

## 파마리서치 (214450)

## 믿음의 종목

2024년 11월 14일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	300,000 원 (상향)
✓ 상승여력	37.0%	✓ 현재주가 (11월 13일)	219,000 원

## 신한생각 리쥬란 수출의 또 한 번 레벨업이 예상되는 2025년

이익 기준 컨센서스 6% 상회. 추정치 대비 의약품 및 화장품 사업부 하회했음에도 핵심 사업부 리쥬란의 높은 수요가 전사 외형 성장을 견인. CVC 보유의 동남아 에스테틱샵 내 침투 시작된 것으로 파악. 현재 리쥬란 기진출국 내 높은 비중이 동남아인 점 고려 시 25년 의료기기 사업부 성장세 크게 레벨업 가능. 연초 진출 시작한 호주 등 신규국 성장세도 시작. 3분기 대만, 유럽, 중동 등 신규 승인 허가를 득한 국가 7곳으로 4Q~1H25 내 순차적 진출 예정. 수출 비중 크게 증가할 구간의 초입을 판단

## 3Q24 Re: 리쥬란이 예상보다 더 잘 팔린다

3분기 매출액 892억원 기록하며 컨센서스 부합. 의료기기 실적 506억원으로 당사 추정치 약 10% 상회. 리쥬란 및 콘쥬란 전분기 대비 각각 10억원, 76억원 성장. 화장품 사업부는 면세점 채널 둔화로 전분기 대비 21.6% 감소. 의약품 사업부는 전분기 대비 11% 감소. 다만 이는 3분기 주문이 100유닛에 집중됨에 기인하며 여전히 수요가 공급을 초과하는 상황

3분기 영업이익 349억원, 영업이익률 39.1% 기록하며 신한 추정치 및 시장 컨센서스 부합. 판관비 통제 및 수익성 좋은 의료기기 사업부의 성장으로 전분기 대비 영업이익률 개선

## Valuation &amp; Risk: 목표주가 300,000원으로 상향

기진출국 내 CVC 유통망 활용해 외형 성장 예정. 연초 진입한 신규국의 수요 확대, 승인 획득 국가 수 크게 증가. 2025년은 파마리서치 밸류에이션의 핵심인 수출 비중 증폭의 구간. 25F 순이익 1254억원, 25F Target 주가수익비율 (PER) 24배로 목표주가를 300,000원으로 상향

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	340.8	126.5	92.1	25.4	19.4	5.0	15.4	0.4
2025F	436.4	162.4	124.3	20.6	21.7	4.1	11.7	0.4
2026F	528.1	191.7	145.4	17.6	20.8	3.3	9.5	0.4

자료: 회사 자료, 신한투자증권

## [의료기기]

정희령 연구원

✉ hr.jung@shinhan.com

엄민용 연구위원

✉ my.eom@shinhan.com

## Revision

실적추정치	상향
Valuation	상향

시가총액	2,301.6십억원
발행주식수(유동비율)	10.5백만주(59.6%)
52주 최고가/최저가	235,500 원/89,100 원
일평균 거래액 (60 일)	41,184백만원
외국인 지분율	13.0%

## 주요주주 (%)

정상수 외 8인	38.2
국민연금공단	5.8

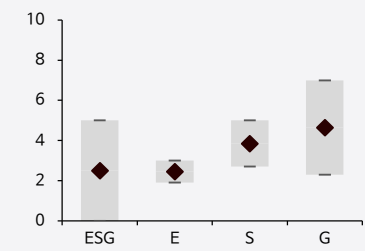
수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	3.3	27.1	87.0	98.0
상대	15.5	41.0	110.0	152.4

