로 보이겠다.

#### ① 국내

| (단위: 백만 원) | 1Q21  | 2Q21  | 3Q21   | 4Q21   | 2021   | 2022E  | 2023E  |
|------------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 전체 매출      | 7,620 | 9,387 | 11,755 | 10,995 | 39,757 | 42,849 | 43,977 |
| yoy(%)     |       | 23%   | 25%    | -6%    | 262%   | 8%     | 3%     |
| Si-hy 매출   |       |       |        |        | 13,600 | 17,567 | 18,029 |
| 비중(%)      |       |       |        |        | 34%    | 41%    | 41%    |

- 22년 매출 추정: 이는 지난해 국내 매출 Top-line 성장을 이끈 Si-Hy 신제품이 3월 출시되어 2분기부터 반영되었다는 점, 올해는 온기 반영된다는 점을 고려하여 21년 2,3,4분기 매출액 총합을 연율화한 값을 올해 매출에 반영하였다.
- 23년 매출 추정: 22년의 추정치에 동사 내수 매출액의 17년~21년 연평균 성장률을 곱해 주었다. 2018년 PB브랜드와의 점유율 경쟁, 2020년 코로나로 인해 단기적인 출렁임이 있었던 것을, 긴 타임스팬으로 조망하여 평균치를 적용하기 위함이다. Si-Hy 신제품의 성장 추이가 가시적이고 추가 침투 여력이 있으나, 내수 시장의 Cap을 보수적으로 조망하는 시장의 관점을 고려해 낮은 성장률을 적용하였다.
- Si-Hy 제품 매출액 비중 추정: 사업보고서에 공시된 21년 기준 국내 향 Si-Hy 제품 매출 총액 136억원을 2021년 2,3,4분기 내수 매출액으로 나눈 값이 실질적인 국내 Si-Hy 비중이라고 판단한다. 이를 22년의 총매출에 곱해주었다. 2023년의 경우에도 무리 없이 해당 추이를 지속할 것으로 추정, 비중을 flat하여 적용하였다.

#### ② 일본

| (단위: 백만 원)   | 2018   | 2019   | 2020   | 2021   | 2022E  | 2023E  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| PIA          | 9,441  | 18,579 | 24,267 | 24,975 | 25,703 | 28,016 |
| 프롬아이즈 외 기타   | 3,259  | 4,021  | 3,833  | 5,425  | 12,425 | 12,695 |
| ASIA NETWORK |        |        |        |        | 1,200  | 1,200  |
| 전체 매출        | 12,700 | 22,600 | 28,100 | 30,400 | 39,328 | 41,911 |
| yoy(%)       |        | 78%    | 24%    | 8%     | 29%    | 7%     |

- 22년 매출 추정: 일본의 경우 전방을 주요 고객사로 나누어 추정하였다. 최대 고객사 PIA의 경우, 현재 전량 하이드로겔 컬러 제품 계약으로 매년 계약금액이 꾸준히 증가하는 추세를 반영하였다. 추가적으로 고객사 프롬아이즈의 2차 벤더사였던 대만 ODM 경쟁사가 수율 문제로 신규 수주 유치에 실패하여, 해당 물량(하이드로겔 클리어, 70억원)을 올해부터 동사가 소화하게 될 계획, 추가되는 신규 고객사 ASIA NETWORK(하이드로겔 클리어, 120억원) 공시를 반영하였다. 나머지 기존 고객사들은 flat하게 더해주었다.
- 23년 매출 추정: 기존 고객사 PIA와 프롬아이즈 향으로 발생하던 매출액(2020년 기준

30억)의 합이 하이드로겔 컬러 제품이다. 여기에 일본 역내 컬러렌즈 시장 성장률을 곱 해주었다. 신규로 발생한 프롬아이즈, ASIA NETWORK향 수주는 Si-Hy 제품이 아닌 하이드로겔 클리어 렌즈 제품이므로, 본 보고서에서 논의한 Si-hy 개발에 따른 구조적 수혜 스토리로 설명하기 어렵다. 이에 현재의 연간 계약금액을 향후 매출 발생액에 flat하게 더해주었다.

- 3) Si-Hy 제품 매출액 비중 추정: 일본 역내에서 발생한 Si-Hy 제품 매출은 아직 전무하다. 이는 현지 수요를 이끄는 Driver가 컬러 제품 위주이며, 역내 동사 매출 성장도 이에 연동되었다. 추가 수주의 발생 시기와 금액은 결국 보고서의 논의를 벗어난 추측의 영역이기에, Si-Hy 제품의 전방으로 고려하지 않았다.

