

Company Analysis

파마리서치 214450

Sep 10, 2024

스킨부스터는 내가 오리지널

Buy

신규

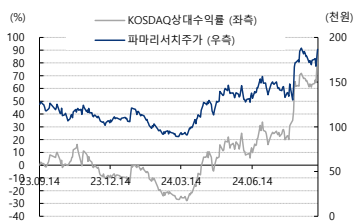
TP 250,000 원

신규

Company Data

현재가(09/09)	182,800 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	188,100 원
52 주 최저가(보통주)	89,100 원
KOSPI (09/09)	2,535.93p
KOSDAQ (09/09)	714.46p
자본금	52 억원
시가총액	19,128 억원
발행주식수(보통주)	1,046 만주
발행주식수(우선주)	118 만주
평균거래량(60 일)	27.6 만주
평균거래대금(60 일)	498 억원
외국인지분(보통주)	8.33%
주요주주	
정상수 외 9인	38.35%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	28.5	101.9	46.1
상대주가	33.3	148.8	89.8



제약/바이오 김정현

3771-9351

jh.kim@iprovest.com

스킨부스터 시장의 원조, 파마리서치

파마리서치는 연어 정소에서 추출한 PDRN/PN을 원재료로 활용하는 미용재생의료 기업. 23년 매출은 1) 의료기기 52% 2) 화장품 23% 3) 의약품 21% 등으로 구성. PDRN은 주로 상처치료, 조직수복, 점안제 등 의약품에 활용되며 PN은 관절강 주사제 콘쥘란에 활용 중. 동사의 가장 중요한 제품은 PN 성분의 스킨부스터 리쥘란. 리쥘란의 매출은 국내외 스킨부스터 시장 성장과 함께 가파르게 성장하고 있으며 전사 매출 성장을 견인 중. 또한 리쥘란 브랜드 경쟁력 제고에 따라 리쥘란 화장품도 고속 성장 중

스킨부스터 시장은 이미 가파른 성장 초입 구간

파마리서치의 주요 투자포인트는 스킨부스터 리쥘란. 파마리서치는 2009년에 이미 PDRN을 생산할 수 있는 기술력을 확보했으며 이후 PDRN/PN이 활용된 다양한 제품에 출시. 그 중 가장 성공적인 제품이 주름 개선제인 리쥘란. 리쥘란의 콜라겐 재생효과 및 높은 상업성은 이미 많은 투자자들이 잘 이해하고 있으며 동 제품이 포함된 의료기기(콘쥘란 포함) 사업부의 매출은 23년 1,361억에서 24년(E) 1,755억까지 성장할 것으로 기대. 이러한 성장에는 개별 제품의 우수성 뿐만 아니라 스킨부스터 시장 성장도 함께 영향. Galderma/Abbvie 등 기존 피부 미용 주사제 기업 강자들도 스킨부스터 시장 성장에 대응하고 있어

투자의견 BUY, 목표주가 25만원으로 커버리지 개시

파마리서치에 대한 투자의견 Buy, 목표주가 25만원으로 커버리지 개시. 목표주가의 근거는 24년 EPS에 Peer 미용의료 기업 중 외형과 사업구조가 비슷한 휴젤의 24년 예상 P/E 26배 적용. 스킨부스터 시장이 빠르게 성장하고 있는 상황에서 리쥘란의 성장 잠재력은 무궁무진. 또한 최근 CVC로부터의 2,000억 대규모 투자 유치와 함께 유럽으로의 지역적 확장이나 새로운 성장 동력 확보 등을 기대해볼 수 있을 것.

Forecast earnings & Valuation

	2022.12	2023.12	2024.12E	2025.12E	2026.12E
매출액 (십억원)	195	261	338	412	498
YoY(%)	26.4	34.0	29.3	22.2	20.6
영업이익 (십억원)	66	92	125	154	187
OP 마진(%)	33.8	35.2	37.0	37.4	37.6
순이익 (십억원)	43	77	103	127	152
EPS(원)	4,013	7,481	9,722	11,995	14,426
YoY(%)	-13.8	86.4	30.0	23.4	20.3
PER(배)	17.4	14.6	18.8	15.2	12.7
PCR(배)	9.3	10.7	14.1	11.7	9.8
PBR(배)	2.1	2.6	3.6	3.0	2.4
EV/EBITDA(배)	8.0	9.8	12.7	10.0	7.7
ROE(%)	12.5	19.7	21.2	21.5	21.2

