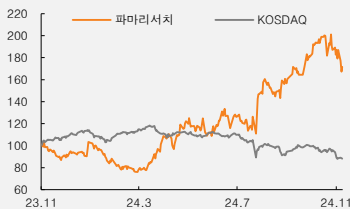


투자의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 290,000원
현재주가(24/11/20)	201,000원
상승여력	44.3%

영업이익(24F,십억원)	129
Consensus 영업이익(24F,십억원)	0
EPS 성장률(24F,%)	30.5
MKT EPS 성장률(24F,%)	72.6
P/E(24F,x)	20.6
MKT P/E(24F,x)	10.2
KOSDAQ	682.91
시가총액(십억원)	2,112
발행주식수(백만주)	11
유동주식비율(%)	59.6
외국인 보유비중(%)	13.2
베타(12M) 일간수익률	-0.53
52주 최저가(원)	89,100
52주 최고가(원)	235,500

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-11.5	45.7	73.6
상대주가	-2.3	80.7	106.7



[첨단의료기기/디지털헬스]

김충현, CFA
choonghyun.kim@miraeasset.com박선영
seunyoung.park@miraeasset.com

파마리서치

글로벌 1위 스킨부스터로 성장 중

3Q24 Review: 매출 시장기대치 부합, 영업이익 시장기대치 상회

동사의 3Q24 매출은 전년대비 30% 증가한 892억원으로 시장기대치에 부합했다. 영업이익은 전년대비 27% 증가한 349억원으로 시장기대치를 상회했다. 매출과 영업이익 모두 사상최대 실적을 경신했다. 영업이익률은 전년대비 0.8%p 감소한 39.1%를 기록했다.

품목별로는 의약품이 전년대비 7% 증가한 160억원, 의료기기는 전년대비 37% 증가(국내 31% YoY, 해외 51% YoY)한 507억원, 화장품은 전년대비 21% 증가(국내 37% YoY, 해외 13% YoY)한 169억원, 기타는 전년대비 100% 증가한 55억원을 기록했다.

지역별로 국내는 전년대비 31% 증가한 574억원을 기록했고, 중국은 전년대비 12% 증가한 146억원, 아시아는 전년대비 27% 증가한 89억원, 유럽은 전년대비 16% 증가한 35억원, 미주는 전년대비 155% 증가한 6억원, 기타는 전년대비 135% 증가한 41억원을 기록했다.

목표주가 290,000원으로 상향하며, 매수의견 유지

실적추정치를 상향조정하며 동사의 목표주가를 290,000원(기존 260,000원)으로 상향한다. 상승여력이 44%인 점을 고려하여 매수의견을 유지한다.

리쥬란이 포함된 의료기기 사업부문의 성장세가 견조하다. 리쥬란과 함께 성장하는 화장품 부문이 다소 부진했지만, 구조적인 부진으로 보기엔 너무 이르다. 사업부문의 고른 성장에 힘입어 8분기 연속 사상 최대 매출을 경신하고 있다. 견조한 외형성장을 고려한 동사의 2024년 실적은 매출액 3,399억원(30% YoY), 영업이익은 전년대비 39% 증가한 1,286억원(OPM 37.8%)을 기록할 것으로 예상된다.

현 주가는 12개월 FWD P/E 기준 17배로 글로벌 Peer(18배) 대비 저평가되고 있으나, 동사의 지난 3년 평균(13배) 대비 고평가되고 있다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	195	261	340	401	477
영업이익 (십억원)	66	92	129	153	183
영업이익률 (%)	33.8	35.2	37.9	38.2	38.4
순이익 (십억원)	41	77	104	135	163
EPS (원)	4,013	7,481	9,764	11,543	13,917
ROE (%)	12.5	19.7	17.9	16.9	17.4
P/E (배)	17.4	14.6	20.6	17.4	14.4
P/B (배)	2.0	2.6	3.2	2.7	2.3
배당수익률 (%)	0.9	0.9	0.5	0.5	0.5

주: K-IFRS 개별 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 3Q24 실적 비교표

(십억원, %, %p)

