

투자 의견(신규)	매수
목표주가(신규)	260,000원
현재주가(24/8/21)	182,000원
상승여력	42.9%

영업이익(24F, 십억원)	124
Consensus 영업이익(24F, 십억원)	0
EPS 성장률(24F, %)	33.9
MKT EPS 성장률(24F, %)	-
P/E(24F, x)	18.2
MKT P/E(24F, x)	-
KOSDAQ	779.87
시가총액(십억원)	1,902
발행주식수(백만주)	10
유동주식비율(%)	59.4
외국인 보유비중(%)	9.1
베타(12M) 일간수익률	-0.36
52주 최저가(원)	89,100
52주 최고가(원)	188,100

(%)	1M	6M	12M
절대주가	28.8	92.4	29.6
상대주가	36.9	113.2	47.7



[첨단의료기기/디지털헬스]

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

파마리서치

글로벌 1위 스킨부스터가 꿈이 아니다

목표주가 260,000원, 매수의견으로 조사분석 개시

동사의 목표주가는 동사의 역사적 고점인 P/E 23배를 적용하였다. 투자 의견은 상승 여력이 43%인 점을 고려하여 매수로 제시한다. 동사의 2024년 실적은 매출액 3,353억원(28% YoY), 영업이익은 전년 대비 35% 증가한 1,245억원(OPM 37.1%)을 기록할 것으로 예상된다. 현 주가는 12개월 FWD P/E 기준 17배로 글로벌 Peer(17배)와 유사하나, 동사의 지난 3년 평균(14배) 대비 고평가되고 있다.

투자포인트

① 울세라, 써마지, 보톡스 그리고 또 다른 월드클래스 리쥬란: 동사는 PLA필러 방식이 대세였던 스킨부스터 시장의 판도를 PN기반의 스킨부스터인 리쥬란으로 바꾸고 있다. 국내 시장에서 지난 4년간 연평균 54% 성장세를 기록하며 가장 빠르게 성장하는 주사요법으로 자리잡았고, 국내외 합산 매출은 약 1,100억원으로 세계 최대 스킨부스터인 갈더마의 스컬트라(23년 1억달러) 턱밑까지 쫓아왔다. 리쥬란은 피부 미용 시장에서 오리지널 제품이 가지는 상징성과 영향력, 그리고 지속되는 해외확장을 고려할 때 앞으로도 동사의 높은 성장을 견인할 가능성이 높아보인다.

② 리쥬란과 함께 성장하는 화장품: 화장품 사업은 리쥬란의 인기가 높아지며 패키징 마케팅 효과를 누리며 2018년 전체 매출의 9%에서 2024년 상반기 24%까지 빠르게 성장하고 있다. 최근 리쥬란의 해외 판매지역이 다변화됨에 따라, 리쥬란의 성장과 함께 화장품 사업의 지속적인 성장이 기대된다.

③ 종합 에스테틱 기업으로 진화하기 위한 M&A라는 부스터: 동사는 M&A를 활용하여 필러, 독신, 미용기기 등 에스테틱 관련 사업으로 제품 다각화를 진행 중이다. 특히 2018년 인수한 독신사업은 5년만에 매출 200억원을 달성했다. 화장품이 리쥬란과 시너지를 내는 것처럼 동사의 다양한 포트폴리오는 콤비시술과 연계 마케팅 등 다양한 시너지를 낼 수 있을 것으로 기대된다. 동사는 2Q24말 기준 약 2,060억원의 현금성 자산을 보유하고 있고 12분기 평균 130억 원대의 잉여현금흐름이 발생하고 있다. 이를 활용하여, 앞으로도 꾸준히 M&A 기회를 모색할 것으로 예상된다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	195	261	335	390	463
영업이익 (십억원)	66	92	124	146	175
영업이익률 (%)	33.8	35.2	37.0	37.4	37.8
순이익 (십억원)	41	77	104	123	150
EPS (원)	4,013	7,481	10,018	11,775	14,323
ROE (%)	12.5	19.7	21.6	20.9	20.9
P/E (배)	17.4	14.6	18.2	15.5	12.7
P/B (배)	2.0	2.6	3.5	2.9	2.4
배당수익률 (%)	0.9	0.9	0.5	0.5	0.5