## 주가



## ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



## 파마리서치 분기 실적 추이

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24F	23	24F	25F
매출액	55.4	66.8	68.8	70.0	74.7	83.3	89.2	93.6	261.0	340.8	436.4
YoY	22.5	34.4	49.0	30.5	34.8	24.7	29.6	33.8	34.0	30.6	28.1
의약품	12.3	13.5	15.0	13.7	16.3	18.1	16.1	16.9	54.5	67.4	77.9
YoY	2.0	22.6	32.9	22.0	32.7	33.9	7.5	23.0	19.5	23.6	15.6
의료기기	27.6	34.6	37.1	36.8	38.4	43.0	50.7	55.8	136.1	187.8	251.9
YoY	21.8	41.2	62.0	15.3	39.0	24.1	36.7	51.4	33.4	37.9	34.1
화장품	13.9	16.8	14.0	15.2	17.7	19.9	15.6	16.2	59.9	69.5	88.7
YoY	56.3	68.3	32.0	69.3	27.7	18.2	11.6	7.1	55.8	16.1	27.7
기타	1.7	1.8	2.7	4.1	2.3	2.3	6.8	4.7	10.3	16.1	17.8
YoY	0.1	(56.5)	94.9	179.8	38.5	(20.0)	5.0	5.0	18.6	56.6	10.7
매출총이익	40.4	49.9	50.6	49.4	51.8	59.3	64.6	67.6	190.3	243.2	312.9
YoY	26.6	38.9	49.6	23.8	28.1	18.9	27.6	36.9	34.4	27.8	28.7
GPM	72.9	74.6	73.5	70.6	69.3	71.1	73.4	72.2	72.9	71.4	71.7
영업이익	20.7	23.7	27.5	20.4	26.7	30.8	34.9	34.1	92.3	126.5	162.4
YoY	36.1	36.0	66.5	21.5	28.6	30.1	27.0	67.4	40.0	37.1	28.4
OPM	37.4	35.4	40.0	29.1	35.7	36.9	39.1	36.4	35.3	37.1	37.2
당기순이익	18.3	15.2	28.2	15.6	18.3	24.0	25.5	25.2	77.3	93.0	125.4
YoY	89.9	66.0	53.3	309.8	(2.6)	51.3	(7.4)	45.3	88.6	17.1	41.3
NPM	31.9	25.0	38.8	22.0	23.1	30.4	27.7	23.9	29.3	26.3	29.0

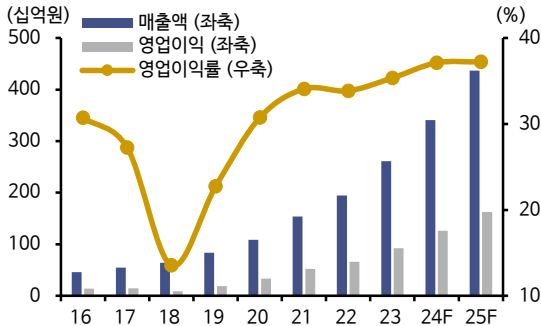
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

## 파마리서치 목표 주가 산정

(십억원, 배, 천주, 원, %)	비고	
파마리서치 기업가치	3,010.2	
A. 파마리서치 2025F 순이익	125.4	
B. Target PER	24.0	
보통주주식수	10,112	
적정주가 산출	300,000	
현재 주가	219,000	11월 13일 종가
상승여력	37.0%	

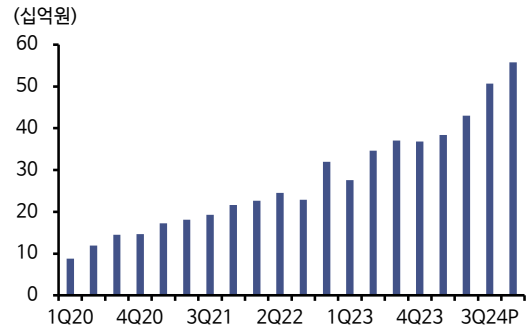
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

## 연간 실적 추이 및 추정



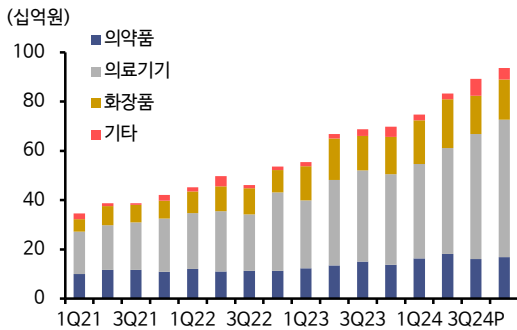
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

## 분기별 의료기기 사업부 매출액 추이



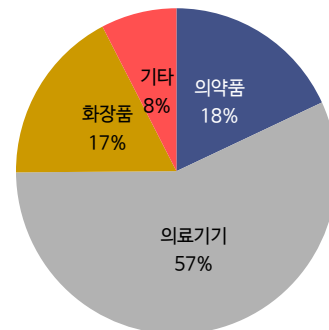
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

## 사업부별 분기 매출액 추이



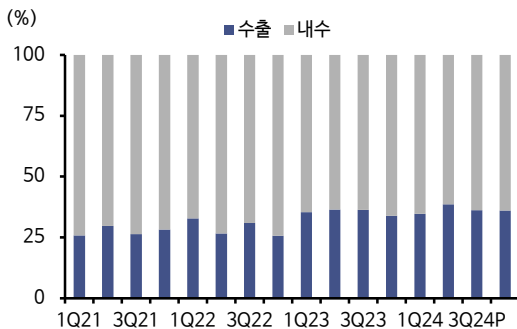
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