	3Q23	2Q24	3Q24			성장률	
			확정치	미래에셋증권	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	68.8	83.1	89.2	86.2	88.4	29.7	7.3
영업이익	27.5	30.8	34.9	32.4	33.1	27.0	13.5
영업이익률 (%)	40.0	37.0	39.1	39.1	37.5	-0.8	2.1
순이익	26.7	31.4	24.7	26.8	28.3	-7.4	-21.2

주: K-IFRS 기준

자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 수익예상 변경표

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	24F	25F	24F	25F	24F	25F	
매출액	335	390	340	401	1.4	2.7	3Q24 실적 반영
영업이익	124	146	129	153	3.3	4.5	
세전이익	133	159	132	174	-0.5	9.6	
순이익	104	123	104	135	0.2	9.6	
EPS (원)	10,018	11,775	9,764	11,543	-2.5	-2.0	

주: K-IFRS 기준

자료: 미래에셋증권 리서치센터

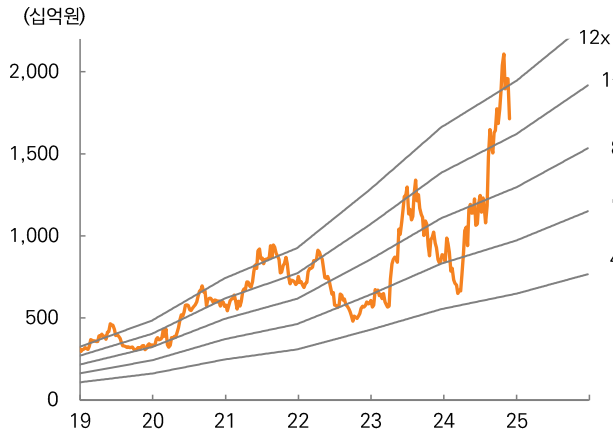
표 3. 분기별 실적 전망 표

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출액	55.4	66.8	68.8	70.0	74.7	83.1	89.2	92.8	261.0	339.9	400.6
의약품	12.3	13.5	15.0	13.7	16.3	18.1	16.0	17.3	54.5	67.7	72.0
의료기기	27.6	34.6	37.1	36.8	38.4	43.0	50.7	50.9	136.1	182.9	217.9
화장품	13.9	16.8	14.0	15.3	17.7	19.9	16.9	20.6	60.0	75.1	98.4
기타	1.7	1.8	2.7	4.1	2.3	2.3	5.5	4.1	10.3	14.2	12.2
영업이익	20.7	23.6	27.5	20.4	26.7	30.8	34.9	36.2	92.3	128.6	152.9
순이익(지배)	17.7	16.7	26.7	15.4	17.2	31.4	24.7	31.0	76.6	104.4	134.9
매출 성장률(%)	22.5	34.4	49.0	30.5	34.8	24.4	29.7	32.7	34.0	30.2	17.9
의약품	2.0	22.6	32.9	22.0	32.7	33.7	6.5	26.0	19.5	24.1	6.4
의료기기	21.8	41.2	62.0	15.3	39.0	24.2	36.6	38.1	33.4	34.3	19.2
화장품	56.3	68.3	32.0	71.3	27.7	18.1	20.9	34.2	56.2	25.1	31.1
기타	0.1	-56.5	94.9	179.5	38.5	28.4	100.4	0.4	18.5	38.2	-14.0
영업이익률 (%)	37.4	35.4	40.0	29.1	35.7	37.0	39.1	39.0	35.3	37.8	38.2
순이익률 (지배, %)	33.1	22.7	41.0	22.2	24.5	34.6	28.6	34.5	29.6	30.7	34.7

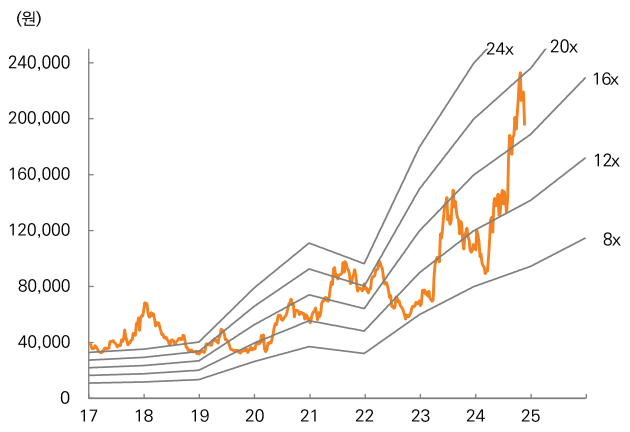
자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 12개월 선행 EV/EBITDA 밴드 차트