### ③ 유럽

| (단위: 백만 원) | 2019   | 2020   | 2021   | 2022E  | 2023E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 전체 매출      | 20,338 | 16,891 | 21,726 | 27,726 | 34,189 |
| yoy(%)     |        | -17%   | 29%    | 28%    | 23%    |
| hy 매출      | 20,338 | 9,491  | 11,226 | 8,908  | 7,069  |
| Si-hy 매출   | 0      | 7,400  | 10,500 | 18,818 | 27,121 |
| 비중(%)      | 0%     | 44%    | 48%    | 68%    | 74%    |

- 1) 22년 매출 추정: 유럽 신규 고객사(프랑스 Ophthalmic, 스페인 Markenovy)향 수주가 작년 3분기부터 발생했던 점, 이것이 올해부터는 온기 반영된다는 가이드스를 고려해 추정하였다.
- 2) Si-Hy 제품 비중: 동사 IR에 따르면 올해 유럽향 총 매출의 30%가 Si-Hy 원데이 클리어 렌즈 제품에서 발생할 예정이다. 21년의 Si-Hy 매출은 전량 Si-Hy FRP(한달용) 클리어 렌즈 매출인 반면, 22년에는 원데이가 더해져야 한다. FRP는 22년에 Flat 처리, 22년 매출의 30%만큼이 원데이이므로, 둘의 합이 Si-Hy 제품 매출액이다.
- 3) 23년 매출의 경우 먼저 Si-Hy 제품 매출의 성장을 고려하였다. 과거 동사는 FRP 제품만을 보유하고 있으나, 시장 매력도가 더 높은 원데이 제품으로 SKU를 다변화했을 당시 전사 매출에서 신규 개발품목이 차지하는 비중이 전방 시장의 그것과 동일한 수준으로 lean하게 증가하는 모습을 보였다. 현재 하이드로겔 → Si-Hy로 다변화되는 스토리와 유사한 이력이라고 판단된다. 이에, 동사 유럽향 총매출에서 Si-Hy 제품의 비중이 시장 평균치까지 천천히 수렴하는 양상을 반영하였다.

### ④ 중국

| (단위: 백만 원) | 2018  | 2019  | 2020  | 2021  | 2022E  | 2023E  |
|------------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 전체 매출      | 5,900 | 9,200 | 4,200 | 9,500 | 10,878 | 12,455 |
| yoy(%)     |       | 56%   | -54%  | 126%  | 14.5%  | 14.5%  |

- 1) 22, 23년 매출 추정: 중국은 동사가 보유한 컬러렌즈 ODM 역량이 가장 효율적으로 반영될 수 있는 환경이다. 실제로 코로나로 인한 영향(20년 yoy -54% 역성장)을 제외하면, 3년간의 평균 성장률은 17%에 육박한다. 그러나 해당 시기가 중국 컬러렌즈 시장의 개화 당시였으며, 조금씩 성장세가 둔화될 것을 고려해 중국 산업정보망(产业信息网)이 발표한 컬러렌즈 시장규모의 평균 성장률 전망치와의 평균을 향후 매출 타라인 성장 속도로 추정하였다.
- 2) Si-Hy 제품 비중: 전술한 일본 시장과 동일한 논리로, Si-Hy 제품의 전방에서 제외한다.

## ⑤ 중등

| (단위: 백만 원) | 2018  | 2019  | 2020  | 2021   | 2022E  | 2023E  |
|------------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 전체 매출      | 7,900 | 6,000 | 8,100 | 10,400 | 12,493 | 15,007 |
| yoy(%)     |       | -24%  | 35%   | 28%    | 20%    | 20%    |

- 22년, 23년 매출 추정: 동사의 매출 성장 속도가 가장 빠른 시장이다. 역내 점유율 1위 브랜드 Bella를 포함한 상위 4곳 고객사향 ODM 매출이 대부분이며, 고객사의 판매량 확대와 완벽히 동행하는 모습이다. 전방 시장의 가파른 성장 추이를 반영하기 위해, 최근 3개년 성장률의 평균을 향후 2년간 유지할 것으로 추정하였다.
- Si-Hy 제품 비중: 전술한 일본 시장과 동일한 논리로, Si-Hy 제품의 전방에서 제외한다.

