

## 파마리서치 (214450)

그림이 더 예뻐졌습니다

2024년 9월 6일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	240,000 원 (유지)
✓ 상승여력	34.8%	✓ 현재주가 (9월 5일)	178,000 원

## 신한생각 글로벌 사모펀드 'CVC', 2,000억원 투자

5일 'CVC'의 2,000억원 규모 투자 공시. 상환전환우선주 발행 형식으로 3년간 물량 양도 금지 약정. CVC는 헬스케어 딜 다수 진행한 총 관리자산(AUM) 208조원의 글로벌 사모펀드. 포트폴리오 내 헬스케어 기업 다수 존재함에 따라 글로벌 유통망 보유. '리쥬란' 판매의 시너지 기대되는 투자

## 마지막 퍼즐이 맞춰졌습니다

파마리서치 주가 상승의 핵심 요소는 '수출 실적 성장의 속도'. 스킨부스터 '리쥬란'은 역사가 짧아 직접 시장을 형성해가며 신규 국가를 진출해야 하는 제품. 이로 인해 승인허가 → 파트너사 선정 → 시장 내 인지도 형성에 시간이 소요되어 신규국 본격 매출 발생에는 시간이 필요했던 상황. 다만 CVC 투자로 해외 유통망 강화되어 매출 발생의 기간 가속 가능

기존 유럽 진출 시점을 4~5년 후로 제시했으나 직접 진출 방식으로 2년 후 판매 가능 발표. 이미 3등급 의료기기로서 승인 받은 유럽 시장에 대해 독일, 프랑스, 스페인, 영국향으로 직판 예정 발표. 최근 트렌드 및 실적 성장세 좋은 동남아 시장에 대해서도 유통망 활용해 사업 확장 예고

조달한 자금과 향후 창출된 현금을 통해 해외기업 인수합병 진행 예정. 미용의료기기, 바이오 기업 등 인수합병을 통해 해외 유통망 및 전자 포트폴리오 확장 목표

## Valuation &amp; Risk

연말 진출 예정되었던 멕시코, 대만 등 신규 국가 매출 발생 가속화, 유럽 등 선진 시장 진출 시점 앞당겨지며 실적 추정치 및 밸류에이션 추후 상향 가능. 24F 지배순이익 955억원, 목표 주가수익비율 25배로 목표주가 240,000원 유지

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	340.1	126.6	95.6	19.4	20.1	3.6	12.0	0.5
2025F	429.2	156.6	121.0	15.4	21.1	3.0	9.4	0.5
2026F	532.2	193.2	149.7	12.4	21.4	2.4	7.1	0.5

자료: 회사 자료, 신한투자증권

## [헬스케어]

정희령 연구원

✉ hr.jung@shinhan.com

엄민용 연구위원

✉ my.eom@shinhan.com

## Revision

실적추정치	유지
Valuation	유지

시가총액	1,862.6십억원
발행주식수(유동비율)	10.5백만주(59.4%)
52주 최고가/최저가	188,100 원/89,100 원
일평균 거래액 (60일)	33,468백만원
외국인 지분율	9.4%

## 주요주주 (%)

정상수 외 9인	38.4
국민연금공단	5.8

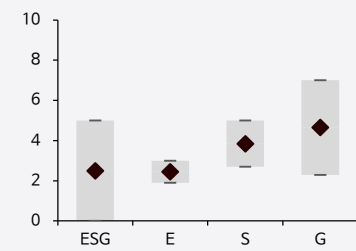
수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	37.0	39.4	41.0	60.9
상대	30.6	63.5	79.2	95.0

## 주가

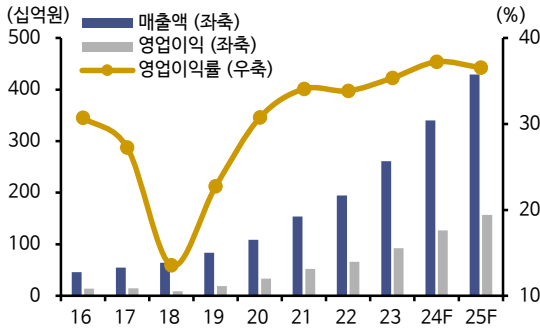


## ESG 컨센서스

(점수 및 등급)