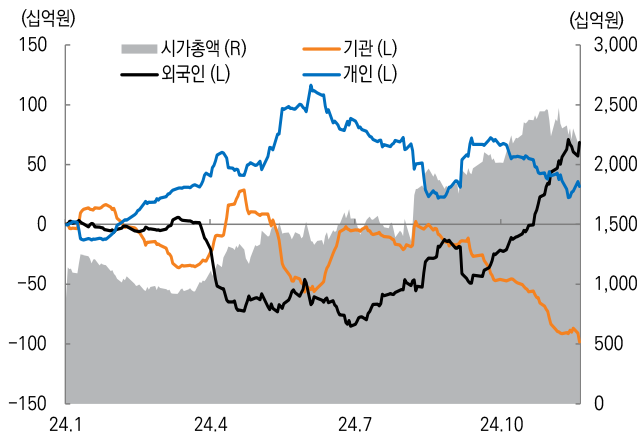
자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 12개월 선행 P/E 밴드 차트



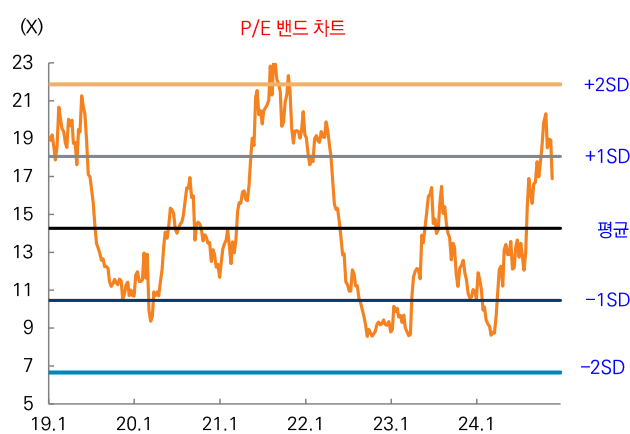
자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 투자자별 순매수량 vs. 시가총액 추이



자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 12개월 선행 P/E와 표준편차



자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

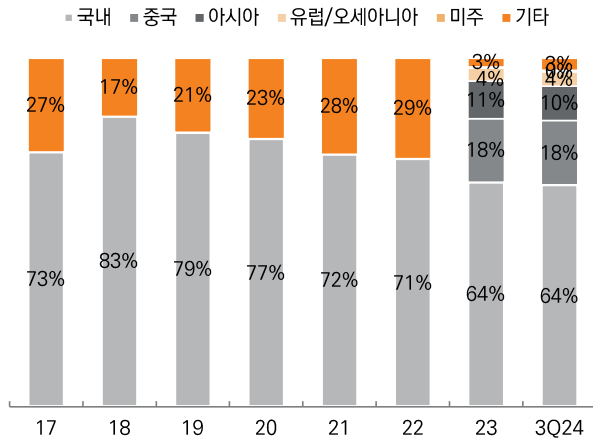
표 4. Global Peer Valuation

(십억원)

