

파마리서치 (214450)

트렌드가 숫자로 반영될 구간

2024년 8월 2일

✓ 투자판단	매수 (신규)	✓ 목표주가	200,000 원 (신규)
✓ 상승여력	35.1%	✓ 현재주가 (8월 1일)	148,000 원

신한생각 글로벌 스킨부스터 시장의 형성, 수출 본격 성장 구간

미국, 일본 포함 글로벌향 검색어 트렌드 및 2Q24 수출입 데이터 역대 최고치 기록. 이번 분기의 성장은 '리쥬란'의 진출 후 인지도 확보의 시간을 가졌던 국가 중심. 태국 단일 국가의 수출 기대감 반영 후 실적 기대치 하 회로 주가 낙폭이 컸던 작년 하반기와는 다른 상황으로 판단. 글로벌향 의료기기 사업부 성장에 후행하는 화장품 사업부의 수출 실적 증가세도 눈에 띄는 분기. 다만 '트렌드가 숫자로 이어질 수 있는가'에 대한 시장의 의심은 2Q24 실적 확인 후 완전히 불식 가능할 것으로 판단

2Q24 Preview: 매출액 817억원, 영업이익 296억원 추정

2Q24 매출액을 817억원, 영업이익 296억원으로 추정하며 시장 추정치 상회하는 호실적 전망. 2분기 수출입데이터 호조에 따라 의료기기 사업부의 매출액을 431억원 (전년동기대비 24% 성장)을 추정

화장품 사업부 매출액은 일본 온라인 판매 채널인 '큐텐 재팬' 내 최대 할인 기간인 메가와리 단일 행사 내 20억원 판매, 연간 일본 오프라인 입점 수 목표를 상반기 내 이미 달성함에 따라 213억원(전년동기대비 26% 성장)으로 추정. 5,6월 국내 팝업스토어 행사, 외국인 환자 수 증가에 따른 면세점 성장도 진행. 하반기 신규 국가 (멕시코, 대만) 진출 및 서구권 진출을 위한 파트너사 계약 예정 등 모멘텀 보유

Valuation & Risk

2024년 예상 지배 순이익 894억원, 목표 주가수익비율 23배 적용해 목표 주가 200,000원으로 커버리지를 개시. 수출 기대감이 반영되었던 1H23 당시 12개월 선행 주가수익비율 적용. 당시의 의료기기 수출 성장률에 화장품 사업부 및 서구권 진출 파트너사 기대감까지 더해지는 구간

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	194.8	65.9	40.6	17.4	12.5	2.1	8.1	0.9
2023	261.0	92.3	76.6	14.6	19.7	2.6	9.8	0.9
2024F	338.8	118.1	89.0	17.3	18.8	3.0	10.6	0.6
2025F	398.4	126.2	97.5	15.9	17.5	2.6	9.4	0.6
2026F	458.2	151.1	130.7	11.8	19.8	2.1	7.3	0.6

자료: 회사 자료, 신한투자증권

[헬스케어]

정희령 연구원

✉ hr.jung@shinhan.com

엄민용 연구위원

✉ my.eom@shinhan.com

Revision

실적추정치	신규
Valuation	신규

시가총액	1,547.0십억원
발행주식수(유동비율)	10.5백만주(59.4%)
52주 최고가/최저가	156,200 원/89,100 원
일평균 거래액 (60일)	28,859백만원
외국인 지분율	8.0%

주요주주 (%)

정상수 외 9인	38.4
국민연금공단	5.8

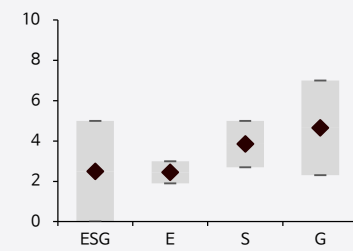
수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	(0.7)	16.0	10.4	33.8
상대	3.4	23.9	27.6	44.6

주가



ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



I. Valuation

투자의견 '매수', 목표주가 200,000원으로 커버리지 개시

파마리서치에 대해 투자의견 '매수', 목표주가 200,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2024년 예상 지배주주순이익 894억원에 목표 주가수익비율 23.0배를 적용해 산출했다. 목표 주가수익비율 23.0배는 수출 비중이 크게 증가하던 2022년 상반기의 12개월 선행 주가수익비율 21배에서 10%를 할증한 값이다. 이는 당시의 의료기기 수출 성장률에 화장품 사업부 및 서구권 진출에 대한 기대감까지 더해지는 구간임에 기인한다.

파마리서치의 미국, 일본 포함 글로벌향 검색어 트렌드 및 2Q24 수출입 데이터는 역대 최고치를 기록했다. 이번 분기의 성장은 '리쥬란'의 진출 후 인지도 확보의 시간을 가졌던 다수의 국가 중심으로 이뤄졌다. 태국 단일 국가의 수출 기대감 반영 후 실적 기대치 하회로 주가 낙폭이 컸던 작년 하반기와는 다른 상황으로 판단한다. 글로벌향 의료기기 사업부 성장에 후행하는 화장품 사업부의 수출 실적 증가세도 눈에 띄는 분기다. 다만 '트렌드가 숫자로 이어질 수 있는가?'에 대한 시장의 의심은 2Q24 실적 확인 후 완전히 불식 가능할 것으로 판단한다.

파마리서치 목표주가 산출

(십억원, 배, 천주, 원, %)		비고
파마리서치 기업가치	2,055.1	
A. 파마리서치 2024F (지배)순이익	89.4	
B. Target PER	23.0	
보통주주식수	10,112	
적정주가 산출	200,000	
현재 주가	148,000	8월 2일 종가
상승여력	35.1%	

자료: Quantwise, 신한투자증권 추정

파마리서치 12개월 선행 주가수익비율 추이



자료: Quantwise, 신한투자증권 추정

II. 기업 개요

PDRN, PN 특허 기반 재생 바이오 업체

PDRN, PN 제조방법 특허
오리지널리티를 보유한
의료기기 업체

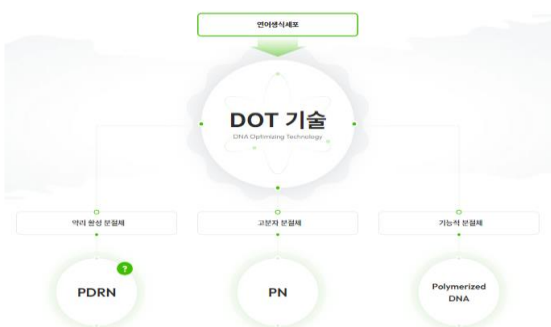
2023년 기준 전사 매출
비중은 의료기기 52%,
화장품 23%, 의약품 21%

파마리서치는 2015년 7월 코스닥에 상장한 PDRN, PN 기반 의료기기 업체다. PDRN은 항염증 및 조직재생 효과를 가진 DNA 분질체로, 연어의 생식세포에서 추출한 DNA를 정제한 물질이다. 파마리서치는 PDRN을 기반으로 제조한 의약품, 의료기기, 화장품 등을 판매하고 있다. 원재료 추출 및 제품 제조방법 특허 기술을 보유하고 있어 다양한 사업으로서의 확장이 가능하다.