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

투자포인트

울쎠라, 써마지, 보톡스, 그리고 또다른 월클 라인, 리주란

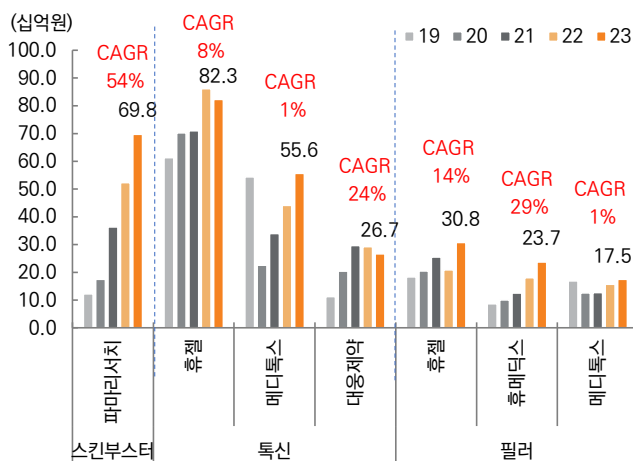
스킨부스터는 주사요법 가운데 가장 빠르게 성장하는 영역으로, 피부 개선에 도움을 주는 유효성분을 피부에 도포하거나 주입하여 피부 자체의 재생을 촉진하는 화장품이나 의료기기를 의미한다. 과거 스킨부스터는 세포 간 신호 전달을 도와 세포재생을 유도하는 엑소좀이나 체내 분해과정에서 콜라겐 생성을 유도하는 PLA 필러 중심의 시장이었다.

그러나 2014년 동사가 피부 내 섬유아세포의 활동과 성장을 촉진하는 PN 방식의 스킨부스터인 리주란을 출시하며 시장의 판도를 바꾸고 있다. 동사의 리주란은 의료기기로 허가를 받아 화장품 스킨부스터와 달리 진피 속에 직접 유효 성분을 주사한다. 이로 인해 상당한 통증을 유발하는 것으로 유명한데, 그에 버금가는 효과로 입소문을 타며 지난 4년간 연평균 54% 성장을 거듭하며 국내에서 가장 빠르게 성장하는 미용기술로 자리잡았다.

국내 시장에서 약 700억원의 매출로 휴젤의 톡신 다음으로 가장 높은 매출을 기록하고 있는 것으로 추정된다. 해외 시장도 말레이시아, 싱가포르, 중국, 우크라이나, 태국 등 아시아권을 중심으로 폭발적으로 성장하고 있다. 리주란은 2023년 국내외 약 1,100억원의 매출을 기록한 것으로 추정되는데, 2004년에 출시된 전통의 강자 갈더마의 PLA 필러인 스컬트라 2023년 매출액 1억달러 수준인 점을 고려하면 상당히 빠른 성장세를 기록하고 있다.

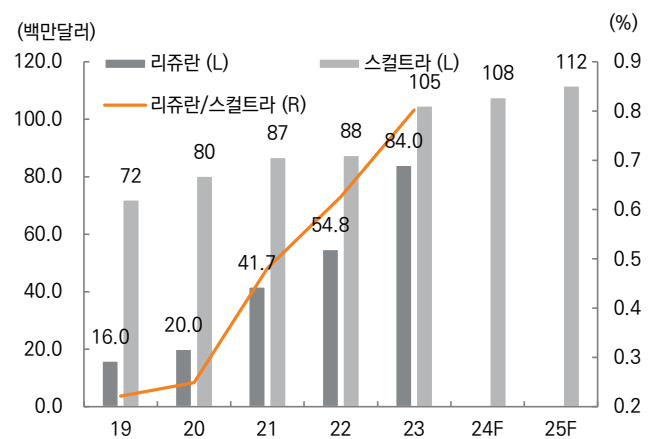
지금과 같은 성장세를 유지한다면 머지 않아 스킨부스터의 터줏대감인 갈더마의 스컬트라 매출도 넘어서며 글로벌 1위 스킨부스터가 될 수도 있을 것이다.