회사명	시가총액	영업이익률 (%)			PER (배)			P/S (배)			ROE (%)			매출(십억원)		
		22	23F	24F	21	22F	23F	21	22F	23F	21	22F	23F	21	22F	23F
Galderma Group	31,948	13.0	17.4	19.2	-	-	35.5	133.3	5.3	4.7	-	25.4	22.5	5,379	6,153	6,916
휴젤	3,384	36.8	44.4	47.4	26.0	23.6	18.8	8.0	8.9	7.5	13.1	16.4	13.0	320	379	454
클래스스	2,905	49.8	50.5	50.5	33.5	28.9	21.8	13.2	12.1	9.3	30.2	22.7	17.5	180	239	314
파마리서치	2,181	35.3	37.1	38.2	24.1	21.0	16.3	6.8	6.4	5.1	8.3	14.7	11.7	261	341	427
Inmode	2,109	39.8	33.6	34.8	9.7	9.3	8.6	3.5	3.7	3.6	6.1	5.6	5.2	643	567	584
Establishment Labs	1,473	(39.4)	(26.5)	(15.7)	-	-	-	6.8	6.4	5.1	-	-	-	216	233	290
Evolus	1,057	(24)	(3)	3	-	-	-	3	3	2	-	-	-	264	370	493
메디톡스	900	7.8	15.0	24.2	103.0	35.6	16.9	3.4	3.7	3.2	-	16.3	10.5	221	242	283
비올	476	52.5	59.2	57.4	22.0	15.8	12.8	11.2	8.2	6.3	18.9	12.0	9.4	43	58	76
AirSculpt Tech	474	4.8	0.7	5.3	-	-	29.4	1.8	1.8	1.7	25.6	16.6	12.5	256	258	287
원텍	394	39.8	30.3	34.3	13.6	14.7	9.8	3.6	3.5	3.0	18.6	9.3	7.3	116	114	130
Sisram Medical	278	-	6.5	6.6	-	10.9	8.4	-	0.5	0.5	-	-	-	-	504	585
Beauty Health	270	(32.9)	(24.0)	(13.4)	-	-	-	0.5	0.6	0.6	-	-	22.6	520	462	475
한스바이옴에드	99	(5.3)	-	-	-	-	-	1.1	-	-	69.6	-	-	78	-	-
전체 평균		13.7	18.5	22.4	33.1	20.0	17.8	15.1	4.9	4.0	23.8	15.5	13.2	653.5	763.0	870.4

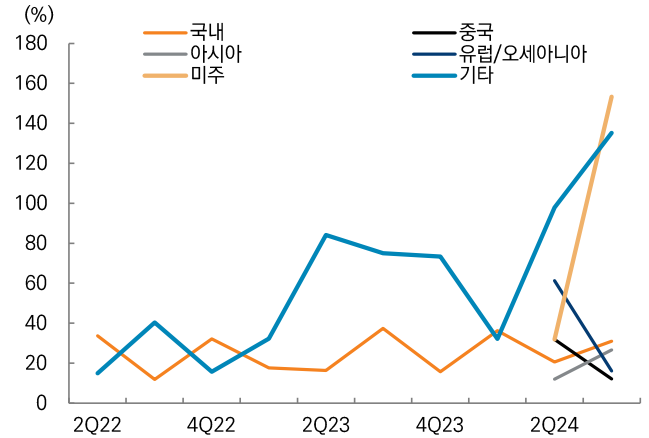
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 지역별 매출 비중 추이



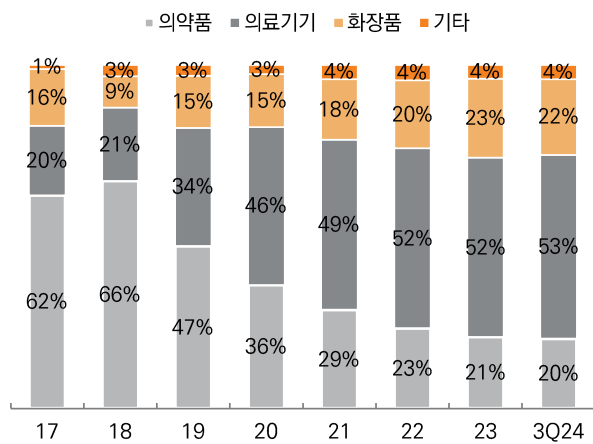
자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 지역별 매출 성장률 추이



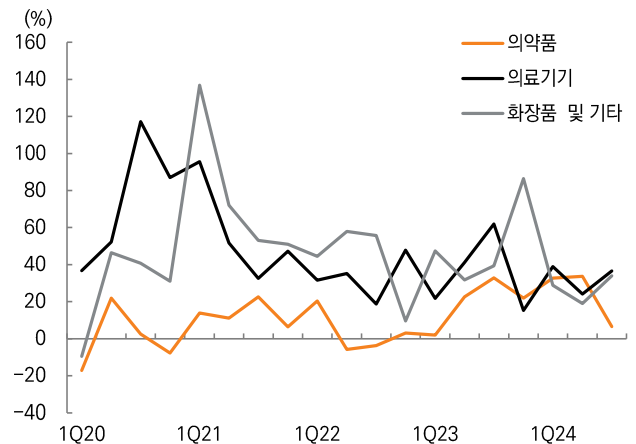
자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 품목별 매출 비중 추이