파마리서치는
PN/PDRN 성분의
재생촉진제 개발

1. 회사 개요

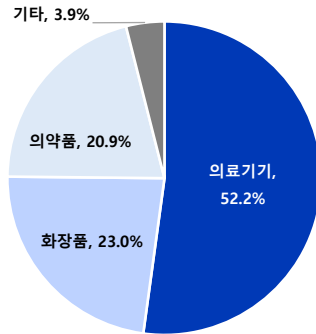
파마리서치는 대웅제약에서 10년 이상 개발 팀장을 거친 정상수 대표가 1993년 창업한 기업이다. 파마리서치는 최초에는 제약 컨설팅 업체로 시작해 약 700여개의 제품 인허가 컨설팅 서비스를 한 바 있다. 이후에는 신약을 도입해 국내에서 개발하는 사업을 진행한다. 2008~2009년에는 연어의 정소에서 추출한 PDRN/PN을 활용한 기술 개발을 완료했으며 2013년에는 강릉 GMP 공장을 준공하는 등 본격적인 사업 확장에 나선다. 2016년에는 코스닥 상장에 성공한다. 상장 당시에는 피부 및 건인대 손상에 투여하는 비수술적 치료제인 플라센텍스(PDRN) 매출이 빠르게 성장 중이었으며 PN 성분의 리주란 매출이 막 출시 되던 시기였다. 당시 국내 주사제 시장은 독신/필러 중심이었으나 PN 성분의 스킨부스터인 리주란이 새롭게 출시되며 시장을 열어간다. 이후에는 동일 성분의 관절강 치료제 콘주란이 2019년까지 출시되며 역시 매출이 빠르게 성장했다. 최근에는 스킨부스터 시장의 가파른 성장과 함께 글로벌 사모펀드로부터 대규모 투자를 유치하며 본격적인 성장 국면에 진입하고 있다.

[도표 1] 파마리서치 연혁

일시	내용
1993	국내 최초 제약 컨설팅 업체 파마리서치 설립
1994	일본 Omron 社 국내 대리점 계약
1994	제품 인허가 개발 컨설팅서비스 개시 약 700 여 품목 제품 인허가
2001	이탈리아 마스텔리에서 만든 PDRN 수입 판매 시작
2002	BTXA(중국 보톡스) 도입
2008	PDRN 국산화 연구 (KIST 협력)
2013	강릉 GMP 공장 준공 및 제조업 허가
2014	리주란 출시, PDRN DMF 등록
2015	코스닥 상장
2017	리주란 힐러 코스메틱 론칭
2018	파마리서치바이오 설립, 리엔톡스 연구 개발
2019	콘주란 신의료기술 인증 및 출시, 강릉 GMP 2 공장 준공
2020	판교 사옥 확장 이전
2021	사명 변경(파마리서치프로텍트 -> 파마리서치), 리주란 HB Plus 출시
2023	PharmaResearch USA 미국 법인사무소 개소
2024	CVC로부터 RCPS 2,000 억 발행을 통해 투자 유치

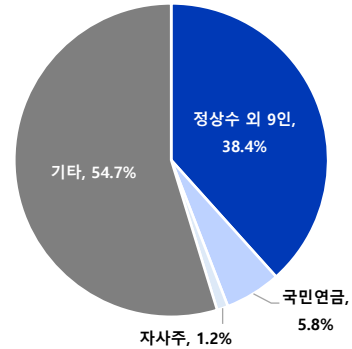
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 2] 파마리서치 사업부별 매출 비중(2023년 기준)



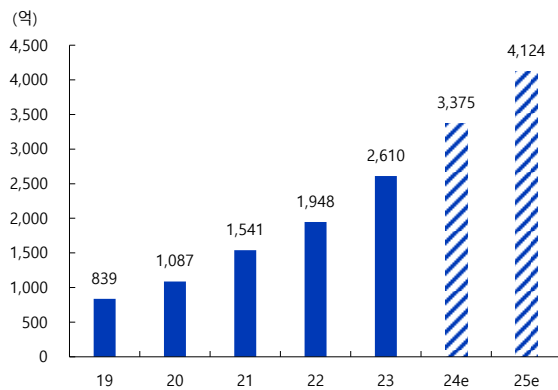
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 3] 파마리서치 지분 구성(24년 9월 기준)



