2023.11.15





#### Company Analysis | Mid-Small Cap

Analyst **조은애** 02. 3779 8951 \_ goodkid@ebestsec.co.kr

# Buy (유지)

목표주가 <b>(유지)</b>	175,000 원
현재주가	118,800 원
상승여력	47.3 %

#### 컨센서스 대비

상회	부합	하회

#### Stock Data

KOSDAQ (11,	/14)			79	94.1	9 pt
시가총액				12,2	51	억원
발행주식수				10,3	12	천주
52 주 최고가/	최저가	154,	400	) / 62	,30	0 원
90일 일평균거	래대금			162.	54	억원
외국인 지분율					13	3.7%
배당수익률(23	.12E)				С	).7%
BPS(23.12E)				41	,18	0 원
KOSDAQ 대비	상대수익	률	1	개월	9	.2%
			6	개월	25	.3%
			12	개월	53	.0%
주주구성	정신	l수 (오	4 10	0 인)	38	.9%
	국민연금	공단	(외	1인)	10	0.0%
	X	사수	(외	1인)	1	.2%

#### Stock Price



# **파마리서**(214450)

### 3Q23Review: 기대치를 상회하는 영업현황 확인

#### 3Q23 Review: 매출액 688억원(+49% yoy), 영업이익 275억원(+66% yoy)

3Q23 매출액은 688억원(+49% yoy), 영업이익 275억원(+66% yoy)으로 매출액과 영업이익 모두 시장 컨센서스를 상회하는 실적을 기록했다. 이번 실적에서는 의료기기 리쥬란과 콘쥬란의 분기 성장세가 지속됐고, 리쥬란 화장품은 분기 고성장세가 유지되는 동시에, 태국, 일본 드럭스토어 런칭 매출도 일부 기여하면서 성장이 지속됐다.

리쥬란 의료기기는 내수(+54% yoy), 수출(+96% yoy) 모두 고성장을 지속했다. 내수는 분기 성장세가 지속됐고, 수출은 기존 태국을 포함한 동남아, 중국 등 아시아향으로 수출 수요가 견조했다. 화장품은 내수 76억원(+65% yoy), 수출 92억원(+55% yoy)을 기록했다. 내수는 홈쇼핑 외 채널로 믹스가 개선되면서 수익성이 개선된 것으로 추정되며, 면세 매출 분기 성장세도 지속되고 있는 것으로 파악된다. 수출은 일본과 태국 드럭스토어 입점이 시작되었고, 출점 확대는 실적 업사이드 요인이다.

영업이익은 275억원(+66% yoy)를 기록했다. 영업레버리지 효과와 판매채널 믹스 변화에 따른 지급수수료 감소 등으로 영업이익률은 40%(+4%p yoy)로 개선됐다.

#### 수출 국가 확대를 통한 성장에 관심이 높아지는 시점

파마리서치에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 175,000원을 유지한다. 동사의 해외관련 매출은 2022년 561억원(+32% yoy) → 2023F 1,068억원(+90% yoy)가 예상된다. 2024년은 중국 인바운드 수혜가 가능한 내수 사업구조와 리쥬란 의료기기 수출국가 확대(남미 등)에 따른 성장 기대감이 높아지는 시점이 될 것으로 판단한다. 동사 주가 수준은 2024F 기준 PER 11배 수준으로 비교기업 평균 17배 대비 저평가 받고 있다. 리쥬란 의료기기의 해외 인증, 진출 국가 확대에 따른 화장품 수출 매출 증가를 확인하면서 주가는 우상향 가능할 것으로 판단한다.