## ⑥ 그 외 OEM/ODM

| (단위: 백만 원) | 2021  | 2022E  | 2023E  |
|------------|-------|--------|--------|
| 전체 매출      | 6,500 | 13,000 | 26,000 |
| yoy(%)     |       | 100%   | 100%   |

- 22년 매출 추정: ALCON향 컬러렌즈 계약은 작년 6월부터 시작되었으며, 이것이 올해 온기 반영되는 양상을 반영하였다. 초도 물량으로 발생한 연 130억원 크기의 수주는 Si-Hy 소재가 아닌 기본 하이드로겔 소재로 제작된 컬러렌즈 상품이다.
- 23년 매출 추정: 향후 글로벌 ODM수주는 동사가 신규 개발에 성공하고 공격적인 증설을 통해 주력 제품으로 제조할 Si-Hy 제품을 필두로 출하될 예정이다. 본 보고서는 향후 ALCON 뿐만 아니라 다양한 고객사들의 신규 수주가 이어질 가능성을 전술한 기존 사례와 전방 상황에 대한 리서치를 통해 확인하였으며, 23년에는 본격적으로 Si-Hy 소재의 컬러렌즈가 납품될 전망이다. 이는 동사 IR을 비롯한 시장 자료와도 합치되는 의견이다. 그러나 그 시점과 구체적인 계약 금액을 바텀업 관점에서 추정하는 것은, 오히려 추정의 결론을 자의적 변수로 오판할 가능성이 농후하다. 이에 시장 내 Edge가 없었던 기존 소재로 제작된 초도 수주금액 130억과 동일한 금액이 내년부터 Si-Hy 매출로 발생할 것으로 가정하였다. 이는 Si-Hy 소재와 컬러렌즈의 조합이 수요 단에 가져올 파급력을 고려하지 않은 보수적 추정이라고 판단한다.
- Si-Hy 제품 비중: 전체 계약금액 내에서 구체적인 비중은 공개된 바가 없다. 이에 최종 Valuation에 사용된 22E EPS에 영향을 주는 22년도 매출 추정의 경우 보수적으로 0%를 가정하고, 추정한 2023년의 매출액의 50%가 Si-Hy일 것으로 추정하고 [4.3.2.]의 전사 매출 가운데 Si-Hy 제품 비중에 반영해주었다.

지역별로 추정한 수요 Segment를 총합한 최종 매출은 다음과 같다.

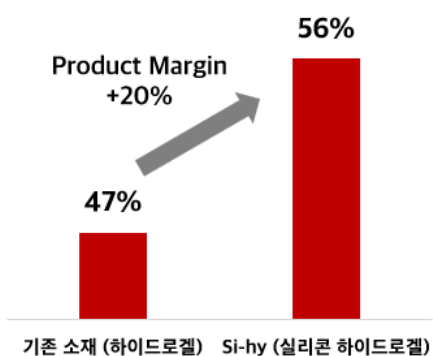
| (단위: 백만 원) | 2018   | 2019   | 2020   | 2021    | 2022E   | 2023E   |
|------------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 한국         | 29,518 | 30,174 | 26,935 | 39,754  | 42,849  | 43,977  |
| yoy(%)     |        | 2%     | -11%   | 48%     | 8%      | 3%      |
| 아시아        | 29,061 | 40,184 | 41,812 | 52,525  | 75,698  | 95,373  |
| yoy(%)     |        | 38%    | 4%     | 26%     | 44%     | 26%     |
| 유럽         | 18,386 | 20,338 | 16,891 | 21,726  | 27,726  | 34,189  |
| yoy(%)     |        | 11%    | -17%   | 29%     | 28%     | 23%     |
| 기타         | 2,464  | 1,874  | 2,564  | 2,812   | 2,812   | 2,812   |
| yoy(%)     |        | -24%   | 37%    | 10%     | 0%      | 0%      |
| 총매출액       | 79,428 | 92,569 | 88,203 | 116,817 | 149,085 | 176,351 |
| yoy(%)     |        | 16.5%  | -4.7%  | 32.4%   | 27.6%   | 18.3%   |

사업보고서에서 분리한 지역 기준을 따랐으며, 아시아 항목에 일본, 중국, 중등, ALCON향 매

출의 합을 적용하였다. 기타 항목은 전사 매출에서 차지하는 비중이 작고 정확한 전방을 파악하기 어렵기에, flat을 적용하였다.

지금까지의 논의를 종합하면, 전사 매출에서 Si-Hy 소재가 차지하는 비중은 지속적으로 상승할 전망이다. IR문의 결과, Si-Hy 제품은 전사 GPM에 20%가량 더 기여한다. 고마진 제품의 제품 mix에서 차지하는 비중이 높아짐에 따라 전사적인 수익성 개선이 이루어질 것이다. 최종 GPM은 감가상각비 등 매출원가에 고려되는 다른 비용 변수에 따라 영향을 받기에, 기타 추정을 종합하여 Valuation 파트에서 후술할 것이다.