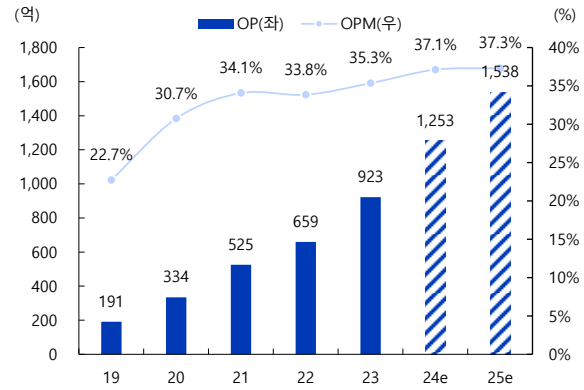
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 4] 파마리서치 연간 매출 (24년 이후 추정치)



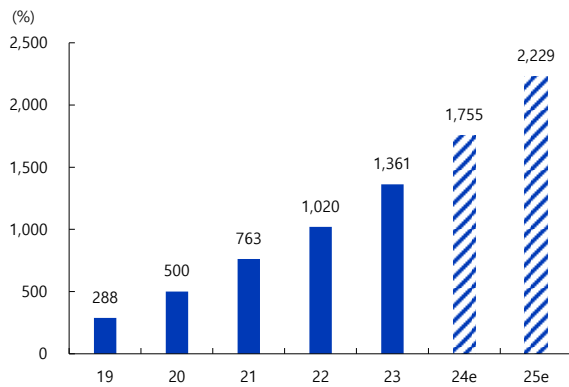
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 5] 파마리서치 연간 영업이익/OPM (24년 이후 추정치)



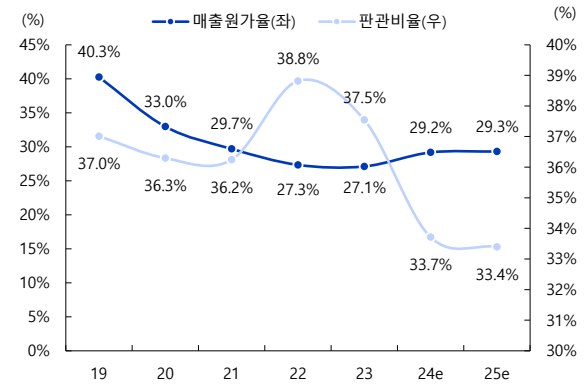
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 6] 파마리서치 의료기기 사업부 연간 매출 추이



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 7] 파마리서치의 매출원가율/판관비율(24년 이후 추정치)



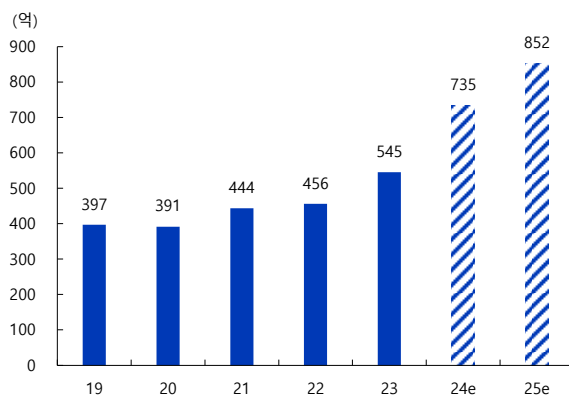
자료: 교보증권 리서치센터

2. 주요 사업부 소개

1) 의약품 2) 의료기기 3) 화장품

파마리서치의 주요 사업부는 1) 의약품 2) 의료기기 3) 화장품 등이 있다. 1) 의약품 사업부는 플라센텍스, 리쥬비넥스 등 피부이식으로 인한 상처의 치료 및 조직 수복을 위한 치료제나 자막신 등 일부 면역 증강 제품으로 이루어져 있다. 2) 의료기기 사업부는 파마리서치의 주력 제품인 스킨부스터 리쥬란, 필러 리쥬비엘, 관절강 치료제 콘쥬란 등으로 구성되어 있다. 3) 화장품 사업부는 리쥬란 브랜드를 활용한 리쥬란 힐러 기초 화장품이나, 마스크, 립밤 등으로 구성되어 있다.