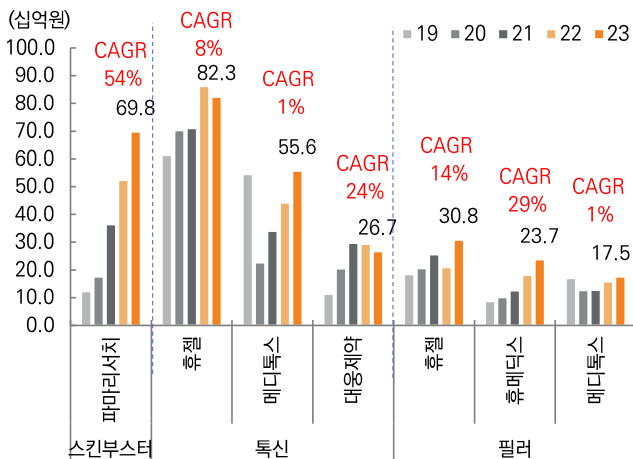
자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 품목별 매출 성장률 추이



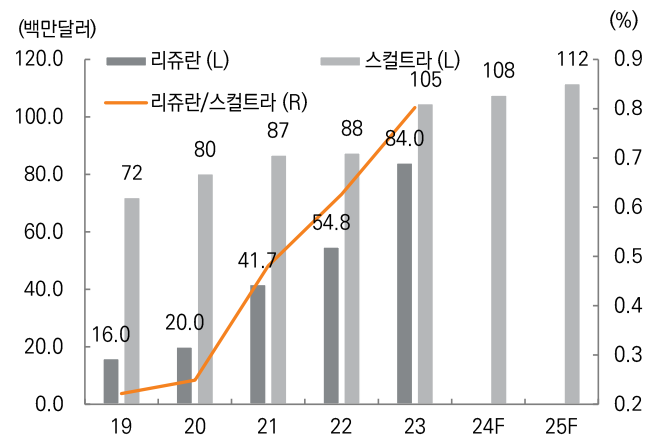
자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 주사요법 관련 기업들의 국내 매출 추이



자료: 각사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 리주란 및 스컬트라 매출 추이



자료: 파마리서치, Evaluatepharma, 미래에셋증권 리서치센터

표 5. 주요 국가별 인허가 현황

대륙	국가	리쥬란(스킨부스터)	리쥬란 코스메틱	Cleviel(필러)	콘쥬란
아시아	싱가포르	0	0	0	0
	태국	0	0	0	0
	말레이시아	0	0		0
	카자흐스탄	0	0		
	중국	0(2등급, 3등급 진행 중)	0	진행 중	
	인도네시아	0		0	
	베트남	0			
	필리핀	0			
	대만	0	0	0	진행 중
	일본	진행 중	0		
	우즈베키스탄	진행 중			
	홍콩		0	0	
유럽	우크라이나	0	0		0
	벨라루스	0			
	리투아니아	0			
	튀르키예	0			
	호주	0	0		
	뉴질랜드	0			
	체코	0			
	덴마크	0			
	스웨덴	0			
	핀란드	0			
	노르웨이	0			
	폴란드	진행 중			
	불가리아	진행 중			
	러시아		0		
	유럽 CE	MDD(MDR 진행 예정)			
미주	칠레	0			
	멕시코	0			
	미국	진행 중	0		
기타	이집트	진행 중			
	이스라엘	진행 중			
	UAE	0			

자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

리스크

재무 리스크

현금흐름이 우수하여 2021년부터 매년 400억원 이상의 잉여현금흐름이 발생되고 있으며, 부채비율은 3Q24 기준 18%에 안정적인 재무구조를 구축하고 있다. 현금성자산은 매년 증가하여 3Q24 2,164억원 이상의 현금성자산을 보유하고 있다. 지난 10월 CVC로부터 유상증자 자금이 유입되면서 현재 3,800억원 이상의 현금을 보유하고 있는 것으로 추정된다.