그림 4-8. 제품 소재별 GPM (단위: %)



출처: 동사 IR, SMIC 4팀

그림 4-9. 동사 매출 내 Si-Hy 제품 비중 증감 추이

(단위: 백만 원, %)

| (단위: 백만 원)          | 2020      | 2021       | 2022E      | 2023E      |
|---------------------|-----------|------------|------------|------------|
| 총매출액                | 88,203    | 116,817    | 149,085    | 176,351    |
| Si-hy 매출            | 7,400     | 24,100     | 36,384     | 58,150     |
| 국내 Si-hy            | 0         | 13,600     | 17,567     | 18,029     |
| 유럽 Si-hy            | 7,400     | 10,500     | 18,818     | 27,121     |
| ALCON 등 OEM         |           |            |            | 13,000     |
| <b>Si-hy 비중 (%)</b> | <b>8%</b> | <b>21%</b> | <b>24%</b> | <b>33%</b> |

출처: 동사 사업보고서, SMIC 4팀

## Valuation

### (1) 매출 추정

| 매출 추정      |        |        |         |         |         |
|------------|--------|--------|---------|---------|---------|
| (단위: 백만 원) | 2019   | 2020   | 2021    | 2022E   | 2023E   |
| 매출액        | 92,569 | 88,203 | 116,817 | 149,085 | 176,351 |
| 한국         | 30,174 | 26,935 | 39,754  | 42,849  | 43,977  |
| 아시아        | 40,184 | 41,812 | 52,525  | 75,689  | 95,373  |
| 유럽         | 20,338 | 16,891 | 21,726  | 27,726  | 34,189  |
| 기타         | 1,874  | 2,564  | 2,812   | 2,812   | 2,812   |

자세한 추정 논리는 3장에 기술하였다.

### (2) 매출원가 추정

| 매출원가 추정    |        |        |         |         |         |
|------------|--------|--------|---------|---------|---------|
| (단위: 백만 원) | 2019   | 2020   | 2021    | 2022E   | 2023E   |
| 매출액        | 92,569 | 88,203 | 116,817 | 149,085 | 176,132 |
| 매출원가       | 49,590 | 48,836 | 60,032  | 75,828  | 87,726  |
| 재고자산의 변동   | -818   | -4,501 | -2,022  | -1,949  | -2,306  |
| 원부재료의 매입   | 9,029  | 15,556 | 17,644  | 22,518  | 25,574  |
| 인건비        | 17,812 | 17,883 | 18,590  | 23,725  | 27,183  |
| 외주가공비      | 702    | 487    | 810     | 1,034   | 1,223   |
| 복리후생비      | 3,020  | 2,892  | 3,159   | 4,031   | 4,769   |
| 감가상각비      | 5,322  | 6,439  | 7,282   | 8,666   | 10,049  |
| 무형자산상각비    | 30     | 39     | 43      | 48      | 52      |
| 광고 및 판매촉진비 | 0      | 0      | 0       | 0       | 0       |
| 기타         | 14,493 | 10,041 | 14,524  | 17,754  | 21,002  |

먼저 재고자산의 변동은 매출액 대비 그 비율이 튀는 20년을 제외, 19년과 21년의 매출액 대비 비율의 평균값을 사용, 22, 23년의 매출에 연동하였다. 원부재료의 매입은 21년의 매출액 대비 비율을 사용, 22년의 매출에 연동하였다. 앞선 투자포인트 논리에 따라 3공장 수율이 증가하고 동시에 Si-Hy의 매출 비중이 증가하며 GPM은 작년 대비 더욱 개선될 것이다. 즉 22년 이후 매출액 대비 원부재료의 매입 비율은 21년 대비 감소해야 한다. 그러나 보수적인 추정을 위해 21년의 비율을 그대로 사용하였다. 23년은 본격 Si-Hy 비중이 증가하는 해이므로, 이에 따라 개선될 GPM을 원부재료의 매입 비율을 통해 적절히 반영해 주었다.

매출원가에서 가장 큰 비중을 차지하는 인건비는 21년 매출액 대비 비율을 사용하였다. 실제 1, 2공장이 완전히 가동되고 있어 3공장을 준공하였음에도 불구하고, 20년 대비 21년에는 직원 수가 572명에서 550명으로 줄었는데, 이는 3공장의 특성에 기인하는 것으로 판단된다. 그렇기에 앞선 투자포인트 논리에 따르면 22년 이후 매출액 대비 인건비 비율은 21년 대비 감소해야 한다. 그러나 보수적인 추정을 위해 21년의 비율을 그대로 사용, 매출에 연동하였다. 23년

은 본격 Si-Hy 비중이 증가하는 해이므로, 이에 따라 개선될 GPM을 인건비 비율을 통해 적절히 반영해 주었다. 외주가공비와 복리후생비 역시 21년의 비율을 동일하게 사용, 22, 23년 매출에 연동하였다.