파마리서치는 2013년 강릉 GMP 인증공장 설립, 2019년 제2공장 준공을 통해 실적 성장의 기반을 마련했다. 2023년 기준 전사 매출 비중은 의료기기 52%, 화장품 23%, 의약품은 21%로 이루어져 있다. 의약품은 주로 전문의약품(ETC)으로 구성되어 있다. 수술 이후 조직 수복용으로 사용되는 ‘플라센텍스’, 항암면역증강제로 사용되는 ‘자닥신’ 등이 대표 제품이다. 주요 사업부인 의료기기는 피부과에서 사용되는 스킨부스터 ‘리쥬란’과 ‘리쥬란 HB plus’, 퇴행성 관절장 주사인 ‘콘쥬란’, 필러 ‘리쥬비엘’ 등이 있다. 화장품은 리쥬란의 인지도를 바탕으로 출시되었으며, 본격 리쥬란이 성장한 2019년부터 매출 성장세가 시작되었다.

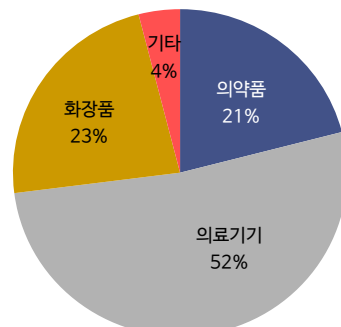
파마리서치는 2017년 이후 보툴리눔독신, 필러, 레이저 미용기기, AI기반 디지털 치료기기, 동물약품 기업 등 M&A 및 지분 투자를 통해 사업 부문을 확장해 나가고 있다. 향후 성장세가 예상되는 보툴리눔 독신 제품 ‘리엔톡스’는 파마리서치바이오통해 조달하며, 국내 대리점을 통해 전량 수출되고 있다. 현재 100단위는 올해 2월 국내 품목허가를 받아 2025년부터 내수형 판매를 시작할 예정이다. 국내 대리점을 통해 수출되고 있는 수출용은 100단위와 200단위를 대상으로 허가승인을 받아 향후 꾸준한 매출 성장이 예상된다.

PDRN/PN 기반 사업부



자료: 회사 자료, 신한투자증권

사업부문별 매출 비중 현황 (2023년 기준)



자료: 회사 자료, 신한투자증권

파마리서치 제품 리스트

제품명	효능효과	포장단위	Base Material
의약품			
플라센텍스 주	피부이식으로 인한 상처 치료 및 조직수복	3ml*5앰플	PDRN
자닥신 주	항암면역증강제	1바이알*2 1앰플*2	Thymosin Alpha-1
뉴아티 주	변형성 슬관절증, 견관절주위염	2.5ml*10관	HA
리안 점안액	점안액	0.5ml*10관	PDRN
리엔톡 주	미간 주름의 일시적 개선	1바이알	Botulinum Toxin
의료기기			
리쥬란	안면부 의료기기	2ml*2 Syringe	PN
리쥬란 HB Plus	안면부 의료기기	1ml*1 Syringe	PN, HA, Lidocaine
콘쥬란	관절강 의료기기	2ml*5 Syringe	PN
리쥬비엘	안면부 필러	1ml*1 Syringe	HA
리쥬메이트 인젝터	전동식 의약품주입펌프	-	-
화장품&디바이스			
리쥬란 힐러 화장품	앰플, 수분크림, 모이스처라이저, 썬스크린, 마스크팩 등		c-PDRN
리쥬란 스킨 부스터		병원시술용 화장품: 탄력, 잔주름 개선	c-PDRN
리쥬란 톤업 부스터		병원시술용 화장품: 피부 톤업, 멜라닌 생성 억제	c-PDRN
리쥬리프	피부미용기기	초음파, 고주파를 통한 탄력 개선 도움 디바이스	

자료: 회사 자료, 신한투자증권

III. 투자포인트

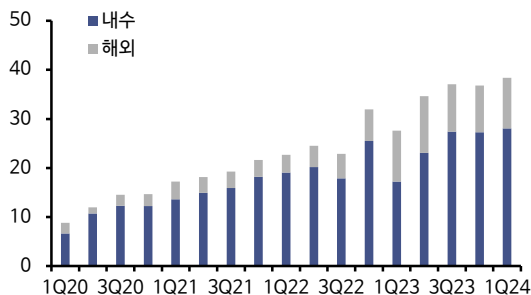
오리지널리티로 글로벌 시장 형성 중, 수출 본격 증가 구간

리쥬란은 PDRN/PN 기반의 스킨부스터다. 스킨부스터란 피부 개선에 도움을 주는 유효 성분을 피부 속에 주사하는 주사를 의미한다. 스킨부스터 시장은 타 주사제인 독신/필러 제품 대비 역사가 짧다. 2014년 국내 리쥬란이 출시, 이후 본격적으로 인지도 상승이 시작된 것은 2019년이다. 리쥬란의 국내 인지도 상승과 동시에 스킨부스터 시장이 형성되었다고 해도 과언이 아니다.

글로벌 내 스킨부스터 시장이 형성된 기간 또한 길지 않다. 리쥬란의 본격적인 수출은 2023년에 시작되었다. 2023년 기준 의료기기 사업부 내 수출 비중은 약 30%였다. 따라서 현재 파마리서치의 밸류에이션 리레이팅의 핵심은 '수출'이다. 2Q24 리쥬란 수출입 데이터는 약 9.7백만 달러로 역대 최고치를 기록했다. 섹터 내 성수기 및 태국 초동 재고 확보를 위한 대량 판매 금액으로 수출액이 크게 증가했던 작년 상반기 대비해서도 성장한 금액이다. 글로벌 검색어 트렌드도 꾸준히 우상향 중이다. 출시 후 인지도를 쌓는 시간을 지나, 스킨부스터 시장이 형성되며 글로벌향 수출이 본격 증가하는 구간으로 판단된다.