2022년부터 재고자산과 매출채권이 증가하면서 운전자본이 증가하고 있지만, 매출액 대비 회전율이 낮아진 것은 아니라 크게 우려할 사항은 아닌 것으로 보인다. 지난 10월 보유하고 있던 전환사채와 신주인수권부사채 잔량(약 160억원)을 모두 상환하였다.

사업 리스크

동사는 리쥘란을 중심으로 화장품과 특신, 미용기기까지 제품 포트폴리오를 다각화하여 종합 에스테틱 기업으로 성장하고자 한다. 대표 제품인 리쥘란은 작년부터 경쟁제품이 시장에 등장하고 있어, 경계가 필요하지만 아직 동사와의 격차가 확연하다. 단기적으로 경쟁에 의한 실적 우려는 제한적으로 보인다. 다만, 여전히 내수비중이 높은 것은 단점이다. 유상증자에 참여한 CVC와의 시너지로 향후 3년 내 유럽에서 의미있는 시장침투를 하고자 한다.

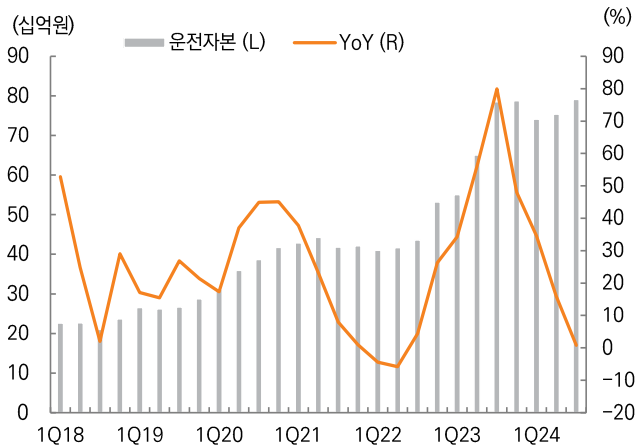
화장품은 상대적으로 경쟁이 큰 사업이나, 리쥘란과 연계 마케팅이 차별화 포인트다. 리쥘란의 해외 수출 지역이 확대되고 있어, 이로 인한 수혜가 가능하다. 특신은 수요는 증가하고 있으나, 생산캐파 증설이 2026년 초에나 가능하다는 것이 아쉽다. 관절강 주사인 콘쥘란의 보험 보장범위 축소는 잠재 리스크 요인이다.

또한, 약 430억원을 투자하여 경영권 확보와 사업적 시너지를 위해 CTC바이오 최대주주에 올라섰으나, CTC바이오 기존 주주의 반발로 당초 계획이 지연되고 있다.

주가 리스크

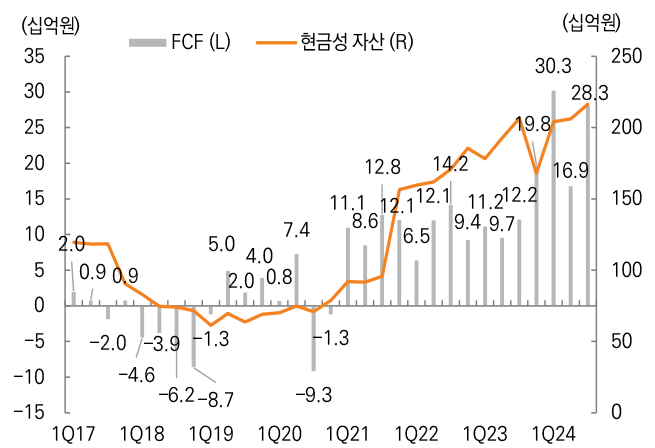
현 주가는 12개월 FWD P/E 기준 17배로 글로벌 Peer(18배) 대비 저평가되고 있으나, 동사의 지난 3년 평균(13배) 대비 고평가되고 있다.