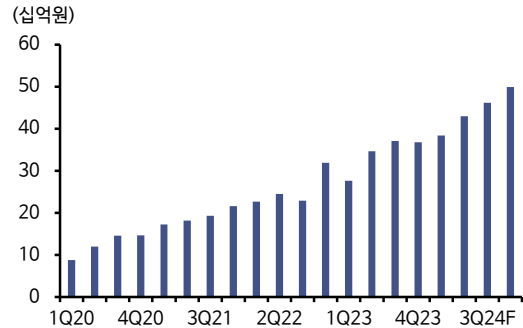


### 연간 실적 추이 및 추정



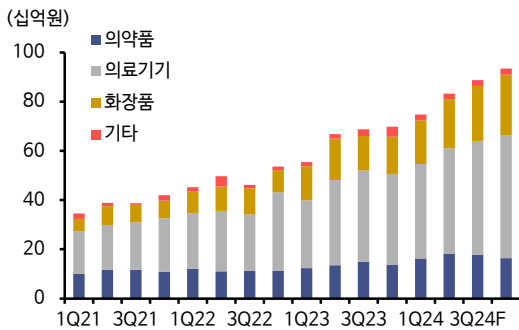
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

### 분기별 의료기기 사업부 매출액 추이



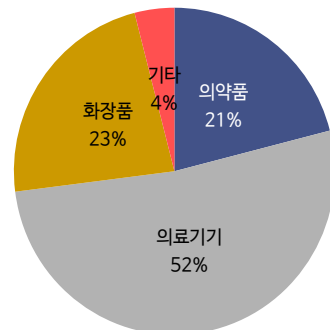
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

### 사업부별 분기 매출액 추이



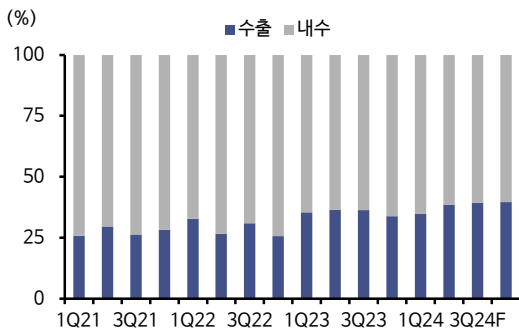
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

### 사업부별 매출 비중 (2023년 기준)



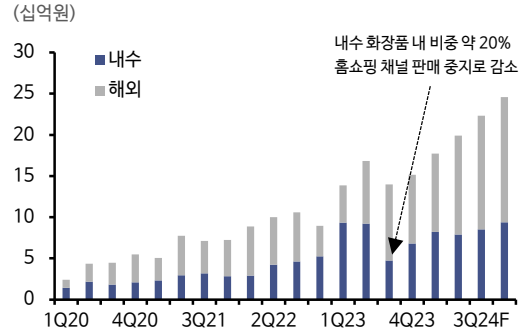
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

### 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
<b>자산총계</b>	<b>478.1</b>	<b>535.3</b>	<b>618.7</b>	<b>732.9</b>	<b>885.0</b>
유동자산	247.3	256.5	324.0	422.2	557.9
현금및현금성자산	72.9	67.2	101.7	166.9	257.1
매출채권	32.3	31.4	34.7	43.8	52.5
재고자산	24.5	50.2	61.8	73.0	83.9
비유동자산	230.7	278.8	294.7	310.7	327.2
유형자산	118.0	123.1	131.2	141.1	148.7
무형자산	37.8	32.0	33.5	32.5	34.6
투자자산	47.2	100.9	107.1	114.2	121.0
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>106.4</b>	<b>73.1</b>	<b>69.8</b>	<b>71.7</b>	<b>82.5</b>
유동부채	54.3	65.9	60.8	60.8	69.6
단기차입금	15.6	0.4	0.4	0.1	0.0
매입채무	3.5	2.8	3.7	4.7	5.6
유동성장기부채	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	52.1	7.2	9.0	11.0	12.9
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
<b>자본총계</b>	<b>371.7</b>	<b>462.2</b>	<b>548.9</b>	<b>661.2</b>	<b>802.4</b>
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	346.6	457.7	597.6
<b>지배주주지분</b>	<b>343.5</b>	<b>433.1</b>	<b>518.9</b>	<b>630.1</b>	<b>769.9</b>
비지배주주지분	28.2	29.1	30.0	31.1	32.5
*총차입금	66.8	34.3	19.3	8.0	6.0
*순차입금(순현금)	(118.7)	(133.6)	(199.1)	(286.1)	(401.7)