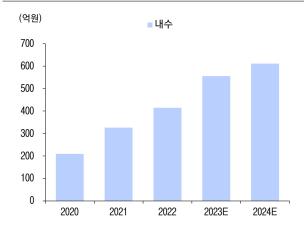
#### **Financial Data**

2021	2022	2023E	2024E	2025E
1,541	1,948	2,632	2,897	3,109
525	659	998	1,230	1,326
468	463	809	1,053	1,136
4,617	4,013	7,887	10,225	11,031
166.6	-13.1	96.5	29.7	7.9
17.8	17.4	14.8	11.4	10.6
2.7	2.1	2.7	2.3	1.9
34	34	38	42	43
40	39	42	46	46
17	19	27	33	35
	1,541 525 468 4,617 166.6 17.8 2.7 34	1,541 1,948 525 659 468 463 4,617 4,013 166.6 -13.1 17.8 17.4 2.7 2.1 34 34 40 39	1,541 1,948 2,632   525 659 998   468 463 809   4,617 4,013 7,887   166.6 -13.1 96.5   17.8 17.4 14.8   2.7 2.1 2.7   34 34 38   40 39 42	1,541 1,948 2,632 2,897   525 659 998 1,230   468 463 809 1,053   4,617 4,013 7,887 10,225   166.6 -13.1 96.5 29.7   17.8 17.4 14.8 11.4   2.7 2.1 2.7 2.3   34 34 38 42   40 39 42 46

주: IFRS 연결 기준

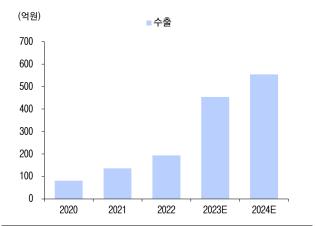
자료: 파마리서치, 이베스트투자증권 리서치센터

#### 그림1 리쥬란 내수 매출 추이 및 전망



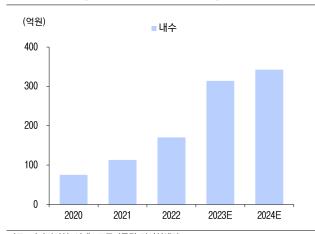
자료: 파마리서치, 이베스트투자증권 리서치센터

#### 그림2 리쥬란 수출 매출 추이 및 전망



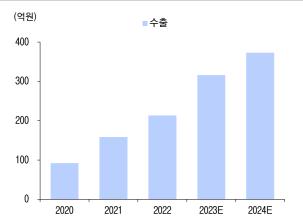
자료: 파마리서치, 이베스트투자증권 리서치센터

#### 그림3 리쥬란 화장품 내수 매출 추이 및 전망



자료: 파마리서치, 이베스트투자증권 리서치센터

#### 그림4 리쥬란 화장품 수출관련 매출(면세, 수출) 추이 및 전망



자료: 파마리서치, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 파마리서치 3Q23 Review

(억원)	3Q23	3Q22	yoy	2Q23	pop	컨센서스	컨센서스 대비
매출액	688	462	+49%	668	+3%	648	+6%
영업이익	275	165	+66%	236	+16%	243	+13%
영업이익률	40%	36%	+4%p	35%	+5%p	37%	+3%p