## 사업부별 매출 비중 (3Q24 기준)



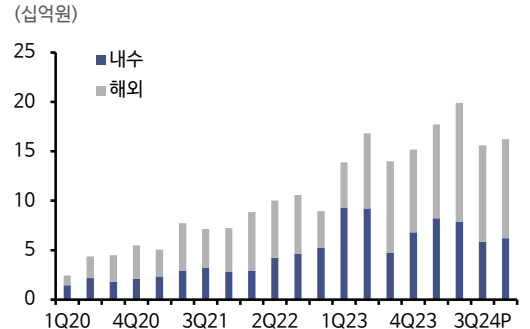
자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 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>630.4</b>	<b>760.4</b>	<b>911.1</b>
유동자산	247.3	256.5	357.2	490.3	643.2
현금및현금성자산	72.9	67.2	121.3	198.4	297.7
매출채권	32.3	31.4	41.0	52.5	63.5
재고자산	24.5	50.2	65.6	84.0	101.6
비유동자산	230.7	278.8	273.2	270.2	268.0
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	107.2	114.8	122.0
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>106.4</b>	<b>73.1</b>	<b>85.1</b>	<b>99.5</b>	<b>113.4</b>
유동부채	54.3	65.9	76.1	88.4	100.2
단기차입금	15.6	0.4	0.4	0.4	0.4
매입채무	3.5	2.8	3.7	4.7	5.7
유동성장기부채	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	52.1	7.2	9.0	11.1	13.2
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>545.3</b>	<b>660.9</b>	<b>797.7</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	343.1	457.5	593.0
<b>지배주주지분</b>	<b>343.5</b>	<b>433.1</b>	<b>515.4</b>	<b>629.8</b>	<b>765.2</b>
비지배주주지분	28.2	29.1	29.9	31.1	32.5
*총차입금	66.8	34.3	34.5	34.7	34.9
*순차입금(순현금)	(118.7)	(133.6)	(207.1)	(307.5)	(429.0)

## 현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>영업활동으로인한현금흐름</b>	<b>59.4</b>	<b>64.9</b>	<b>86.1</b>	<b>114.3</b>	<b>135.2</b>
당기순이익	43.4	77.3	93.0	125.4	146.7
유형자산상각비	6.8	8.4	8.9	8.1	7.3
무형자산상각비	3.8	3.5	3.0	2.6	2.2
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)	(15.4)	(18.2)	(17.5)
(법인세납부)	(13.8)	(17.0)	(24.4)	(35.4)	(41.4)
기타	21.7	24.0	21.0	31.8	37.9
<b>투자활동으로인한현금흐름</b>	<b>(11.9)</b>	<b>(44.7)</b>	<b>(22.5)</b>	<b>(27.6)</b>	<b>(26.4)</b>
유형자산의증가(CAPEX)	(17.2)	(12.1)	0.0	0.0	0.0
유형자산의감소	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(0.5)	(0.6)	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	302.1	123.1	(6.3)	(7.6)	(7.2)
기타	(296.5)	(155.1)	(16.2)	(20.0)	(19.2)
<b>FCF</b>	<b>39.2</b>	<b>43.2</b>	<b>95.1</b>	<b>116.9</b>	<b>139.4</b>
<b>재무활동으로인한현금흐름</b>	<b>(9.3)</b>	<b>(26.0)</b>	<b>(9.5)</b>	<b>(9.6)</b>	<b>(9.6)</b>
차입금의증가(감소)	(1.4)	(16.8)	0.2	0.2	0.2
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(6.3)	(7.5)	(9.7)	(9.9)	(9.9)
기타	(1.6)	(1.7)	0.0	0.1	0.1
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1
연결법위반등으로인한현금의증가	(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>54.0</b>	<b>77.1</b>	<b>99.4</b>
기초현금	41.7	72.9	67.2	121.3	198.3
기말현금	72.9	67.2	121.3	198.3	297.7