그림 201. 주사요법 관련 기업들의 국내 매출 추이



자료: 각사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 202. 리주란 및 스컬트라 매출 추이



자료: 파마리서치, Evaluatepharma, 미래에셋증권 리서치센터

리쥬란은 앞으로도 동사를 대표하는 제품으로서 크게 2가지 측면에서 동사의 높은 성장을 견인할 가능성이 높아보인다.

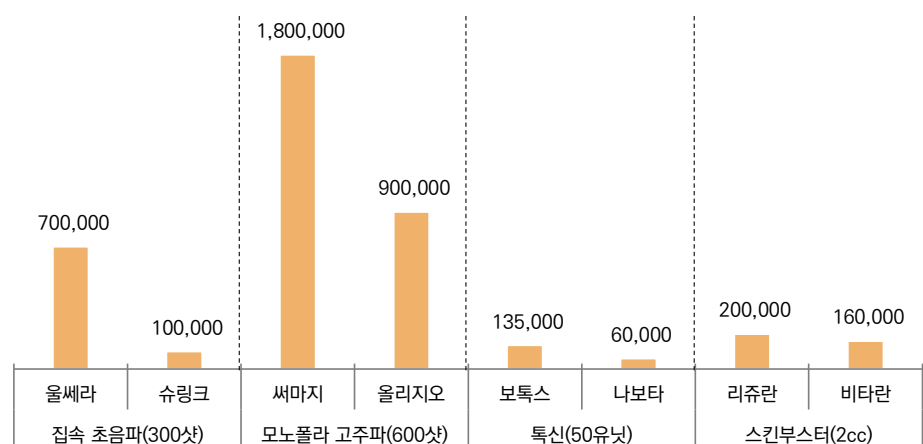
첫번째 이유는 미용 의료기기 시장에서 오리지널 제품이 가지는 상징성과 영향력이다. 2023년 9월부터 국내시장에서 PN 기반 스킨부스터들이 대거 출시되며 경쟁에 대한 우려도 커지고 있다. 그러나 아직까지 경쟁제품이 리쥬란의 성장을 막아서지 못하고 있다. 경쟁제품을 평가하기에는 이른 측면이 있지만, 우리는 경쟁제품의 등장이 동사의 오리지널리티를 강화하며 PN기반 스킨부스터 시장을 더욱 키우는 역할을 하게 될 가능성이 높다고 생각한다.

PLA 필러인 스컬트라(1999년), 모노폴라 고주파 시술의 써마지(2002년), 톡신의 보톡스(2002년), 초음파 시술의 울쎄라(2009년) 등은 피부미용 시장에서 해당 시술법을 개척한 제품들이다. 제품 출시 후 20여년이 흐르면서 유사한 제품들이 출시되었지만, 오리지널 제품들의 영향력은 여전하다. 특히 해당 제품들은 공통적으로 유사제품에 비해 몇 배나 비싼 시술가가 형성되어 있다.

오리지널 제품이 여전히 영향력이 높은 가장 중요한 요인은 임상적 근거다. 임상적 근거는 의료기기/의약품이라는 특성상 주요 시술자이자 치료 의사결정권자인 의사들에게 가장 중요한 지표다. 특히 경쟁사가 시장에서 자리잡기까지 확보하는 실세계 데이터는 상당한 무기가 된다. 그리고 오리지널이라는 이미지가 의사와 환자 모두에게 중요한 마케팅 포인트가 된다. 엘러간의 보톡스의 경우 톡신 시술의 대명사로 자리잡아, 사람들에게 톡신보다 오히려 친숙하게 받아들여지고 있다.