### 현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>영업활동으로인한현금흐름</b>	<b>59.4</b>	<b>64.9</b>	<b>102.3</b>	<b>124.2</b>	<b>154.3</b>
당기순이익	43.4	77.3	96.5	122.1	151.1
유형자산상각비	6.8	8.4	10.9	11.3	11.9
무형자산상각비	3.8	3.5	3.8	3.6	4.0
외화환산손실(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
운전자본변동	(10.5)	(30.7)	(5.4)	(9.4)	(9.2)
(법인세납부)	(13.8)	(17.0)	(27.2)	(34.4)	(42.6)
기타	21.7	24.0	23.7	31.0	39.1
<b>투자활동으로인한현금흐름</b>	<b>(11.9)</b>	<b>(44.7)</b>	<b>(43.2)</b>	<b>(37.9)</b>	<b>(52.5)</b>
유형자산의증가(CAPEX)	(17.2)	(12.1)	(20.0)	(22.8)	(19.5)
유형자산의감소	0.2	0.0	1.0	1.6	0.0
무형자산의감소(증가)	(0.5)	(0.6)	(5.3)	(2.6)	(6.1)
투자자산의감소(증가)	302.1	123.1	(6.3)	(7.0)	(6.8)
기타	(296.5)	(155.1)	(12.6)	(7.1)	(20.1)
<b>FCF</b>	<b>39.2</b>	<b>43.2</b>	<b>86.4</b>	<b>102.9</b>	<b>136.0</b>
<b>재무활동으로인한현금흐름</b>	<b>(9.3)</b>	<b>(26.0)</b>	<b>(24.7)</b>	<b>(21.1)</b>	<b>(11.8)</b>
차입금의증가(감소)	(1.4)	(16.8)	(15.0)	(11.3)	(2.0)
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
연결법위변동으로인한현금의증가	(6.9)	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(0.1)	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>31.3</b>	<b>(5.7)</b>	<b>34.4</b>	<b>65.2</b>	<b>90.1</b>
기초현금	41.7	72.9	67.2	101.7	166.9
기말현금	72.9	67.2	101.7	166.9	257.0