감가상각비는 3공장 라인 증설에 발생하는 Capex를 고려하여 추정하였다. 시장 자료에 따르면 동사 22년 Capex는 100억 후반으로 예상된다고 한다. 이에 따라 20년과 21년 Capex의 평균값인 186억을 Capex로 가정하였다. 또한 라인 증설을 위한 Capex는 대부분이 구축물과 기계장치일 것이고, 정확한 추정이 어려워 전부가 구축물과 기계장치라고 가정하였다. 연평균 취득원가와 감가상각비를 통해 추정한 21년의 상각률 8.5%를 사용하여, 22년의 구축물과 기계장치 감가상각비를 추정하였다. 구축물의 내용연수는 10~20년, 기계장치의 내용연수는 10년이므로 이는 무리한 수치가 아니다. 최종적으로 나머지 감가상각비는 21년과 동일하다고 가정, 22년 라인 증설 및 Capex를 통해 추가적으로 발생하는 유형자산 감가상각비를 이에 더해 주어 22년의 감가상각비를 추정하였다. 23년 역시 동일 값 더해 주었다.

무형자산상각비는 정확한 추정이 어려워 20년 대비 21년의 증분을 22, 23년에도 더해 주었다. 기타는 회계기준의 변경으로 19년의 값은 추정에 포함하기 어려웠다. 그리하여 20년과 21년 2년간 매출액 대비 비율의 평균값을 사용, 22, 23년의 매출에 연동하여 추정하였다.

### (3) 판매비와 관리비 추정

#### 판매비와관리비 추정

| (단위: 백만 원)     | 2019          | 2020          | 2021          | 2022E         | 2023E         |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>판매비와관리비</b> | <b>20,361</b> | <b>24,226</b> | <b>28,622</b> | <b>32,637</b> | <b>36,659</b> |
| 인건비            | 6,797         | 8,890         | 7,288         | 8,890         | 8,890         |
| 지급임차료          | 75            | 47            | 48            | 48            | 48            |
| 접대비            | 88            | 74            | 85            | 108           | 128           |
| 통신비            | 73            | 75            | 71            | 73            | 73            |
| 세금과공과          | 137           | 171           | 267           | 341           | 404           |
| 주식보상비용         | 58            | 143           | 128           | 128           | 128           |
| 감가상각비          | 930           | 1,048         | 1,054         | 1,054         | 1,054         |
| 무형자산상각비        | 168           | 180           | 252           | 252           | 252           |
| 보험료            | 20            | 20            | 34            | 34            | 34            |
| 차량유지비          | 101           | 95            | 102           | 130           | 153           |
| 운반비            | 1,431         | 1,206         | 1,545         | 1,972         | 2,332         |
| 건본비            | 690           | 699           | 1,021         | 1,021         | 1,021         |
| 포장비            | 198           | 204           | 272           | 347           | 411           |
| 광고선전비          | 1,787         | 2,256         | 3,729         | 5,202         | 6,675         |
| 해외시장개척비        | 283           | 125           | 171           | 218           | 258           |
| 판매촉진비          | 530           | 243           | 268           | 342           | 405           |
| 경상개발비          | 3,818         | 4,189         | 5,296         | 6,403         | 7,511         |
| 대손상각비          | 813           | 2,090         | 2,982         | 1,452         | 1,452         |
| 수수료            | 1,562         | 1,502         | 2,500         | 2,748         | 3,251         |
| 소모품비           | 199           | 245           | 182           | 182           | 182           |
| 도서인쇄비          | 14            | 11            | 13            | 13            | 13            |
| 수출제비용          | 588           | 712           | 1,316         | 1,679         | 1,987         |

가장 비중이 큰 급여, 퇴직급여, 복리후생비, 여비교통비는 묶어서 인건비로 처리하였다. 사측에서 올해 인력 총원이 있을 것이라 하였으므로, 21년이 아닌 20년 값을 Flat 처리하였다. 지급임차료, 주식보상비용, 상각비, 보험료, 견본비, 소모품비, 도서인쇄비는 21년의 값을 Flat 처리하였다. 접대비, 세금과공과, 차량유지비, 운반비, 포장비, 해외시장개척비, 판매촉진비, 수출제비용 또한 21년의 매출액 대비 비율을 사용, 22, 23년의 매출에 연동하였다. 수수료는 19~21년 3년 간 매출액 대비 비율을 사용, 22, 23년의 매출에 연동하였다. 통신비는 19~21년 3년 평균값을 사용하였다.