[도표 8] 파마리서치 의약품 사업부 매출 추이



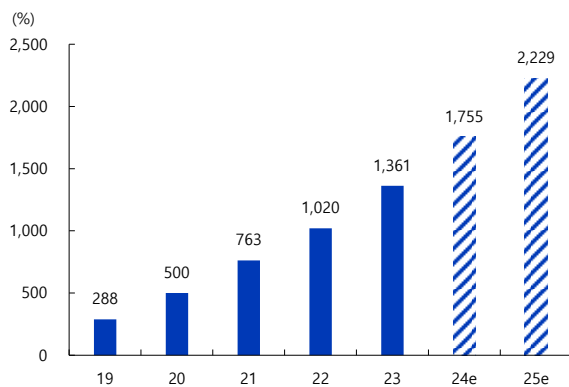
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 9] 파마리서치 의약품 사업부 주요 제품



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 10] 파마리서치 의료기기 사업부 매출 추이



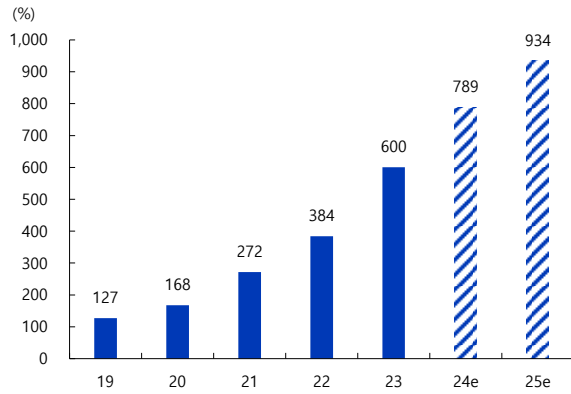
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 11] 파마리서치 의료기기 사업부 주요 제품



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 12] 파마리서치 화장품 사업부 매출 추이



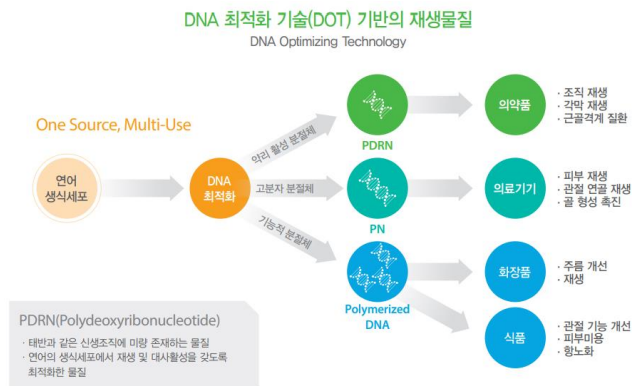
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 13] 파마리서치 화장품 사업부 주요 제품



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 14] 연어 생식세포를 활용할 수 있는 DOT 기술 보유. PDRN/PN 등을 활용할 수 있는 기술