자료: 파마리서치, FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

#### 표2 파마리서치 실적 테이블

(억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	3Q24E	2020	2021	2022	2023E	2024F
매출액	453	497	462	536	554	668	688	723	1,087	1,541	1,948	2,634	2,900
% yoy	31%	28%	19%	28%	22%	34%	49%	35%	30%	42%	26%	35%	10%
1. 의약품	120	110	113	113	124	135	149	161	391	444	456	569	580
% yoy	20%	-6%	-4%	3%	3%	23%	32%	43%	13%	3%	25%	2%	2%
% sales	27%	22%	24%	21%	22%	20%	22%	22%	36%	29%	23%	22%	20%
2. 의료기기	227	245	229	319	302	346	345	358	500	763	1,020	1,351	1,519
% yoy	32%	35%	19%	48%	33%	41%	51%	12%	73%	53%	34%	32%	12%
% sales	50%	49%	50%	60%	54%	52%	50%	50%	46%	49%	52%	51%	52%
3. 코스메틱	89	100	106	90	110	168	169	183	168	272	384	630	716
% yoy	75%	29%	49%	24%	24%	68%	59%	105%	32%	62%	41%	64%	14%
% sales	20%	20%	23%	17%	20%	25%	25%	25%	15%	18%	20%	24%	25%
해외(수출+면세)	149	132	143	138	219	284	290	307	251	425	561	1,068	1,217
% yoy	-	-	-	-	48%	114%	103%	123%	213%	69%	32%	90%	14%
% sales	33%	27%	31%	26%	40%	42%	42%	42%	23%	28%	29%	41%	42%
매 <del>출총</del> 이익	319	359	338	399	404	498	506	534	729	1,083	1,415	1,942	2,138
GPM	71%	72%	73%	73%	73%	75%	74%	73%	67%	70%	73%	74%	74%
판매비와관리비	167	185	173	231	197	262	231	253	395	558	756	943	906
% sales	37%	37%	37%	43%	36%	39%	34%	35%	36%	36%	39%	36%	31%
고정비	58	68	65	107	73	102	80	90	186	245	299	342	392
% sales	13%	14%	14%	20%	13%	15%	12%	12%	36%	36%	39%	36%	31%
변동비	108	117	107	124	124	160	151	163	209	313	457	475	513
% sales	24%	24%	23%	23%	22%	24%	22%	23%	19%	20%	23%	18%	18%
영업이익	152	174	165	168	207	236	275	281	334	525	675	999	1,232
OPM	34%	35%	36%	31%	37%	35%	40%	39%	31%	34%	35%	38%	42%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

#### 그림5 파마리서치 12M FWD PER 밴드 차트



자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

#### 그림6 파마리서치 12M FWD PBR 밴드 차트



자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

## 파마리서치 (214450)

#### 재무상태표

(억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	2,068	2,473	3,127	3,995	4,965
현금 및 현금성자산	417	729	1,183	2,011	2,931
매출채권 및 기타채권	287	351	348	341	341
재고자산	173	245	285	278	273
기타유동자산	1,191	1,149	1,312	1,365	1,421
비유동자산	2,209	2,307	2,530	2,559	2,590
관계기업투자등	449	407	660	687	715
유형자산	1,095	1,180	1,192	1,200	1,209
무형자산	428	378	357	337	318
자산총계	4,276	4,781	5,657	6,553	7,555
유동부채	480	543	478	463	471
매입채무 및 기타재무	173	211	214	214	217
단기 <del>금융</del> 부채	208	206	156	136	136
기타유동부채	99	126	109	113	118
비유동부채	513	521	326	278	249
장기 <del>금융</del> 부채	449	462	266	216	186
기타비유동부채	64	60	60	62	64
부채총계	993	1,064	804	741	720
지배주주지분	3,054	3,435	4,386	5,338	6,351
자본금	51	51	51	51	51
자본잉여금	1,524	1,576	1,734	1,734	1,734
이익잉여금	1,540	1,909	2,655	3,606	4,620
비지배 <del>주주</del> 지분(연결)	229	282	272	272	272
자 <del>본총</del> 계	3,284	3,717	4,658	5,609	6,623

#### 손익계산서

(억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,541	1,948	2,632	2,897	3,109
매출원가	458	532	691	762	814
매출총이익	1,083	1,415	1,941	2,135	2,294
판매비 및 관리비	558	756	943	905	969
영업이익	525	659	998	1,230	1,326
(EBITDA)	620	765	1,107	1,330	1,425
금융손익	26	16	56	75	82
이자비용	13	38	32	21	17
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	10	-107	-3	-5	-5
세전계속사업이익	560	569	1,052	1,300	1,402
계속사업법인세비용	92	106	243	247	266
계속사업이익	468	463	809	1,053	1,136
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	468	463	809	1,053	1,136
지배주주	467	406	812	1,053	1,136
총포괄이익	463	463	809	1,053	1,136
매출총이익률 (%)	70	73	74	74	74
영업이익률 (%)	34	34	38	42	43
EBITDA 마진률 (%)	40	39	42	46	46
당기순이익률 (%)	30.4	23.7	30.8	36.3	36.5
ROA (%)	12.5	9.0	15.6	17.2	16.1
ROE (%)	17.0	12.5	20.8	21.7	19.4
ROIC (%)	16.9	19.2	27.4	32.6	34.9