그림 11. 운전자본 추이



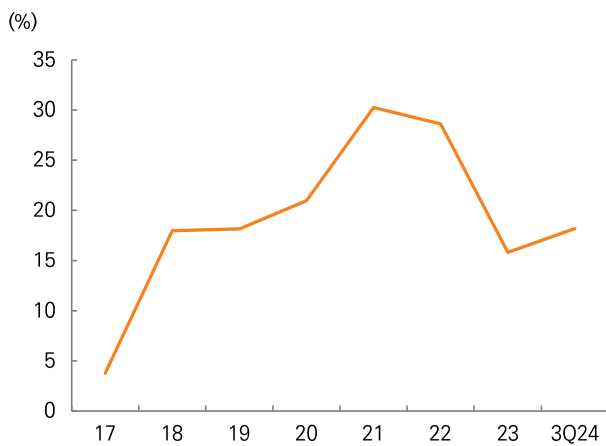
자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. FCF 추이



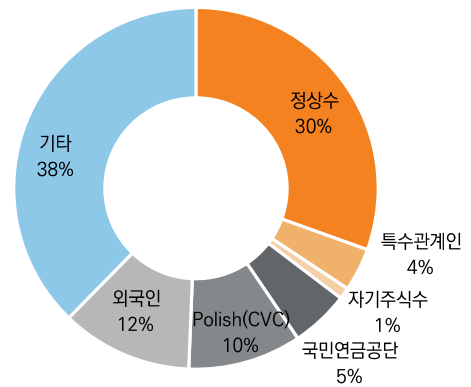
자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. 부채비율



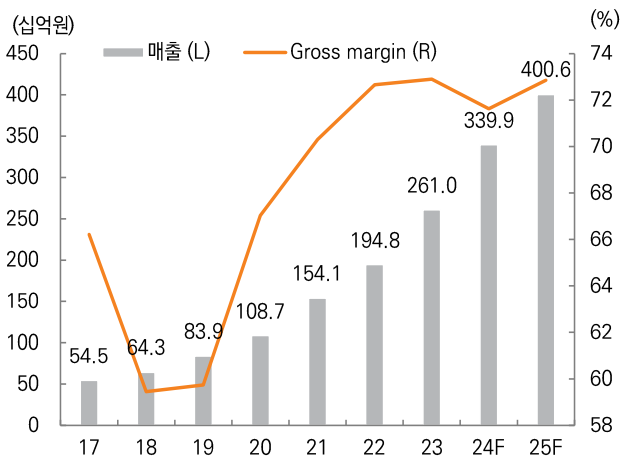
자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 14. 지분율



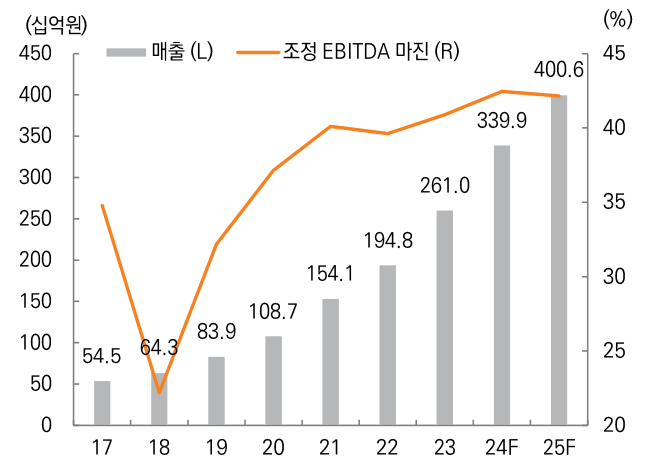
자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 15. 매출 및 매출총이익률 추이



자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 16. 매출 및 영업이익률 추이



자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

파마리서치 (214450)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	261	340	401	477
매출원가	71	96	109	129
매출총이익	190	244	292	348
판매비와관리비	98	115	139	165
조정영업이익	92	129	153	183
영업이익	92	129	153	183
비영업손익	9	3	21	27
금융손익	4	10	21	26
관계기업등 투자손익	1	6	0	0
세전계속사업손익	101	132	174	210
계속사업법인세비용	23	28	35	42
계속사업이익	77	105	139	168
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	77	105	139	168
지배주주	77	104	135	163
비지배주주	1	0	4	5
총포괄이익	79	105	139	168
지배주주	78	112	152	183
비지배주주	1	-7	-13	-15
EBITDA	104	141	165	195
FCF	53	109	127	160
EBITDA 마진율 (%)	39.8	41.5	41.1	40.9
영업이익률 (%)	35.2	37.9	38.2	38.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	29.5	30.6	33.7	34.2