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 15] 파마리서치 제품군 개요



자료: 교보증권 리서치센터

2-1. 리쥬란의 가파른 성장 전망

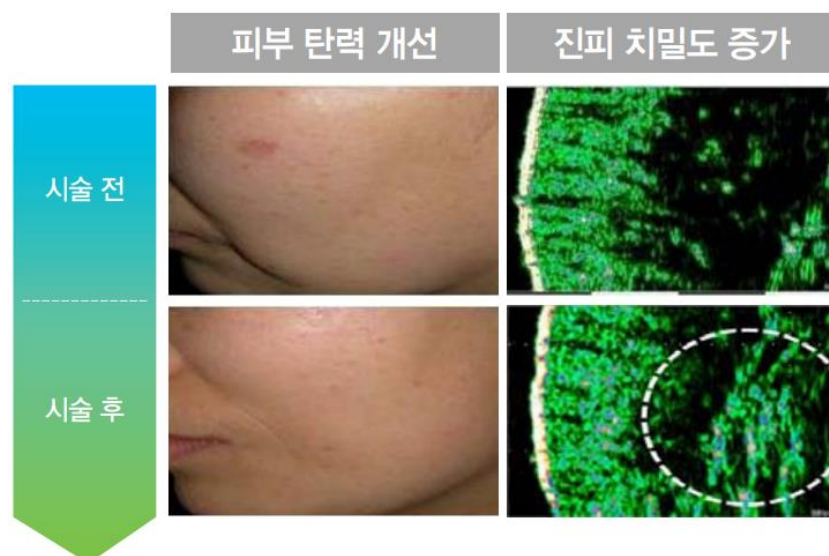
리쥬란 매출 상승 중

파마리서치의 가장 큰 성장은 결국 스킨부스터 리쥬란에서 기대되고 있다. 리쥬란은 연어의 정소에서 유전자 조각을 추출한 PDRN 중 분자량이 큰 유전자 조각인 PN을 활용해 만든다. 파마리서치는 2009년에 이미 PDRN을 생산할 수 있는 기술력을 확보했으며 이후 다양한 제품에 PDRN/PN을 활용했다. 그 중 가장 성공적인 제품이 주름 개선제인 리쥬란이다. 리쥬란의 콜라겐 재생효과 및 높은 상업성은 이미 많은 투자자들이 잘 이해하고 있으며 의료기기 사업부의 가파른 성장 곡선을 통해 소비자들의 선택 역시 확인할 수 있다.

글로벌 기업도 스킨부스터에 대한 관심 높아

더구나 리쥬란의 성공은 비단 단일 제품에 대한 관심이 아니다. 최근 글로벌 미용 주사제 기업들의 스킨부스터에 대한 관심도 뜨겁다. Galderma는 최근 컨콜에서 출시한지 25년이 다된 제품인 Sculptra는 최근 태국/브라질 등 신흥국에서 다시 가파르게 성장하고 있다고 언급한 바 있다. 더구나 GLP-1 투약이 늘어나면서 자연스럽게 피부 결을 개선시킬 수 있는 스킨부스터 시장이 확대될 것임을 예상하기도 했다. 더구나 1등 피부 미용 기업인 Abbvie도 23년 5월 FDA로부터 SKINVIVE by Juvederm을 승인 받았다. SKINVIVE는 HA필러와 가교제 BDDE를 사용하는 것은 기존 Juvederm과 동일하나 불륨 감보다는 광범위한 잔주름 및 피부결 개선 효과를 의도해 점성이나 탄성을 낮춘 제품으로 판단된다. 기전은 필러인 Juvederm과 동일하나 스킨부스터와는 유사한 효과를 기대한다.

[도표 16] 리쥬란 시술 이후 진피 치밀도 증가



자료: 교보증권 리서치센터

3. 실적 추정

24년 매출 3,375억
OP1,253억 예상

파마리서치의 24년 매출은 3,375억, 영업이익은 1,253억으로 추정한다. 파마리서치의 24년 실적 추정의 주요 가정은 1) 의약품 735억 (YoY +35%) 2) 의료기기 1,735억 (YoY +29%) 3) 화장품 789억 (YoY +31%) 등이다. 24년부터는 판관비의 레버리지 효과가 발생하면서 영업이익률도 1.8%p 개선되는 것으로 가정했다.