자료: 회사 자료, 신한투자증권

### 포괄손익계산서

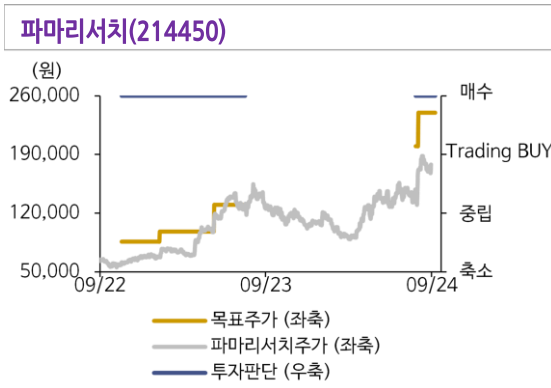
12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>매출액</b>	<b>194.8</b>	<b>261.0</b>	<b>340.1</b>	<b>429.2</b>	<b>532.2</b>
증감률 (%)	26.4	34.0	30.3	26.2	24.0
<b>매출원가</b>	<b>53.2</b>	<b>70.8</b>	<b>96.8</b>	<b>121.5</b>	<b>145.8</b>
<b>매출총이익</b>	<b>141.5</b>	<b>190.3</b>	<b>243.3</b>	<b>307.7</b>	<b>386.4</b>
매출총이익률 (%)	72.7	72.9	71.5	71.7	72.6
<b>판매관리비</b>	<b>75.6</b>	<b>98.0</b>	<b>116.7</b>	<b>151.1</b>	<b>193.2</b>
<b>영업이익</b>	<b>65.9</b>	<b>92.3</b>	<b>126.6</b>	<b>156.6</b>	<b>193.2</b>
증감률 (%)	25.6	40.0	37.3	23.7	23.4
영업이익률 (%)	33.8	35.3	37.2	36.5	36.3
영업외손익	(11.9)	8.4	(5.5)	(2.2)	(1.4)
금융손익	(3.9)	11.7	(4.9)	0.7	1.8
기타영업외손익	(5.2)	(3.9)	(3.9)	(3.9)	(3.9)
중속 및 관계기업관련손익	(2.8)	0.7	3.3	1.0	0.7
<b>세전계속사업이익</b>	<b>54.0</b>	<b>100.7</b>	<b>123.7</b>	<b>156.5</b>	<b>193.7</b>
법인세비용	10.6	23.4	27.2	34.4	42.6
계속사업이익	43.4	77.3	96.5	122.1	151.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>43.4</b>	<b>77.3</b>	<b>96.5</b>	<b>122.1</b>	<b>151.1</b>
증감률 (%)	(7.2)	77.9	24.9	26.5	23.8
순이익률 (%)	22.3	29.6	28.4	28.4	28.4
(지배주주)당기순이익	40.6	76.6	95.6	121.0	149.7
(비지배주주)당기순이익	2.9	0.7	0.9	1.1	1.4
중포괄이익	39.4	78.6	96.5	122.1	151.1
(지배주주)중포괄이익	36.6	77.7	95.4	120.7	149.3
(비지배주주)중포괄이익	2.8	0.9	1.1	1.4	1.8
<b>EBITDA</b>	<b>76.5</b>	<b>104.3</b>	<b>141.3</b>	<b>171.5</b>	<b>209.1</b>
증감률 (%)	23.3	36.2	35.5	21.4	21.9
EBITDA 이익률 (%)	39.3	39.9	41.5	40.0	39.3

### 주요 투자지표

12월 결산	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (당기순이익, 원)	4,295	7,550	9,277	11,680	14,454
EPS (지배순이익, 원)	4,013	7,481	9,192	11,572	14,321
BPS (자본총계, 원)	36,754	44,784	52,512	63,253	76,768
BPS (지배지분, 원)	33,970	41,966	49,644	60,277	73,658
DPS (원)	660	950	950	950	950
PER (당기순이익, 배)	16.3	14.5	19.2	15.2	12.3
PER (지배순이익, 배)	17.4	14.6	19.4	15.4	12.4
PBR (자본총계, 배)	1.9	2.4	3.4	2.8	2.3
PBR (지배지분, 배)	2.1	2.6	3.6	3.0	2.4
EV/EBITDA (배)	8.1	9.8	12.0	9.4	7.1
배당성향 (%)	16.2	12.7	10.3	8.1	6.6
배당수익률 (%)	0.9	0.9	0.5	0.5	0.5
<b>수익성</b>					
EBITDA 이익률 (%)	39.3	39.9	41.5	40.0	39.3
영업이익률 (%)	33.8	35.3	37.2	36.5	36.3
순이익률 (%)	22.3	29.6	28.4	28.4	28.4
ROA (%)	9.6	15.2	16.7	18.1	18.7
ROE (지배순이익, %)	12.5	19.7	20.1	21.1	21.4
ROIC (%)	26.1	37.5	45.5	51.8	58.7
<b>안정성</b>					
부채비율 (%)	28.6	15.8	12.7	10.9	10.3
순차입금비율 (%)	(32.0)	(28.9)	(36.3)	(43.3)	(50.1)
현금비율 (%)	134.4	102.0	167.2	274.7	369.3
이자보상배율 (배)	17.2	30.9	80.0	194.5	467.9
<b>활동성</b>					
순운전자본회전율 (회)	7.9	6.2	5.7	6.3	6.7
재고자산회수기간 (일)	39.2	52.2	60.1	57.3	53.8
매출채권회수기간 (일)	56.3	44.5	35.5	33.4	33.0

자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 투자 의견 및 목표주가 추이



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	(26.3)	(16.6)
2024년 08월 08일	매수	240,000	-	-

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 09월 04일 기준)

매수 (매수)	94.21%	Trading BUY (중립)	3.86%	중립 (중립)	1.93%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------