광고선전비는 21년에 국내에서 클라렌 신제품을 출시한 영향을 고려, 20년 대비 21년의 증분을 22, 23년에도 더해주었다. 경상개발비 또한 20년 대비 21년의 증분을 22, 23년에도 더해 주었다. 대손상각비는 21년 중국법인에서 발생한 매출채권 상각이 대부분이다. 이 문제는 4Q21에 대손상각비 23억원을 집행하며 대부분 마무리가 되었다고 한다. 시장 자료에 따르면 22년에는 신규 발생하는 중국법인 매출채권에 한해 10억원 내외가 충당금으로 반영될 것으로 전망되므로, 19년과 20년의 평균값을 사용하였다.

접대비, 세금과공과, 차량유지비, 운반비, 포장비, 해외시장개척비, 판매촉진비, 수출제비용은 21년의 매출액 대비 비율을 사용, 22, 23년의 매출에 연동하였다. 수수료는 19~21년 3년 간 매출액 대비 비율을 사용, 22, 23년의 매출에 연동하였다.

#### (4) 기타손익, 금융손익, 법인세비용 추정

| 기타손익, 금융손익 추정 |                |                |                |              |              |
|---------------|----------------|----------------|----------------|--------------|--------------|
| (단위: 백만 원)    | 2019           | 2020           | 2021           | 2022E        | 2023E        |
| <b>기타손익</b>   | <b>438</b>     | <b>(1,161)</b> | <b>4,210</b>   | <b>493</b>   | <b>493</b>   |
| 기타수익          | 1,497          | 1,553          | 4,654          | 680          | 680          |
| 기타비용          | 1,059          | 2,714          | 444            | 187          | 187          |
| <b>금융손익</b>   | <b>(1,017)</b> | <b>1,130</b>   | <b>(5,745)</b> | <b>(605)</b> | <b>(605)</b> |
| 금융수익          | 1,055          | 2,403          | 264            | 275          | 275          |
| 금융원가          | 2,072          | 1,273          | 6,008          | 880          | 880          |

기타손익 중 외환차익, 외화환산이익, 외환차손, 외화환산손실은 묶어서 0 처리하였다. 당기 손익-공정가치측정금융자산평가이익과 손실은 3년 평균값 사용하였다. 유형자산처분이익과 손실, 영업권손상차손, 분배금수익은 일회성이라 가정하고 0 처리하였다. 잡이익, 기부금, 지분법손실, 잡손실은 Flat 처리하였다.

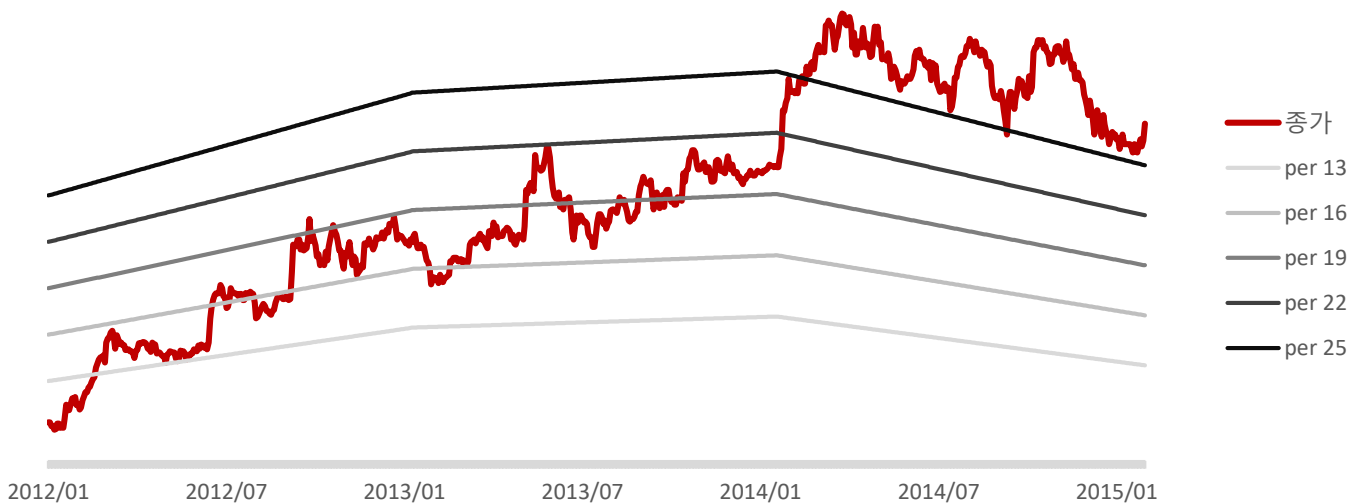
금융손익 중 이자수익은 상각후원가로 측정하는 금융자산을 기반으로 유효이자율의 3년 평균값인 1.46%를 사용, 21년 말의 상각후원가로 측정하는 금융자산에 적용하여 추정하였다. 이자비용은 상각후원가로 측정하는 금융부채를 기반으로 유효이자율의 3년 평균값인 3.62%를 사용, 21년 말의 상각후원가로 측정하는 금융부채에 적용하여 추정하였다. 파생금융상품처분이익과 손실, 파생금융상품평가이익과 손실은 추정이 어려워 묶어서 0 처리하였다.