[도표 17] 파마리서치 분기 & 연간 실적 전망

	1Q22	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F		2023	2024F	2025F
매출액	554	668	688	700	747	831	880	917		2,610	3,375	4,124
QoQ(%)	3.4%	20.5%	3.0%	1.7%	6.8%	11.2%	5.9%	4.2%				
YoY(%)	22.5%	34.4%	49.0%	30.5%	34.8%	24.4%	27.9%	31.0%		34.0%	29.3%	22.2%
의약품	124	135	149	137	163	181	194	197		545	735	852
QoQ(%)	10.2%	8.9%	10.0%	-7.6%	18.6%	11.0%	7.3%	1.5%				
YoY(%)	3.0%	22.6%	31.8%	22.0%	31.3%	33.7%	30.5%	43.4%		19.5%	34.7%	16.0%
의료기기	302	346	345	368	384	430	456	486		1,361	1,755	2,229
QoQ(%)	-5.5%	14.8%	-0.3%	6.7%	4.2%	12.1%	6.0%	6.5%				
YoY(%)	33.1%	41.2%	50.8%	15.3%	27.2%	24.2%	32.1%	31.9%		33.4%	28.9%	27.0%
화장품	110	168	169	153	177	199	205	208		600	789	934
QoQ(%)	22.8%	53.2%	0.1%	-9.0%	15.5%	12.2%	3.1%	1.5%				
YoY(%)	23.9%	68.3%	59.2%	71.3%	61.1%	18.1%	21.6%	35.6%		56.2%	31.4%	18.4%
매출원가	150	170	182	206	229	239	255	261		708	984	1,208
(%)	27.1%	25.4%	26.5%	29.4%	30.7%	28.7%	29.0%	28.5%		27.1%	29.2%	29.3%
QoQ(%)	9.4%	12.9%	7.5%	12.8%	11.5%	4.1%	6.9%	2.4%				
YoY(%)	12.5%	22.8%	47.3%	49.8%	52.7%	40.8%	40.0%	27.0%		32.9%	39.1%	22.7%
판관비	197	262	231	290	251	285	295	307		980	1,138	1,377
(%)	35.5%	39.2%	33.6%	41.5%	33.6%	34.3%	33.5%	33.5%		37.5%	33.7%	33.4%
QoQ(%)	-14.8%	33.1%	-11.9%	25.7%	-13.5%	13.3%	3.5%	4.2%				
YoY(%)	18.0%	41.6%	33.6%	25.6%	27.6%	8.7%	27.7%	5.8%		29.6%	16.1%	21.1%
영업이익	207	236	275	204	267	308	330	348		923	1,253	1,538
OPM	37.4%	35.4%	40.0%	29.1%	35.7%	37.0%	37.5%	38.0%		35.3%	37.1%	37.3%
QoQ(%)	23.7%	14.0%	16.3%	-25.9%	30.9%	15.3%	7.3%	5.6%				
YoY(%)	36.1%	36.0%	66.4%	21.5%	28.6%	30.1%	20.0%	70.9%		40.0%	35.8%	22.8%
순이익	183	152	282	156	183	287	269	287		773	1,027	1,267
(%)	33.1%	22.7%	41.0%	22.2%	24.5%	34.6%	30.6%	31.3%		29.6%	30.4%	30.7%
QoQ(%)	154.8%	-17.2%	85.7%	-44.8%	17.7%	56.9%	-6.2%	6.5%				
YoY(%)	86.0%	55.2%	69.8%	116.3%	-0.1%	89.1%	-4.5%	84.5%		77.9%	32.9%	23.4%

자료: 교보증권 리서치센터

4. Valuation 및 목표 주가

Peer는 클래시스, 휴젤,
원텍, 비올, 휴메딕스

파마리서치는 국내 미용 의료기업으로 분류할 수 있다. 같은 산업의 Peer 군으로는 클래시스, 휴젤, 원텍, 비올, 휴메딕스 등이 있다. 동 기업들은 의료기기나 독신/필러/스킨부스터 등 미용 주사제를 판매하고 있다. 다만 유사한 외형 규모의 기업으로는 클래시스/휴젤 등을 꼽을 수 있으며 특히 휴젤은 동일한 미용 주사제 등을 주요 제품으로 판매하고 있다.

투자의견 Buy
목표주가 250,000원

파마리서치에 대한 투자의견 Buy, 목표주가는 250,000원을 제시한다. 파마리서치의 24년 예상 EPS 9,722원에 목표 P/E 26배를 적용하였다. 목표 P/E를 선정한 기준은 컨센서스가 있는 국내 미용의료기업 중 유사한 휴젤의 P/E를 고려했다.

[도표 18] 목표주가 산정

	24년 EPS	목표 P/E	목표주가
파마리서치	9,722	26	252,772
목표주가			250,000
	시가총액(9/9)	24 P/E	25 P/E
클래시스	3 조 4,944 억	32.5	26.5
휴젤	3 조 1,258 억	25.7	21.2
원텍	5,843 억	16.8	10.4
비올	4,925 억	16.3	13.2
휴메딕스	3,571 억	8.8	7.9