리쥬란 의료기기 분기별 매출 추이

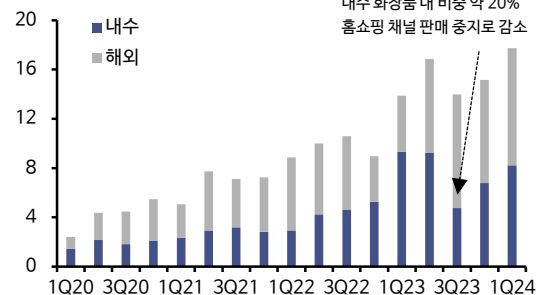
(십억원)



자료: 회사 자료, 신한투자증권

리쥬란 화장품 분기별 매출 추이

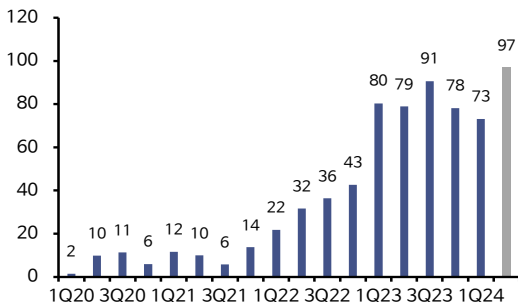
(십억원)



자료: 회사 자료, 신한투자증권

파마리서치 분기별 수출입 데이터 추이

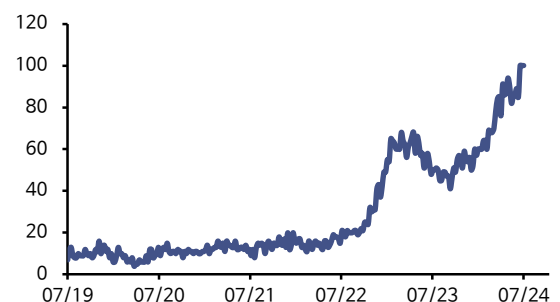
(십만달러)



자료: Trass, 신한투자증권

리쥬란 글로벌 트렌드 추이

(회)



자료: Google trend, 신한투자증권

시술 경험이 화장품 구매로 이어지는 긍정적 비즈니스 모델

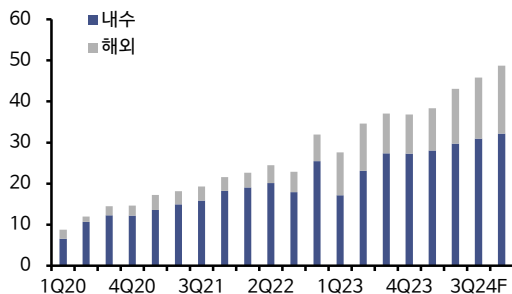
리쥬란 화장품은 2023년 598억원의 매출액을 기록하며 전년 대비 55.6%의 성장세를 보였다. 화장품 사업부는 시술의 인지도가 본격적으로 성장하기 시작한 2018년 이후 의료기기 사업부와 유사한 성장세를 보이고 있다. 이는 ‘리쥬란’ 시술 인지도가 곧 화장품 구매로 이어지는 긍정적인 비즈니스 모델에 기인한다.

중국향 화장품 수출은 2018년 시작되었으나, 매출 성장이 본격적으로 이뤄진 것은 2021년이다. 2021년 해외향 화장품 매출액은 159억원을 기록하며, 전년 대비 72% 성장했다. 이는 중국향 리쥬란 의료기기 진출이 2020년부터 진행됨에 기인했다. 파마리서치는 중국 내 2등급 의료기기 허가를 받으며, 2020년부터 중국 내 의료기기 판매를 시작했다. 피부 내부로 주입하는 Injector 시술은 불가하나, 표피에 상처를 내며 스킨부스터를 주입하는 MTS 방식으로 시술이 진행되고 있다. 2Q21 대비 2Q24의 중국향 의료기기 수출입 데이터는 +115% 증가했다. 현지 내 시술 인지도가 우상향함에 따라, 화장품 매출의 성장도 이어졌다.

2023년 기준 내수향 화장품 매출액은 301억원으로, 전년 대비 77% 성장했다. 현재 리쥬란 화장품 내수 판매는 올리브영, 면세점 및 온라인 채널을 통해 진행 중이다. 3Q23 마진율이 낮은 홈쇼핑 채널 판매를 중단하며 전분기 대비 48.5% 감소한 48억원의 매출액을 기록했으나, 타 채널의 지속적인 성장으로 홈쇼핑 중단 이전 수준으로 회복 중이다. 2분기 내수 화장품 매출액을 95억원(전분기 대비 +15 성장)으로 추정한다. 5~6월 면세점 및 대형 쇼핑몰 내 팝업스토어 등이 진행되었고, 국내 인바운드 수요 증가로 인해 면세점 채널 성장도 지속되고 있다. 국내 병원에서 시술 경험을 쌓은 국내외 환자들의 브랜드 인지도 인식은 화장품 사업부의 판매 실적 증가로 이어지는 중이다.

리쥬란 의료기기 분기별 매출 추정

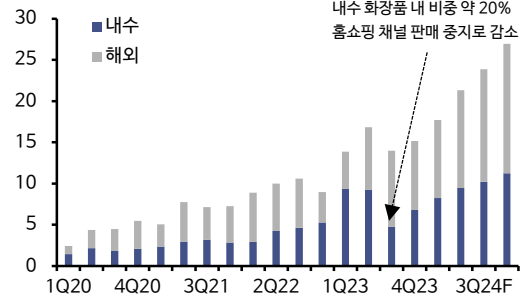
(십억원)



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

리쥬란 화장품 분기별 매출 추정

(십억원)



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

2Q24 시작된 일본 시장의 성장

이미 이어달리기 비즈니스가 진행되고 있는 중국, 내수 외 2Q24 눈에 띄게 성장하는 시장이 추가되고 있다. 화장품 사업부의 2023년도 수출액은 약 300억원으로 이 중 약 90%는 중국향 온라인 채널로 판매되고 있었다. 나머지 10%인 연간 30억원이 일본 및 동남아향 매출이었다.

단순 평균 계산 시 일본과 동남아향 화장품 매출액은 분기 당 약 7.5억원 수준이었는데, 2Q24 일본향 화장품 성장세가 눈에 띄게 증가하고 있다. 일본 내 대형 온라인 채널인 쿠텐 Japan은 매분기 대형 할인 행사인 ‘메가와리’를 진행한다. 2Q24 메가와리 내 ‘리쥬란 화장품’은 전체 기초 화장품 판매 순위 5위, 약 20억원의 매출을 기록했다. 기존 일본향 화장품 분기 매출액을 약 4억원으로 추정 시, 단일 채널 내 10일간 진행되는 단일 행사에서만 전분기 대비 400%의 성장세를 보인 것이다.

온라인 채널 외 오프라인 채널 내의 성장세도 높은 수준이다. 연초 2024년 일본 오프라인 매장 목표 입점 수는 100개였다. 상반기 이미 100개 입점은 완료된 것으로 파악되며, 하반기 목표치 대비 추가 입점도 지속되는 중이다.