법인세비용은 추정이 어려워 19~21년 3년 평균 유효이자율인 24.17%를 사용하였다.

## (5) Valuation : Historical PER Method

본 보고서는 Valuation을 위해 PER Method를 사용한다. 앞선 투자포인트에 따라 올해 매출과 이익 양 단에서 상당한 성장이 예상된다. 올해 동사가 성장성을 보여주고, 밸류에이션도 그에 맞춰 갈 것이라는 본 보고서의 논리를 가장 직관적으로 반영할 수 있는 방법론은 PER Method이다.

또한 국내에서 콘택트렌즈를 제조하는 상장사는 동사가 유일하다. 증권시장의 그 특성이 한국과는 상이한 글로벌 Peer를 데려오는 것 보다는, 현재 동사가 처한 상황과 유사한 시기를 찾고 그 당시 밸류에이션을 데려오는 것이 더욱 적합하다고 판단하였다. 이에 Historical PER Method를 사용하여 동사의 상승여력을 보여주고자 한다.



이에 2013년 시기를 이용하여 Target Multiple을 설정하고자 한다. 먼저 2013년과 2022년은 기존 대비 Capa를 크게 늘릴 수 있는 신공장 준공이 완료된 다음, 라인을 본격 증설하기 시작하는 외형 성장의 초입이라는 점에서 그 유사성이 있다. 2012년 3월, 원데이 렌즈 Capa 증설을 위해 2공장을 준공 완료하였다. 기존 1공장은 이익률이 높은 FRP와 Conventional 렌즈 위주로 제조가 가능했으며, 다품종 소량생산의 방식으로 일곱 라인만을 가동하고 있었다. 그런데 그 이전부터 원데이 렌즈에 대한 수요가 빠르게 커지고 있었고, 콘택트렌즈 시장은 원데이 중심으로 재편되는 중이었다. 원데이는 이익률이 상대적으로 낮으나 소모품적 성격이 더 강해서, FRP 대비 원데이의 연간 소비자 1인당 매출액이 더 크다. 이에 동사는 2공장을 통해 원데이 클리어, 뷰티렌즈 위주로 생산하여 시장 변화에 대응하고자 하였다.

이와 유사하게 2021년 3월, Si-Hy 렌즈 Capa 증설을 위해 3공장을 준공 완료하였다. 기존 1, 2공장은 그 이익률이 하이드로겔 대비 높은 Si-Hy 렌즈 생산이 어려웠다. 그런데 이전부터 Si-Hy 렌즈에 대한 수요가 커지고 있었고, 이에 동사는 3공장을 통해 Si-Hy 렌즈 위주로 생산하여 시장 변화에 대응하고자 하였다. 즉 그 전 해에 신규 공장을 준공 완료한 후, 본격 라인을 증설하며 Top-Line 성장을 노리고 있다는 점에서 현재와 유사하다고 판단하였다.

다만 2013년 이후는 이익률이 낮은 원데이 중심으로 믹스를 전환하는 과정에서, Top-Line 성장을 얻는 대신 이익률이 낮아지는 것을 감수해야 했다. 반면 앞선 투자포인트에서 설명했듯, 올해 이후는 하이드로겔 대비 GPM이 20% 이상 높은 Si-Hy 중심으로 믹스를 전환하며 더욱 높은 이익률을 누릴 수 있다. 게다가 동사는 현재 세계 최초로 Si-Hy 컬러렌즈를 개발하여 인정을 받고 있다.

또한 2013년 당시 원데이를 통한 Top-Line 성장과 현재 Si-Hy을 통한 성장이 같은 지에 대한 우려가 존재할 수 있다. 그러나 3공장의 향후 Full Capa는 약 1천5백억원이다. 3공장의 Si-Hy이 차후 모두 합쳐진다면 이는 현재 매출 볼륨 대비 2배 이상의 스케일이 되는 것이며, 그렇기에 13년 당시 평균적으로 받았던 Multiple인 18.7x를 22년 목표주가를 도출함에 있어 할인 없이 그대로 사용함에 무리가 없다고 판단하였다. 이는 21년 연말 당시 동사가 받았던 Multiple, 즉 21 TTM PER 18.3x과도 큰 차이가 없는 수준이다.