자료: 교보증권 리서치센터

[파마리서치 214450]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	195	261	338	412	498
매출원가	53	71	98	121	147
매출총이익	142	190	239	292	351
매출총이익률 (%)	72.7	72.9	70.8	70.7	70.5
판매비와관리비	76	98	114	138	164
영업이익	66	92	125	154	187
영업이익률 (%)	33.8	35.3	37.1	37.3	37.6
EBITDA	77	104	137	165	198
EBITDA Margin (%)	39.3	39.9	40.5	40.0	39.8
영업외손익	-12	8	6	8	7
관계기업손익	-3	1	-7	-11	-19
금융수익	8	18	22	27	35
금융비용	-12	-6	-5	-5	-5
기타	-5	-4	-4	-4	-4
법인세비용차감전순이익	54	101	132	162	194
법인세비용	11	23	29	35	42
계속사업순이익	43	77	103	127	152
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	43	77	103	127	152
당기순이익률 (%)	22.3	29.6	30.4	30.7	30.6
비지배지분순이익	3	1	1	1	1
지배지분순이익	41	77	102	126	151
지배순이익률 (%)	20.8	29.3	30.1	30.4	30.3
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-4	1	1	1	1
포괄순이익	39	79	104	128	154
비지배지분포괄이익	3	1	1	2	2
지배지분포괄이익	37	78	103	126	152

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	59	65	95	124	154
당기순이익	43	77	103	127	152
비현금항목의 가감	36	28	37	41	48
감가상각비	7	8	9	9	9
외환손익	0	0	0	0	0
자본법평가손익	0	0	7	11	19
기타	29	19	21	21	20
자산부채의 증감	-10	-31	-25	-25	-28
기타현금흐름	-9	-9	-19	-20	-19
투자활동 현금흐름	-12	-45	-15	-16	-16
투자자산	33	-14	-4	-4	-4
유형자산	-17	-12	-10	-10	-10
기타	-28	-19	-1	-2	-2
재무활동 현금흐름	-9	-26	-11	-13	-13
단기차입금	-1	-15	0	0	0
사채	0	-2	-2	-2	-2
장기차입금	-1	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-6	-8	-10	-10	-10
기타	-2	-2	0	-2	-2
현금의 증감	31	-6	72	97	124
기초 현금	42	73	67	139	236
기말 현금	73	67	139	236	359
NOPLAT	53	71	98	121	147
FCF	36	40	74	97	120

자료: 파마리서치, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	247	256	353	476	628
현금및현금성자산	73	67	139	236	359
매출채권 및 기타채권	35	35	45	54	66
재고자산	24	50	65	79	96
기타유동자산	115	104	105	106	108
비유동자산	231	279	281	284	287
유형자산	118	123	124	126	127
관계기업투자금	12	17	21	25	29
기타금융자산	35	84	84	84	84
기타비유동자산	66	55	52	50	47
자산총계	478	535	635	760	915
유동부채	54	66	68	68	69
매입채무 및 기타채무	21	19	20	21	22
차입금	16	0	0	0	0
유동성채무	0	0	2	2	2
기타유동부채	18	46	46	46	46
비유동부채	52	7	7	7	12
차입금	0	0	0	0	0
사채	44	0	-2	-3	-5
기타비유동부채	8	7	8	10	16
부채총계	106	73	74	76	81
지배지분	344	433	525	641	782
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	158	175	175	175	175
이익잉여금	191	261	353	468	610
기타자본변동	-5	-5	-5	-5	-5
비지배지분	28	29	35	43	53
자본총계	372	462	560	684	835
총차입금	65	34	33	31	30

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	4,013	7,481	9,722	11,995	14,426
PER	17.4	14.6	18.8	15.2	12.7
BPS	33,970	41,966	50,187	61,243	74,730
PBR	2.1	2.6	3.6	3.0	2.4
EBITDAPS	7,567	10,188	13,077	15,776	18,916
EV/EBITDA	8.0	9.8	12.7	10.0	7.7
SPS	19,260	25,506	32,268	39,411	47,543
PSR	3.6	4.3	5.7	4.6	3.8
CFPS	3,550	3,909	7,093	9,285	11,480
DPS	660	950	950	950	950

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	26.4	34.0	29.3	22.2	20.6
영업이익 증가율	25.6	40.0	35.8	22.8	21.5
순이익 증가율	-7.2	77.9	32.8	23.4	20.3
수익성					
ROIC	29.7	35.9	44.0	49.4	54.8
ROA	9.0	15.1	17.4	18.0	18.0
ROE	12.5	19.7	21.2	21.5	21.2
안정성					
부채비율	28.6	15.8	13.3	11.1	9.7
순차입금비율	13.6	6.3	5.2	4.1	3.3
이자보상배율	17.2	30.9	76.2	98.2	125.3