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	256	559	699	870
현금 및 현금성자산	67	327	424	548
매출채권 및 기타채권	34	34	45	54
재고자산	50	58	71	85
기타유동자산	105	140	159	183
비유동자산	279	290	290	293
관계기업투자등	17	21	24	29
유형자산	123	138	137	137
무형자산	32	30	27	25
자산총계	535	849	990	1,163
유동부채	66	78	89	102
매입채무 및 기타채무	18	32	37	43
단기금융부채	33	25	26	28
기타유동부채	15	21	26	31
비유동부채	7	8	9	11
장기금융부채	1	2	2	2
기타비유동부채	6	6	7	9
부채총계	73	87	98	113
지배주주지분	433	734	859	1,012
자본금	5	6	6	6
자본잉여금	175	383	383	383
이익잉여금	261	355	480	633
비지배주주지분	29	29	33	38
자본총계	462	763	892	1,050

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	65	131	135	168
당기순이익	77	105	139	168
비현금수익비용가감	28	32	24	26
유형자산감가상각비	8	9	9	9
무형자산상각비	4	4	3	3
기타	16	19	12	14
영업활동으로인한자산및부채의변동	-31	8	-15	-10
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	0	2	-10	-8
재고자산 감소(증가)	-28	-9	-13	-14
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	12	1	3
법인세납부	-17	-25	-35	-42
투자활동으로 인한 현금흐름	-45	-51	-26	-31
유형자산처분(취득)	-12	-22	-8	-8
무형자산감소(증가)	-1	-2	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	8	-38	-19	-24
기타투자활동	-40	11	1	1
재무활동으로 인한 현금흐름	-26	185	-8	-8
장단기금융부채의 증가(감소)	-32	-8	1	2
자본의 증가(감소)	18	208	0	0
배당금의 지급	-8	-10	-10	-10
기타재무활동	-4	-5	1	0
현금의 증가	-6	260	97	124
기초현금	73	67	327	424
기말현금	67	327	424	548

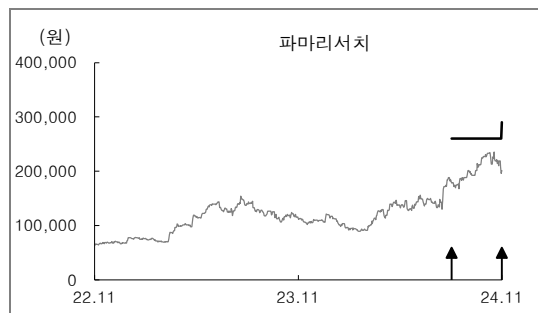
자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	14.6	20.6	17.4	14.4
P/CF (x)	10.7	15.7	14.4	12.2
P/B (x)	2.6	3.2	2.7	2.3
EV/EBITDA (x)	10.2	12.1	9.7	7.5
EPS (원)	7,481	9,764	11,543	13,917
CFPS (원)	10,268	12,810	13,984	16,542
BPS (원)	42,415	63,153	73,851	86,923
DPS (원)	950	950	950	950
배당성향 (%)	12.5	9.4	7.1	5.9
배당수익률 (%)	0.9	0.5	0.5	0.5
매출액증가율 (%)	34.0	30.2	17.9	19.0
EBITDA증가율 (%)	36.2	35.3	16.8	18.1
조정영업이익증가율 (%)	40.0	39.4	18.9	19.9
EPS증가율 (%)	86.4	30.5	18.2	20.6
매출채권 회전율 (회)	8.2	11.0	11.3	10.7
재고자산 회전율 (회)	7.0	6.3	6.2	6.1
매입채무 회전율 (회)	22.3	12.2	8.0	8.2
ROA (%)	15.2	15.1	15.1	15.6
ROE (%)	19.7	17.9	16.9	17.4
ROIC (%)	35.0	46.6	55.4	63.6
부채비율 (%)	15.8	11.4	11.0	10.8
유동비율 (%)	389.2	713.1	788.7	850.6
순차입금/자기자본 (%)	-21.0	-57.3	-61.7	-66.3
조정영업이익/금융비용 (x)	30.9	-397.0	-156.4	-177.2

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
파마리서치 (214450)				
2024.11.20	매수	290,000	-	-
2024.08.22	매수	260,000	-21.19	-9.42



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 추가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
82.38%	10.23%	7.39%	0%

* 2024년 09월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.