일본 구글트렌드 리쥬란 검색어 추이



자료: Google trend, 신한투자증권

2Q24 쿠텐 메가와리 리쥬란 판매 순위 및 금액



자료: 쿠텐 Japan, 신한투자증권

리쥬란 화장품 쿠텐 내 제품 리스트



자료: 쿠텐 Japan, 신한투자증권

일본 시장 내 화장품 사업부의 성장 역시 의료기기 사업부의 성장이 선행된 결과다. 2022년 전체 국내 외국인 환자 중 일본인의 비율은 8.8%에 불과했으나, 1년 후 31%까지 성장하며 1위를 기록했다. 2023년 연간 피부과를 방문한 환자 24만명 중 50%인 12만명이 일본인이었다. 일본 현지 내 진출한 국내 시술 플랫폼 ‘강남언니’의 월간 활성 사용자(MAU) 및 매출액 증가 또한 가파르게 성장 중이다. 2022년 기준 1700명 수준이었던 MAU는 1년만에 12만명으로 증가했으며, 매출액 또한 2022년 기준 10억원에서 약 8배 성장한 80억원을 기록했다.

현재 강남언니 일본 서비스를 사용하는 현지인의 절반은 ‘크로스보더’라고 불리는 한국 현지 시술 예약자이며, 나머지 절반은 일본 현지 병원 시술 예약자이다. 일본 현지 시술 서비스 플랫폼 내 한국 병원 예약 서비스 성장이 빠르게 진행되며, 기존 일본 내 점유율 1위를 차지하고 있던 ‘트리뷰’ 또한 크로스보더 서비스에 집중하고 있다. 강남언니 단일 플랫폼만으로 매일 1만명의 환자가 국내 병원을 예약 중이다. 일본의 의료 관광 수요와 더불어 현지 내 ‘리쥬란’ 브랜드 인지도 성장세가 가파르다. 리쥬란은 ‘트리뷰’ 및 ‘언니’ 플랫폼 내 검색어 상위를 꾸준히 유지하고 있으며, 일본향 수출입 데이터 및 검색어 트렌드 또한 우상향 중이다. 일본 내 스킨부스터 시장 및 리쥬란 브랜드 인지도가 형성되고 있는 구간으로 전망한다.

‘트리뷰’ 어플 내 다수 검색된 시술 ‘리쥬란’



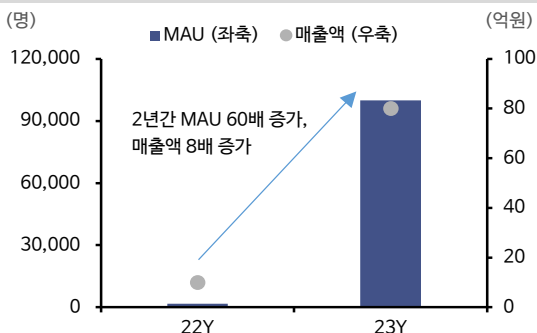
자료: 리뷰, 신한투자증권/ 참고: 리쥬란 일본명 ‘リジュラン’

일본 1위 사업자 리뷰 내 ‘크로스보더 서비스’



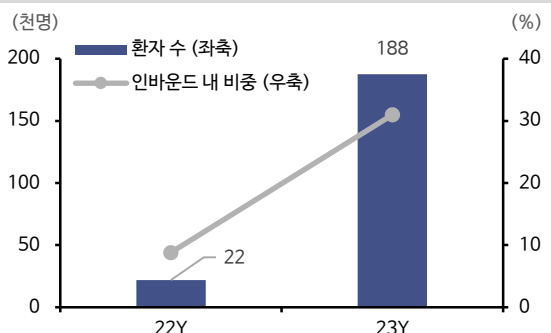
자료: 리뷰, 신한투자증권

일본 강남언니 서비스 MAU 성장세



자료: 회사 자료, 신한투자증권

국내 외국인환자 중 일본인 수 및 비중



자료: 보건복지부, 신한투자증권

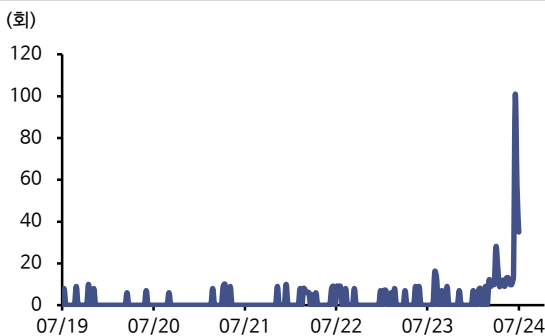
American dream

2024년 7월, SNS 팔로워 수 기준 글로벌 상위 10명 내에 속하는 인플루언서 ‘김 카다시안’이 리쥬란 시술에 대해 긍정적인 시술 후기를 공유했다. 현재 리쥬란은 FDA 허가 신청 진행 전으로 미국 내 시술이 불가능하기에, ‘연어 생식세포 시술’이라는 명칭으로 이를 언급했다. 다만 구글 트렌드를 통해 미국 내 ‘연어 생식세포’ 검색 추이는 ‘리쥬란’으로 이어짐을 확인할 수 있다.

국내 소비재 중 대형 인플루언서 언급이 곧 미국향 매출 증가로 이어지는 케이스는 이미 다수 존재한다. 삼양 식품의 ‘불닭볶음면’, 에이피알의 ‘부스터 힐러’가 그 예시다. 리쥬란은 FDA 허가 신청 진행 전으로 공식적인 미국 수출이 불가능하나, 인플루언서 언급 이후 Medspa에서 ‘리쥬란’ 시술 진행 중임을 확인 가능하다. 미국 내 수요 증가로 간접 수출을 통해 수입해 가는 것으로 추정된다. 따라서 당장의 미국 시장 내 매출 고성장을 기대하는 것은 어려울 수 있으나 출시 이전부터 시술의 브랜드 인지도를 쌓아가고 있다는 점은 주목해야 한다.

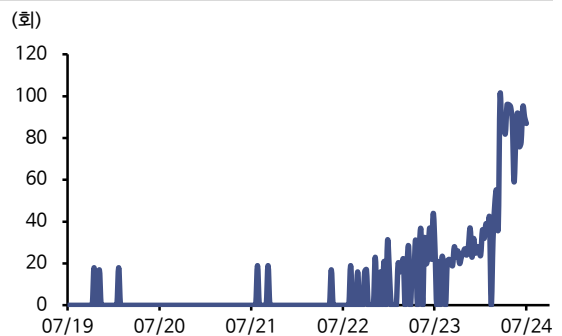
파마리서치는 미국, 유럽 내 임상 및 진출을 위한 파트너사 계약을 논의 중이다. 스킨부스터는 임상을 요하는 제품이기에 서구권 진출에는 시간이 필요하다. 다만 이를 준비하는 기간 동안 미국 스킨부스터 시장의 제반이 형성될 수 있을 것으로 전망한다. 올해 7월, 현재 글로벌 독신 시장 점유율 1위를 기록하고 있는 에브비에서 ‘스킨바이브’라는 스킨부스터 제품을 미국 내 최초 출시했다. ‘스킨바이브’가 승인허가를 취득하는 과정에서 FDA 내 스킨부스터 제품 분류가 진행되었다. 리쥬란이 국내 시장 출시 후 시술 인지도를 쌓아가는 데에 최소 5년이 소요되었음을 고려 시, ‘스킨바이브’의 출시를 미국 스킨부스터 시장의 기틀을 마련해 줄 것으로 판단한다.