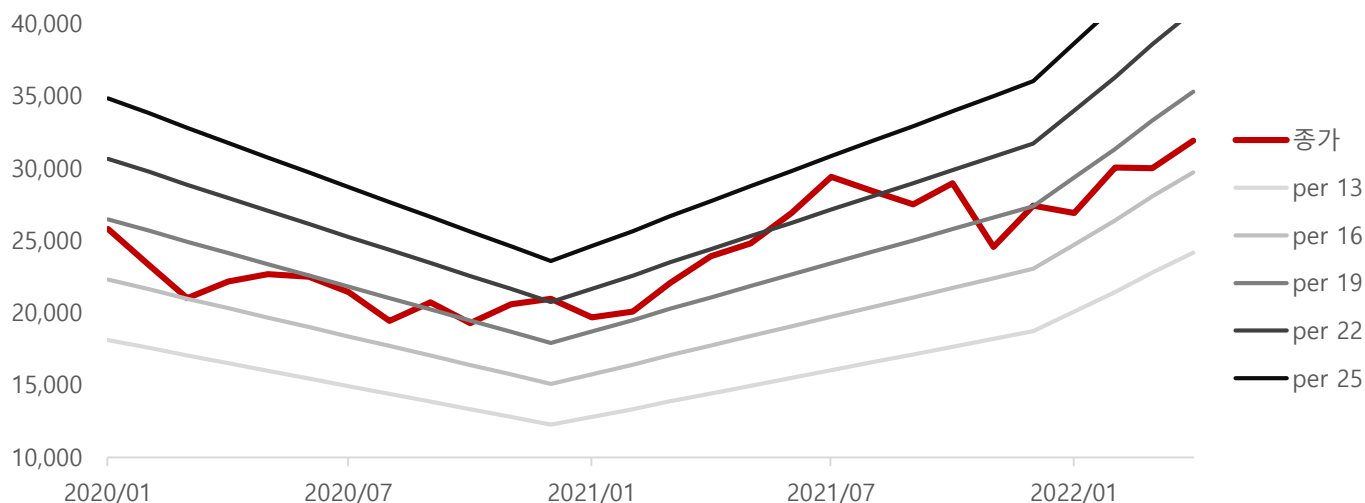
결론적으로 2022E EPS 2,433원에 Target PER 18.7x을 곱한 45,500원을 목표주가로 산출, 4월 8일 금요일 종가 31,350원 대비 상승여력 45%, 투자 의견 Buy를 제시한다.

#### Valuation - Historical PER Method (2022E)

|                          |               |
|--------------------------|---------------|
| 2022E 당기순이익 (단위: 백만 원)   | 30,717        |
| 유통가능주식수 (단위: 주)          | 12,622,441    |
| <b>2022E EPS (단위: 원)</b> | <b>2,433</b>  |
| Target PER               | 18.7x         |
| <b>목표주가 (단위: 원)</b>      | <b>45,500</b> |
| 현재주가 (단위: 원)             | 31,350        |
| <b>상승여력</b>              | <b>45%</b>    |

## Appendix

동사 2020~2021년 PER Band (22년 EPS는 Consensus 값)



동사 매출채권 연령분석

(단위: 천원)

| 구분  | 합계         | 만기미도래      | 만기경과 미손상 금액 |            |           |           |           |
|-----|------------|------------|-------------|------------|-----------|-----------|-----------|
|     |            |            | 60일 미만      | 61~180일    | 181~270일  | 271~365일  | 1년 초과     |
| 당기말 | 67,606,339 | 19,977,850 | 12,599,774  | 26,235,012 | 5,364,130 | 1,723,511 | 1,706,062 |
| 전기말 | 44,001,991 | 15,202,370 | 6,908,992   | 12,785,296 | 2,968,912 | 1,587,726 | 4,548,695 |

매출 채권은 매출이 늘면 당연히 늘어나고 특히 매출이 급증하는 변곡점에서 크게 늘 수 밖에 없다. 특히나 국내 영세 안경점들이 코로나 환경 때문에 주로 채권이 길어졌다. 현재 동사는 전담인력 배정 및 장기 채무 업체들에게 카드결제를 할 경우 인센티브를 주는 프로모션을 진행하고 있는데, 아직 가시적인 효과는 미미하다.

사측에서는 그 만큼 매출 성장이 크고, 장기채권이라 하더라도 수금하지 못하는 금액은 크지 않기 때문에 매출채권 문제가 그렇게 크진 않다 판단하고 있다. 또한 대손충당금도 회사 내부 규정에 따라 문제가 발생하지 않도록 충분히 잡고 있다.

### Notice.

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자 시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 따라서, 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.