다른 오리지널제품과 마찬가지로 PN기반 스킨부스터는 리쥬란이 고유명사화되고 있다. 이러한 무형 자산은 경쟁사가 쉽게 따라잡기 어렵다. 오히려 경쟁사의 등장은 PN기반 스킨부스터 시장에 가격 세그먼트를 형성함으로써 가격민감도가 비교적 높은 고객을 유치하며 시장을 키울 가능성이 높다. 물론 이 과정에서 시술가격이 하락하겠지만, 역사적으로 대부분의 시술은 고객증가 효과가 더 컸다는 사실이 중요하다.

그림 203. 주요 피부미용 시술의 오리지널과 후발제품의 가격차이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

두번째는 해외 확장이다. 2023년 하반기부터 본격적으로 수출지역 다각화가 진행되고 있다. 2023년 하반기에는 호주, 칠레에 진출했고, 2024년 하반기 이후는 멕시코와 대만 출시가 예정되어 있다. 최근 K-Beauty의 영향력이 나날이 높아지는 만큼 한국에서 출시된 PN기반 오리지널 스킨부스터라는 점은 상당한 마케팅 포인트가 될 수 있다. **현재 리쥬란은 전체 매출의 60% 이상이 국내시장에서 발생하는 것으로 추정된다.** 2~3개 시장에서 국내시장 수준의 시장침투만 일으켜도 지금보다 상당히 성장할 수 있다.

세계 최대 시장인 미국 진출에도 청신호가 들어왔다. 규제산업인 의료기기 영역에서 아직 FDA는 스킨부스터라는 카테고리를 따로 규정하지 않았다. 의료산업은 카테고리가 정해져 있지 않은 경우, 규제기관과 안전성과 유효성에 대한 협의를 진행하는 과정에서 상당한 시간이 소요된다. 그런데 지난 2023년 Abbvie의 히알루론산 필러인 Skinvive가 FDA로부터 피부거칠기 개선 용도로 FDA 승인을 받았다.

스킨부스터라는 카테고리가 열린 것은 아니지만, FDA 허가를 받기 위한 과정에 긍정적인 것은 분명하다. 이런 상황에서 최근 김 카사디안이나 제니퍼 애니스톤 같은 글로벌 인플루언서들이 자발적으로 동사의 제품을 사용하고 홍보하는 이벤트가 발생했다. 이들은 세계 전역에 미치는 파급력이 상당하다.

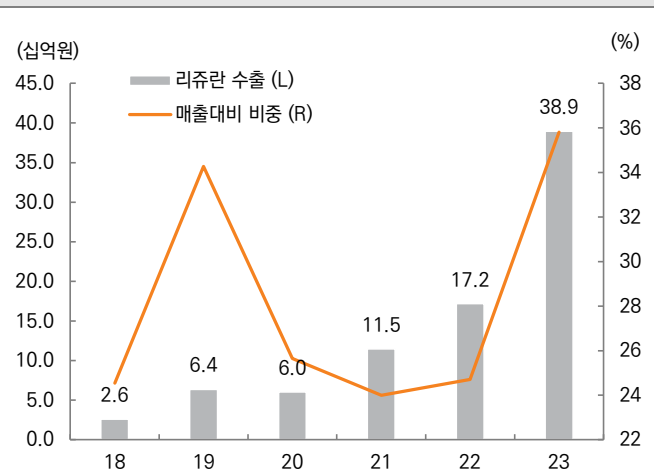
특히 최근 K-Beauty 확산으로 인해 국내 화장품과 에너지기반 미용기기들이 미국 진출을 본격화하고 있다는 것도 동사에게 긍정적이다.