미국 내 ‘연어 생식세포’ 검색 추이



자료: Google trend, 신한투자증권

미국 내 ‘리쥬란’ 검색 추이



자료: Google trend, 신한투자증권

파마리서치 밸류에이션 점검

1. 1H23 수출 case: 트렌드가 숫자로 반영되는 시점은 언제인가?

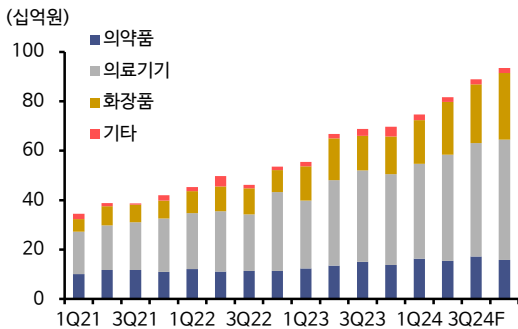
1Q23, 해외향 의료기기 매출은 전분기 대비 61%, 전년동기 대비 191% 성장한 104억원을 기록했다. 1Q 및 2Q23은 수출 비중이 올라오는 모습을 보이며 주당 순이익 및 주가수익비율이 함께 증가하는 구간이었다. 당시 12개월 선행 주가수익비율은 20배까지 올라왔다.

이후 하반기 6월 수출입 데이터 감소를 시작으로 전분기 대비 해외향 의료기기 매출액 감소가 지속되며 큰 폭의 주가 하락이 진행되었다. 결국 파마리서치 밸류에이션 리레이팅의 가능성은 수출 비중이다. 당시 리쥔란 수출입 데이터 및 해외 트렌드가 긍정적이었음에도 실적으로 이어지지 못하며 데이터에 대한 불신이 생겼음을 판단한다.

다만 지금의 구간은 작년 하반기와는 다른 양상이라고 전망한다. 당시의 글로벌 트렌드는 태국 및 동남아 국가를 위주로 증가했다. 태국은 2022년 연말 런칭을 시작한 국가로 출시 당시 진행된 심포지엄 및 마케팅 활동을 통해 초반 관심이 증가하는 모습을 보였다.

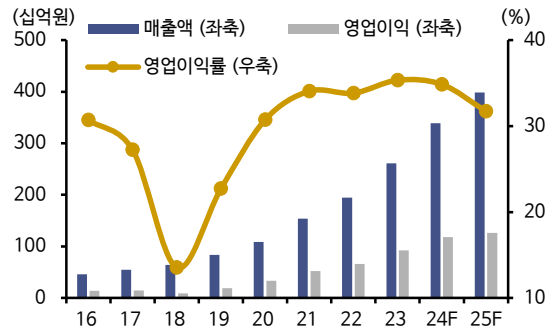
지금의 글로벌 트렌드는 단일국가가 아닌, 미국, 일본, 싱가포르, 중국, 인도네시아 등 다수의 국가에서 확인이 가능하다. 또한 출시 후 시술 인지도를 확보할 시간이 존재했던 국가 중심으로 점진적 우상향의 트렌드 추이를 보이고 있다. 일본 2015년 런칭, 싱가포르 2017년 허가, 인도네시아 2019년 허가, 중국 2020년 허가 후 2021년 런칭 등 최소 3~6년 가량 시술 인지도를 쌓아올린 국가들이다. 기존 승인 허가를 획득했던 국가들을 중심으로 글로벌 내 스킨부스터 시장이 형성되며, 수출 매출액이 본격 증가하는 구간으로 판단된다.