#### 현금흐름표

(억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	653	594	1,168	1,145	1,220
당기순이익(손실)	468	434	803	1,053	1,136
비현금수익비용가감	166	357	260	110	110
유형자산감가상각비	60	68	75	71	72
무형자산상각비	36	38	33	30	28
기타현금수익비용	-23	237	112	10	10
영업활동 자산부채변동	84	-105	105	-19	-26
매출채권 감소(증가)	-10	-48	-10	7	1
재고자산 감소(증가)	29	-84	-49	7	5
매입채무 증가(감소)	70	25	3	1	3
기타자산, 부채변동	-6	2	161	-33	-35
투자활동 현금흐름	-938	-119	-281	-145	-147
유형자산처분(취득)	-206	-170	-86	-80	-80
무형자산 감소(증가)	-28	-5	-7	-9	-9
투자자산 감소(증가)	72	-272	-208	-42	-44
기타투자활동	-775	328	21	-13	-14
재무활동 현금흐름	430	-93	5	-172	-152
차입금의 증가(감소)	480	-30	-102	-70	-30
자본의 증가(감소)	-50	-60	107	-102	-122
배당금의 지급	50	60	65	102	122
기타재무활동	0	-3	0	0	0
현금의 증가	150	313	453	828	921
기초현금	267	417	729	1,183	2,011
기말현금	417	729	1,183	2,011	2,931

자료: 파마리서치, 이베스트투자증권 리서치센터

#### 주요 투자지표

1 1 1 1 1 1 1 1 1 1 1 1 1 1 1 1 1 1 1	0004	0000	00005	000/5	00055
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
투자지표 (x)					
P/E	17.8	17.4	14.8	11.4	10.6
P/B	2.7	2.1	2.7	2.3	1.9
EV/EBITDA	13.7	8.3	9.9	7.5	6.3
P/CF	13.1	8.9	11.3	10.4	9.7
배당수익률 (%)	0.7	0.9	0.9	1.0	1.2
성장성 (%)					
매출액	83.7	26.4	35.2	10.1	7.3
영업이익	175.4	25.6	51.5	23.1	7.8
세전이익	202.4	1.5	85.1	23.5	7.9
당기순이익	215.3	-1.2	75.0	30.1	7.9
EPS	166.6	-13.1	96.5	29.7	7.9
안정성 (%)					
부채비율	30.2	28.6	17.3	13.2	10.9
유동비율	430.8	455.9	654.0	862.4	1,054.8
순차입금/자기자본(x)	6.1	-20.3	-24.6	-36.7	-45.7
영업이익/금융비용(x)	40.0	17.2	31.0	59.8	76.5
총차입금 (억원)	656	668	422	352	322
순차입금 (억원)	202	-753	-1,147	-2,061	-3,028
주당지표(원)					
EPS	4,617	4,013	7,887	10,225	11,031
BPS	30,206	33,970	42,600	51,839	61,685
CFPS	6,269	7,826	10,325	11,297	12,096
DPS	600	650	1,000	1,200	1,400
DPS	600	650	1,000	1,200	1,400



#### **Compliance Notice**

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 조은애).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- \_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- \_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다..
- \_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- \_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

#### 투자등급 및 적용 기준

1100 X 10 112								
구분	<b>투자등급 guide line</b> (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후12개월)	투자의견 비율	비고			
Sector	시가총액 대비	Overweight (비중확대)						
(업종)	업종 비중 기준	Neutral (중립)						
	투자등급 3단계	Underweight (비중축소)						
Company	절대수익률 기준	Buy (매수)	+15% 이상 기대	91.4%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이			
(기업)	투자등급 3단계	Hold (보유)	-15% ~ +15% 기대	8.6%	기존 ±15%로 변경			
		Sell (매도)	-15% 이하 기대		12 1313 20			
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2022.10.1 ~ 2023.9.30			
					당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막			
					공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임			
					(최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)			