그림 204. 글로벌 인플루언서의 자발적 마케팅



자료: HOLA, 미래에셋증권 리서치센터

그림 205. 리쥬란 해외 매출 및 매출 비중 추이



자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

표 26. 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			
유럽	홍콩			0	
	우크라이나	0	0		0
	벨라루스	0			
	리투아니아	0			
	튀르키예	0			
	호주	0	0		
	뉴질랜드	0			
	폴란드	진행 중			
	러시아		0		
미주	유럽 CE	MDD(MDR 진행 예정)			
	칠레	0			
	멕시코	0			
	미국	진행 중	0		
기타	이집트	진행 중			
	UAE	진행 중			

자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

표 27. 국내 스킨부스터 현황

성분	업체명	대표 제품명	국내 출시일	특징
PN	파마리서치	리쥬란	14년	최초의 국산 스킨부스터로서 선도자우위를 누리고 있음
	한국BMI	렐라이드	21년 8월	일명 물광주사. 총 4종 출시. 흡수가 빨라 효과가 가장 빨리 나타나고 가장 빨리 사라짐(1주일). 피부당김 방지, 숙건조 개선, 염증완화.
	파마리서치	리쥬란 HB Plus	21년 10월	기존 리쥬란의 단점인 통증 개선. 국소마취 성분인 리도카인 포함.
	비알팜	HP Vitaran	23년 8월	3종 출시. 자체 원료 기반 공급 안정성 강점.
	유벤타헬스케어	리즈네	23년 8월	비알팜이 허가 및 제조를 맡고 있음.
	코루파마	크리스탈 힐러 PN	24년 7월	PN 함량을 2.5%로 높임.
	코루파마	크리스탈 힐러 PN+	24년 8월	PN에 HA 성분이 더해져 피부재생효과에 보습강화효과를 더함
	대웅제약	개발 중	25년 예정	국내 대형 병원과 개발 중. 시지바이오와 공동으로 개발 중
PDRN	파마리서치	리쥬비넥스	15년 1월	최초의 PDRN 제제 스킨부스터.
HA only	바이오플러스	하이알듀-샤인	14년	자체 개발 및 원천 특허기술인 MDM® Technology. MBMT, DMCT기술
	휴젤	바이리즌 스킨부스터 HA	22년 1월	필러 시술 대표 부작용인 '틴들현상' 최소화
	앨러간	스킨바이브	24년 5월	세계 유일 FDA 승인 HA 제제 스킨부스터. 미세주름 등 피부거칠기 개선용. 1회 시술로 최대 6개월간 효과 지속이 특징점.
	HP&C	업티브	24년 7월	미백, 주름개선, 여드름케어, 재생 및 보습 총 4종의 토피컬 제품.
엑소솜	LG화학	ASCE+ SRLV	18년 11월	엑스코바이오로부터 도입해 스킨부스터 시장에 진출. 피부활성 성분과 인체지방세포 배양액추출물, 로즈줄기세포엑소솜이 함유. 동결건조 솔루션
	메디톡스	뉴라덤	20년 2월	안티에이징, 미백, 재생단력, 진정 등 피부고민별 맞춤 스킨부스터 4종
	휴메딕스	셀엑소솜	20년 2월	AAPE와 식물 유래 엑소솜을 결합해 피부 본연의 에너지 활성화 촉진
	휴코드	HSCM 100	20년 10월	제대혈 유래 줄기세포.
	차메디텍	셀터미	23년 2월	국내 최초 토피컬 스킨부스터
	휴메딕스	셀엑소솜 블랙라벨	23년 6월	기존 줄기세포 배양액 원료인 'AAPE' 함량 1.5배. 엑소솜 시너지 효과를 위해 리포솜 SOD 캡슐 기술 적용
	동국제약	인에이블	23년 7월	주성분은 피부 속 진피층에 존재하는 섬유아세포 배양액. 각종 성장인자를 함유해 콜라겐, 히알루론산, FGF, 엑소솜, 면역인자 등을 피부 속으로 분비.
	에이바이오	엑소라인 리쥬브	24년 5월	시가 엑소솜이 주성분. 세계 최초 식물성 시가 엑소솜 활용
PLA (PLLA)	갈더마(스위스)	스컬트라	11년	유지기간(18~24개월)이 주베룩에 비해 비교적 김. 콜라겐 생성 PLLA 주사제 중 유일하게 FDA 승인
PLA (PDLLA)	바임글로벌	주베룩	19년	고분자 PLA와 HA결합시킨 자가조직재생 콜라겐 부스터. 유지기간 12개월 내외. 유지기간은 짧지만 결절 등의 부작용에서 무난.
	바임글로벌	주베룩 볼륨	22년 5월	주베룩보다 볼륨감과 리프팅에 한층 더 집중. 입자가 조금 더 커 높은 농도로 조직 깊은 곳에 시술이 가능해 볼륨감을 증가시키는 데에 적합. 유지기간 18~24개월.
섬유아세포, HA	필메드(프랑스)	NCTF 135 (필로르가)	14년	일명 사넬 주사. 유수분 밸런스 개선, 피부탄력 회복 및 피부톤 개선.
PDO	울트라브이	울트라콜	21년	FDA, CE, KFDA 인증. 세계 최초 PDO (microsphere) 제조기술로 자가콜라겐 생성. 실리프팅 1427개 효과.
세포 배양액	휴젤	바이리즌 스킨부스터 엑서밋	23년 9월	인체 지방 줄기세포 배양액 활용. 피부 주름 개선 및 보습, 미백에 도움.
	피케이젠	엑소브이	23년 11월	줄기세포 배양액 활용. 총 4종 출시. 눈가 주름, 수분함량, 표피 탄력 개선 등의 효과.
	셀리노	SKIN ExoCel	24년 7월	제대혈 세포 배양액 활용한 스킨부스터.
콜라겐	디메드	레티젠	24년 1월	99.9% 타입1형 순수 콜라겐. 콜라겐을 피부에 직접 보충.
글리세올린	유벤타헬스케어	글리에보	22년 6월	천연성분 글리세올린으로 만든 스킨부스터