파마리서치 사업부별 분기 매출액 추이



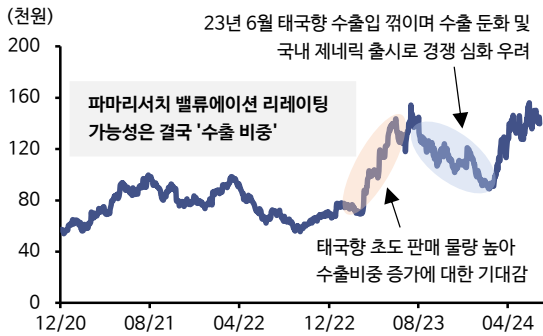
자료: QuantiWise, 신한투자증권

파마리서치 연간 실적 추이 및 추정



자료: QuantiWise, 신한투자증권

파마리서치 주가 추이



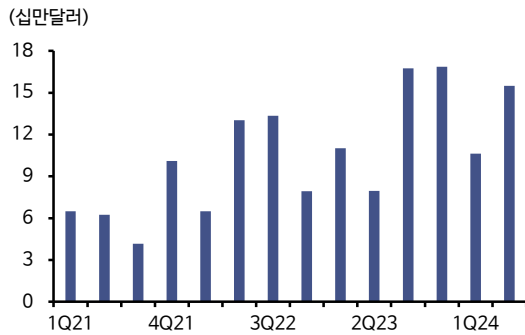
자료: QuantiWise, 신한투자증권

파마리서치 12개월 선행 주가수익비율



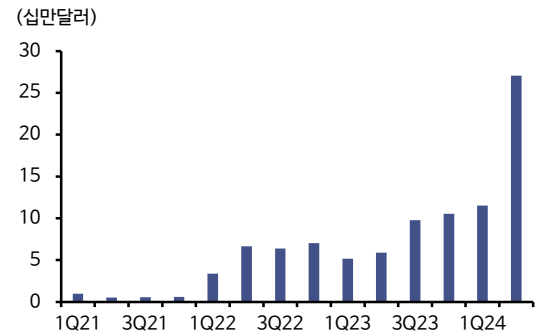
자료: QuantiWise, 신한투자증권

파마리서치 중국향 수출입 데이터



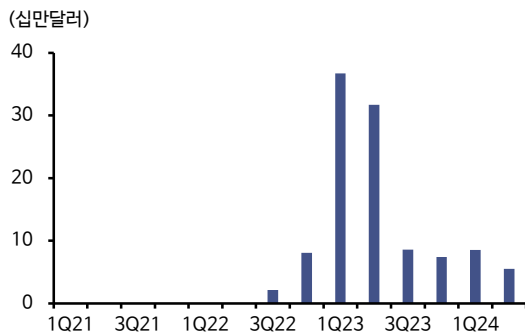
자료: Trass, 신한투자증권

파마리서치 싱가포르향 수출입 데이터



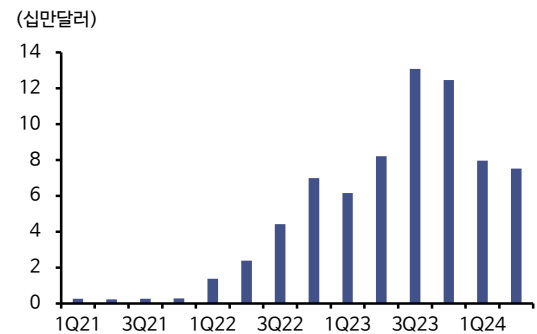
자료: Trass, 신한투자증권

파마리서치 태국향 수출입 데이터



자료: Trass, 신한투자증권

파마리서치 일본향 수출입 데이터



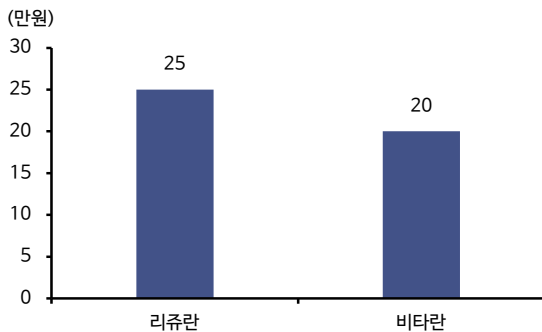
자료: Trass, 신한투자증권

2. 국내 제네릭 출시에 따른 경쟁 심화 우려

4Q23을 기점으로 다수의 리주란 제네릭(복제약)이 출시되었다. 리주란 대비 공급가 및 시술가가 저렴하게 형성되어 있기에, 제네릭의 출시로 리주란 점유율의 하락 우려가 존재하는 상황이다. 다만, 미용 시장 내 ‘주사제’는 특히 공포 마케팅 진행이 잦다. 이는 환자들이 임상 환경 내 시술 레퍼런스를 중요하게 여기고 있다는 의미다. 제네릭 제품 ‘비타란’과의 가격 비교 시 1회 시술 당 가격은 5만원이 더 저렴한 수준이다. 리주란이 쌓아온 시술 인지도 및 오리지널리티로 인해, 단기간 내 점유율 하락 및 역성장을 우려하는 것은 과도하다고 판단한다.

타 스킨부스터의 성장세도 최근 가파르다. ‘주베룩’, ‘엑소좀’ 등이 그 예다. 다만 타 제제의 용도는 리주란과는 조금 다르다. ‘주베룩’의 경우 콜라겐 합성도가 높은 제품으로 탄력, 또는 진피층 고민 환자의 시술이 잦다. ‘리주란’은 속건조 및 홍조 고민 환자 대상의 시술이다. 이로 인해 복수의 스킨부스터를 혼합한 프로모션 패키지도 다양하게 출시되고 있다. 2023년 기준 국내 스킨부스터 시장 규모는 약 600억원, 2024년은 1,000억원으로 추정된다. 연간 성장세가 여전히 가파르다. 리주란 포함 제네릭 제품, 타 스킨부스터 제제 모두 매분기 매출액 성장 중이다. 국내 환자 포함 해외 외국인 환자의 시술 수요 성장도 가파르다. 내수 시장 피크 아웃을 논하기에는 이른 시점이라고 판단한다.

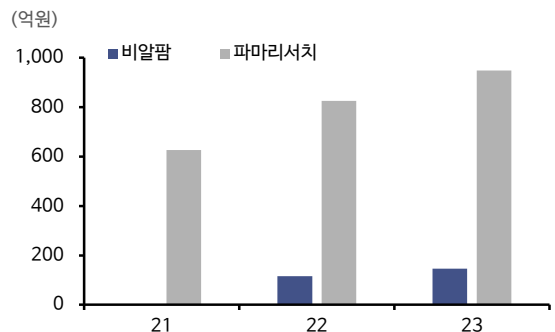
리주란 오리지널 및 제네릭 제품 가격 비교



자료: 톡스앤피, 신한투자증권

참고: 정확한 비교를 위해 동일 지점 내 시술 가격을 비교

비알팜 및 파마리서치 매출액 추이 비교



자료: 회사 자료, 신한투자증권

참고: 내수향 의료기기 매출 기준

분기별 입국자수 추이

국가	1Q24	2Q24	전분기대비 성장률 (%)
일본	665,893	766,106	15.0
중국	1,015,101	1,203,878	18.6
태국	305,871	378,817	23.8

자료: 관광지식정보시스템, 신한투자증권

IV. 실적 추정

2Q24 매출액 817억원, 영업이익 296억원 추정

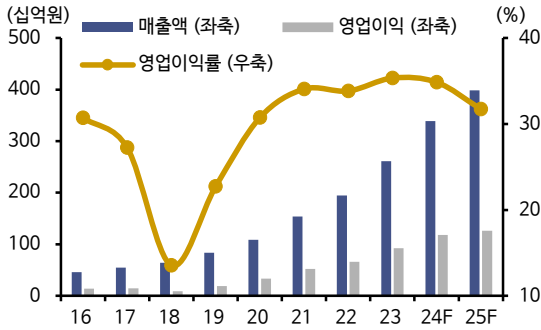
2Q24 매출액을 817억원, 영업이익 296억원으로 추정하며 실적 예상치 상회하는 호실적 전망한다. 2분기 수출입데이터 호조에 따라 의료기기 사업부의 매출액을 431억원 (전년동기대비 24% 성장)을 추정한다.

화장품 사업부 매출액은 일본 온라인 판매 채널인 ‘큐텐 재팬’ 메가와리 단일 행사 내 20억원 판매, 연간 일본 오프라인 입점 수 목표를 상반기 내 이미 달성함에 따라 213억원 (전년동기대비 26% 성장)으로 추정한다. 5,6월 국내 팝업스토어 행사, 외국인 환자 수 증가에 따른 면세점 성장도 진행되었다. 하반기 신규 국가 (멕시코, 대만) 진출 및 서구권 진출을 위한 파트너사 계약 예정 등 모멘텀도 보유했다.