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>340.8</b>	<b>436.4</b>	<b>528.1</b>
증감률 (%)	26.4	34.0	30.6	28.1	21.0
<b>매출원가</b>	<b>53.2</b>	<b>70.8</b>	<b>97.6</b>	<b>123.5</b>	<b>151.6</b>
<b>매출총이익</b>	<b>141.5</b>	<b>190.3</b>	<b>243.2</b>	<b>312.9</b>	<b>376.5</b>
매출총이익률 (%)	72.7	72.9	71.4	71.7	71.3
<b>판매관리비</b>	<b>75.6</b>	<b>98.0</b>	<b>116.8</b>	<b>150.6</b>	<b>184.8</b>
<b>영업이익</b>	<b>65.9</b>	<b>92.3</b>	<b>126.5</b>	<b>162.4</b>	<b>191.7</b>
증감률 (%)	25.6	40.0	37.1	28.4	18.1
영업이익률 (%)	33.8	35.3	37.1	37.2	36.3
영업외손익	(11.9)	8.4	(8.4)	(2.9)	(2.9)
금융손익	(3.9)	11.7	(8.0)	(0.1)	(0.1)
기타영업외손익	(5.2)	(3.9)	(3.9)	(3.9)	(3.9)
증권 및 관계기업관련손익	(2.8)	0.7	3.4	1.0	1.0
<b>세전계속사업이익</b>	<b>54.0</b>	<b>100.7</b>	<b>117.4</b>	<b>160.8</b>	<b>188.1</b>
법인세비용	10.6	23.4	24.4	35.4	41.4
계속사업이익	43.4	77.3	93.0	125.4	146.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>43.4</b>	<b>77.3</b>	<b>93.0</b>	<b>125.4</b>	<b>146.7</b>
증감률 (%)	(7.2)	77.9	20.4	34.9	17.0
순이익률 (%)	22.3	29.6	27.3	28.7	27.8
(지배주주)당기순이익	40.6	76.6	92.1	124.3	145.4
(비지배주주)당기순이익	2.9	0.7	0.9	1.2	1.4
<b>총포괄이익</b>	<b>39.4</b>	<b>78.6</b>	<b>93.0</b>	<b>125.4</b>	<b>146.7</b>
(지배주주)총포괄이익	36.6	77.7	91.9	123.9	145.0
(비지배주주)총포괄이익	2.8	0.9	1.1	1.5	1.7
<b>EBITDA</b>	<b>76.5</b>	<b>104.3</b>	<b>138.4</b>	<b>173.0</b>	<b>201.1</b>
증감률 (%)	23.3	36.2	32.7	25.0	16.3
EBITDA 이익률 (%)	39.3	39.9	40.6	39.6	38.1

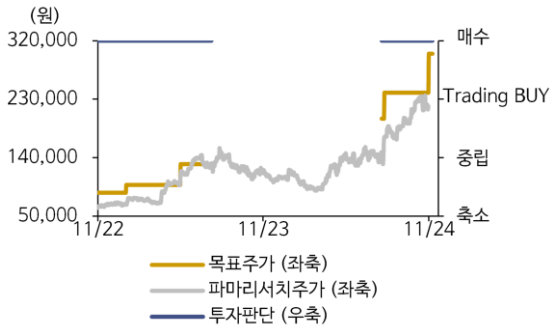
## 주요 투자지표

12월 결산	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (당기순이익, 원)	4,295	7,550	8,698	10,733	12,557
EPS (지배순이익, 원)	4,013	7,481	8,618	10,634	12,441
BPS (자본총계, 원)	36,754	44,784	46,668	56,557	68,269
BPS (지배지분, 원)	33,970	41,966	44,105	53,894	65,491
DPS (원)	660	950	950	950	950
PER (당기순이익, 배)	16.3	14.5	25.2	20.4	17.4
PER (지배순이익, 배)	17.4	14.6	25.4	20.6	17.6
PBR (자본총계, 배)	1.9	2.4	4.7	3.9	3.2
PBR (지배지분, 배)	2.1	2.6	5.0	4.1	3.3
EV/EBITDA (배)	8.1	9.8	15.4	11.7	9.5
배당성향 (%)	16.2	12.7	10.7	7.9	6.8
배당수익률 (%)	0.9	0.9	0.4	0.4	0.4
<b>수익성</b>					
EBITDA 이익률 (%)	39.3	39.9	40.6	39.6	38.1
영업이익률 (%)	33.8	35.3	37.1	37.2	36.3
순이익률 (%)	22.3	29.6	27.3	28.7	27.8
ROA (%)	9.6	15.2	16.0	18.0	17.6
ROE (지배순이익, %)	12.5	19.7	19.4	21.7	20.8
ROIC (%)	26.1	37.5	47.4	57.8	65.2
<b>안정성</b>					
부채비율 (%)	28.6	15.8	15.6	15.1	14.2
순차입금비율 (%)	(32.0)	(28.9)	(38.0)	(46.5)	(53.8)
현금비율 (%)	134.4	102.0	159.4	224.4	297.2
이자보상배율 (배)	17.2	30.9	62.2	79.4	93.2
<b>활동성</b>					
순운전자본회전율 (회)	7.9	6.2	5.3	5.3	5.1
재고자산회수기간 (일)	39.2	52.2	62.0	62.6	64.1
매출채권회수기간 (일)	56.3	44.5	38.8	39.1	40.1

자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 투자 의견 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	(26.3)	(16.6)
2024년 08월 08일	매수	240,000	(16.2)	(1.9)
2024년 11월 14일	매수	300,000	-	-

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 11월 12일 기준)

매수 (매수)	91.57%	Trading BUY (중립)	6.51%	중립 (중립)	1.92%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------