자료: 미래에셋증권 리서치센터

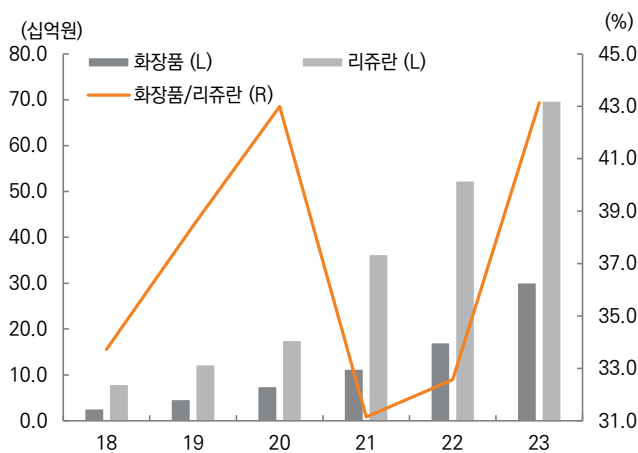
리뷰란과 함께 성장하는 화장품 사업

화장품 사업부문은 2018년 전체 매출의 9.1%에 불과했으나, **2024년 상반기 말 기준 전체 매출의 24%까지 증가하며 가파른 성장세를 기록**하고 있다. 스킨부스터 리뷰란의 인기가 높아지면서 일종의 패키지 마케팅 효과 때문인 것으로 추정된다. 화장품 사업부문은 국내는 면세점과 오프라인 매장이, 해외에서는 온라인 플랫폼(중국), 오프라인 매장(일본), 면세점(홍콩, 베트남 등)이 주된 판매경로로, 지역에 따른 주력 유통채널이 상이하다.

최근 가파른 성장세를 주도하는 것은 국내 시장이다. 2022년 5월부터 올리브영 매장에 입점되며 오프라인 B2C 채널을 확보하였고, 2023년부터 외국인 관광객 수요가 성장을 견인하고 있다. **외국인 관광객이 국내에서 피부과 시술을 받고, 면세점에서 리뷰란 화장품을 구매하는 패턴**이다.