파마리서치 분기별 실적 추이 및 추정											
(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	23	24F	25F
매출액	55.4	66.8	68.8	70.0	74.7	81.7	88.9	93.5	261.0	338.8	398.5
YoY	22.5	34.4	49.0	30.5	34.8	22.2	29.2	33.7	34.0	29.8	17.6
의약품	12.3	13.5	15.0	13.7	16.3	15.4	17.2	15.8	54.5	64.7	71.2
YoY	2.0	22.6	32.9	22.0	32.7	14.0	14.9	15.0	19.5	18.7	10.0
의료기기	27.6	34.6	37.1	36.8	38.4	43.1	45.8	48.7	136.1	176.0	207.9
YoY	21.8	41.2	62.0	15.3	39.0	24.3	23.6	32.3	33.4	29.3	18.1
화장품	13.9	16.8	14.0	15.2	17.7	21.3	23.9	26.9	59.9	89.8	110.3
YoY	56.3	68.3	32.0	69.3	27.7	26.6	70.7	77.6	55.8	50.1	22.8
기타	1.7	1.8	2.7	4.1	2.3	1.9	2.0	2.1	10.3	8.2	9.1
YoY	0.1	(56.5)	94.9	179.8	38.5	(20.0)	5.0	5.0	18.6	(20.2)	10.3
매출총이익	40.4	49.9	50.6	49.4	51.8	58.9	65.2	66.9	190.3	242.7	282.9
YoY	26.6	38.9	49.6	23.8	28.1	18.1	28.9	35.3	34.4	27.6	16.6
GPM	72.9	74.6	73.5	70.6	69.3	72.1	73.4	71.5	72.9	71.7	71.0
영업이익	20.7	23.7	27.5	20.4	26.7	29.6	34.7	27.1	92.3	118.1	126.4
YoY	36.1	36.0	66.5	21.5	28.6	25.3	26.0	33.1	40.0	28.0	7.1
OPM	37.4	35.4	40.0	29.1	35.7	36.3	39.0	29.0	35.3	34.9	31.7
당기순이익	17.7	16.7	26.7	15.4	17.2	24.4	30.2	17.5	76.6	89.4	99.6
YoY	89.9	66.0	53.3	309.8	(2.6)	45.7	13.0	13.9	88.6	16.7	11.4
NPM	31.9	25.0	38.8	22.0	23.1	29.8	34.0	18.8	29.3	26.4	25.0

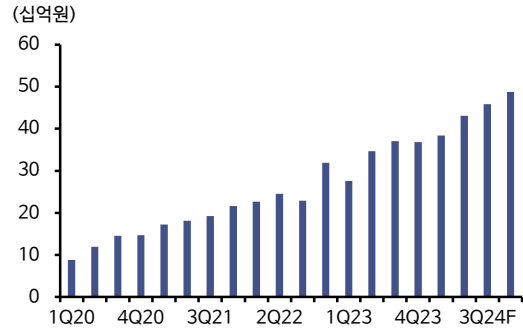
자료: 신한투자증권 추정

연간 실적 추이 및 추정



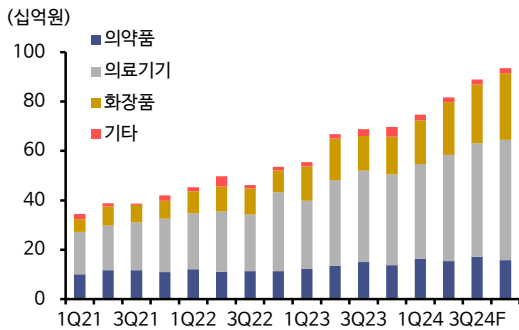
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

분기별 의료기기 사업부 매출액 추이



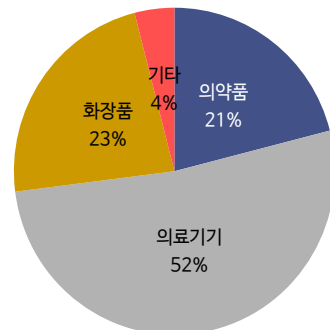
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

사업부별 분기 매출액 추이



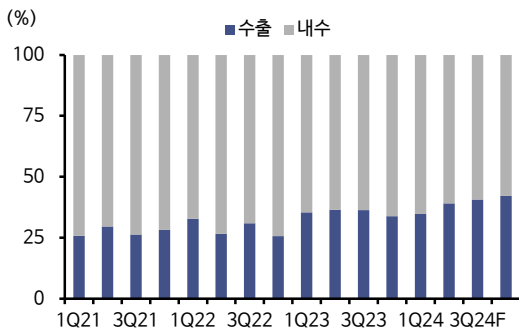
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

사업부별 매출 비중 (2023년 기준)



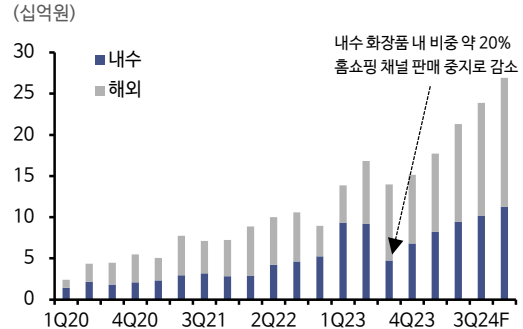
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

분기별 수출 비중 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

분기별 화장품 사업부 매출액 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
자산총계	478.1	535.3	627.0	724.6	855.8
유동자산	247.3	256.5	354.0	457.5	593.3
현금및현금성자산	72.9	67.2	119.3	187.9	288.8
매출채권	32.3	31.4	40.8	47.9	55.1
재고자산	24.5	50.2	65.2	76.7	88.2
비유동자산	230.7	278.8	273.0	267.2	262.4
유형자산	118.0	123.1	114.1	106.1	98.8
무형자산	37.8	32.0	29.0	26.4	24.2
투자자산	47.2	100.9	107.0	111.8	116.5
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	106.4	73.1	84.8	93.8	102.8
유동부채	54.3	65.9	75.9	83.5	91.2
단기차입금	15.6	0.4	0.4	0.4	0.4
매입채무	3.5	2.8	3.7	4.3	5.0
유동성장기부채	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	52.1	7.2	8.9	10.3	11.6
사채	44.1	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(경기금융부채 포함)	2.1	1.3	1.3	1.3	1.3
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	371.7	462.2	542.2	630.8	752.9
자본금	5.1	5.2	5.2	5.2	5.2
자본잉여금	157.6	175.4	175.4	175.4	175.4
기타자본	(5.3)	(4.6)	(4.6)	(4.6)	(4.6)
기타포괄이익누계액	(4.7)	(3.6)	(3.6)	(3.6)	(3.6)
이익잉여금	190.9	260.8	340.0	427.7	548.6
지배주주지분	343.5	433.1	512.3	600.0	720.9
비지배주주지분	28.2	29.1	29.9	30.8	32.0
*총차입금	66.8	34.3	34.5	34.6	34.7
*순차입금(순현금)	(118.7)	(133.6)	(204.6)	(287.7)	(403.1)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로인한현금흐름	59.4	64.9	83.4	94.2	126.5
당기순이익	43.4	77.3	89.9	98.4	131.9
유형자산상각비	6.8	8.4	8.9	8.1	7.3
무형자산상각비	3.8	3.5	3.0	2.6	2.2
외환환손실(이익)	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.1	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	7.9	(0.7)	0.0	0.0	0.0
운전차분변동	(10.5)	(30.7)	(15.0)	(11.4)	(11.4)
(법인세납부)	(13.8)	(17.0)	(25.3)	(27.8)	(37.2)
기타	21.7	24.0	21.9	24.3	33.7
투자활동으로인한현금흐름	(11.9)	(44.7)	(21.8)	(15.9)	(16.0)
유형자산의증가(CAPEX)	(17.2)	(12.1)	0.0	0.0	0.0
유형자산의감소	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의증가(증가)	(0.5)	(0.6)	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	302.1	123.1	(6.1)	(4.7)	(4.7)
기타	(296.5)	(155.1)	(15.7)	(11.2)	(11.3)
FCF	39.2	43.2	87.5	96.4	114.6
재무활동으로인한현금흐름	(9.3)	(26.0)	(9.5)	(9.7)	(9.7)
차입금의 증가(감소)	(1.4)	(16.8)	0.2	0.1	0.1
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(6.3)	(7.5)	(9.7)	(9.8)	(9.8)
기타	(1.6)	(1.7)	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1
연결범위변동으로인한현금의증가	(6.9)	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(0.1)	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	31.3	(5.7)	52.0	68.5	101.0
기초현금	41.7	72.9	67.2	119.2	187.8
기말현금	72.9	67.2	119.2	187.8	288.8

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	194.8	261.0	338.8	398.4	458.2
증감률 (%)	26.4	34.0	29.8	17.6	15.0
매출원가	53.2	70.8	96.0	115.6	132.9
매출총이익	141.5	190.3	242.8	282.8	325.2
매출총이익률 (%)	72.7	72.9	71.7	71.0	71.0
판매관리비	75.6	98.0	124.7	156.6	174.1
영업이익	65.9	92.3	118.1	126.2	151.1
증감률 (%)	25.6	40.0	28.0	6.9	19.7
영업이익률 (%)	33.8	35.3	34.9	31.7	33.0
영업외손익	(11.9)	8.4	(5.5)	(2.2)	18.0
금융손익	(3.9)	11.7	(4.9)	0.7	21.2
기타영업외손익	(5.2)	(3.9)	(3.9)	(3.9)	(3.9)
중속 및 관계기업관련손익	(2.8)	0.7	3.3	1.0	0.7
세전계속사업이익	54.0	100.7	115.2	126.1	169.2
법인세비용	10.6	23.4	25.3	27.8	37.2
계속사업이익	43.4	77.3	89.9	98.4	131.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	43.4	77.3	89.9	98.4	131.9
증감률 (%)	(7.2)	77.9	16.3	9.5	34.1
순이익률 (%)	22.3	29.6	26.5	24.7	28.8
(지배주주)당기순이익	40.6	76.6	89.0	97.5	130.7
(비지배주주)당기순이익	2.9	0.7	0.8	0.9	1.2
총포괄이익	39.4	78.6	89.9	98.4	131.9
(지배주주)총포괄이익	36.6	77.7	88.8	97.2	130.4
(비지배주주)총포괄이익	2.8	0.9	1.1	1.2	1.6
EBITDA	76.5	104.3	130.0	136.9	160.6
증감률 (%)	23.3	36.2	24.7	5.2	17.3
EBITDA 이익률 (%)	39.3	39.9	38.4	34.3	35.0

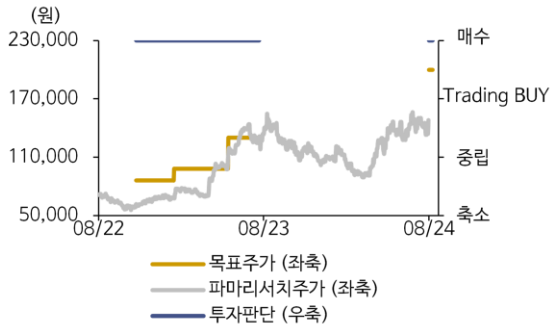
주요 투자지표

12월 결산	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (당기순이익, 원)	4,295	7,550	8,638	9,413	12,622
EPS (지배순이익, 원)	4,013	7,481	8,558	9,326	12,506
BPS (자본총계, 원)	36,754	44,784	51,876	60,350	72,033
BPS (지배지분, 원)	33,970	41,966	49,013	57,400	68,967
DPS (원)	660	950	950	950	950
PER (당기순이익, 배)	16.3	14.5	17.1	15.7	11.7
PER (지배순이익, 배)	17.4	14.6	17.3	15.9	11.8
PBR (자본총계, 배)	1.9	2.4	2.9	2.5	2.1
PBR (지배지분, 배)	2.1	2.6	3.0	2.6	2.1
EV/EBITDA (배)	8.1	9.8	10.6	9.4	7.3
배당성향 (%)	16.2	12.7	11.0	10.1	7.5
배당수익률 (%)	0.9	0.9	0.6	0.6	0.6
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	39.3	39.9	38.4	34.3	35.0
영업이익률 (%)	33.8	35.3	34.9	31.7	33.0
순이익률 (%)	22.3	29.6	26.5	24.7	28.8
ROA (%)	9.6	15.2	15.5	14.6	16.7
ROE (지배순이익, %)	12.5	19.7	18.8	17.5	19.8
ROIC (%)	26.1	37.5	43.6	45.8	54.1
안정성					
부채비율 (%)	28.6	15.8	15.6	14.9	13.7
순차입금비율 (%)	(32.0)	(28.9)	(37.7)	(45.6)	(53.5)
현금비율 (%)	134.4	102.0	157.2	224.9	316.7
이자보상배율 (배)	17.2	30.9	58.1	61.8	73.7
활동성					
순운전자본회전율 (회)	7.9	6.2	5.3	5.1	5.0
재고자산회수기간 (일)	39.2	52.2	62.2	65.0	65.7
매출채권회수기간 (일)	56.3	44.5	38.9	40.6	41.0

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자의견 및 목표주가 추이

파마리서치(214450)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2022년 10월 24일	매수	86,000	(23.1)	(17.3)
2023년 01월 16일	매수	98,000	(16.5)	5.9
2023년 05월 16일	매수	130,000	(1.2)	10.5
2023년 07월 24일	커버리지제외		-	-
2024년 08월 02일	매수	200,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 정희령, 엄민용)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 07월 31일 기준)

매수 (매수)	92.97%	Trading BUY (중립)	5.08%	중립 (중립)	1.95%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------