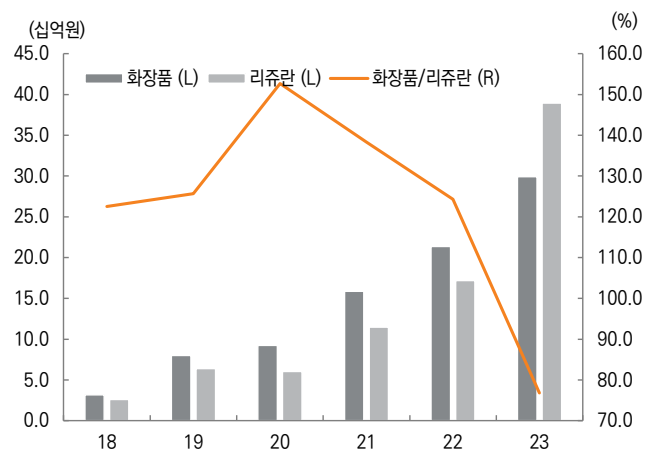
화장품 수출도 수출지역이 다변화되면서 빠르게 성장하고 있다. 특히 최근 K-Beauty 확산과 함께 일본 시장에서의 성장세가 좋다. 작년 리뷰란 수출이 크게 증가하면서 화장품 수출액을 크게 앞질렀다. **리뷰란은 화장품 매출에 선행한다는 점을 고려할 때 앞으로 화장품 매출의 지속적인 성장이 기대된다.**

그림 206. 화장품 및 리뷰란의 내수 매출 추이



자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 207. 화장품 및 리뷰란의 해외 매출 추이



자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

종합 에스테틱 기업으로 진화하기 위한 M&A라는 부스터

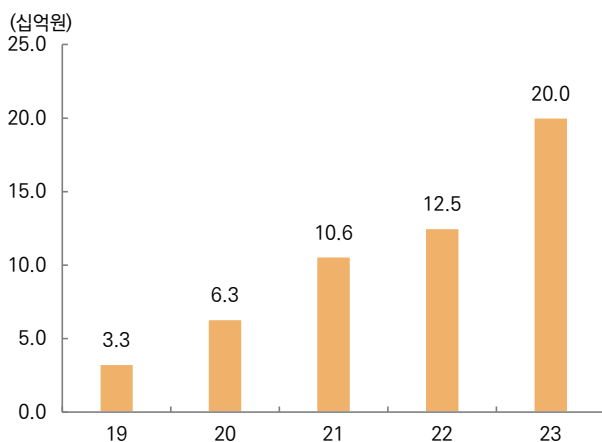
동사는 M&A를 적극 활용하여 종합 에스테틱 기업으로 진화하고자 한다. 동사는 18년 아모레퍼시픽의 자회사인 에스트라의 필러사업부문을 인수하였고, 같은 해 바이오씨앤디(파마리서치바이오로 사명 변경)를 인수하며 보툴리눔 독신 사업(제품명: 리앤톡스)을 확장하였다. 2021년에는 홈케어 미용기기(DUIOLIF)와 패치용 고주파 자극기인 엑시온 등을 보유한 의료기기 기업인 메디코슨을 인수했다.

이 중에서 단기적으로 가장 실적개선에 도움이 되는 것은 독신사업이다. **2019년 33억원에 불과했던 독신 매출은 2023년 200억원까지 상승했다.** 현재 200억(100단위)~400억원(200단위)의 생산능력을 보유하고 있으며, **현재 25년 말~26년 초를 목표로 공장증설이 진행 중**이다. 생산능력이 높아질때까지는 판가가 높은 200단위 독신의 판매비중을 높이는 것이 중요하다. 현재까지 독신 매출은 모두 수출(100단위와 200단위)로 발생하고 있는데, 2024년 2월 국내 식약처 허가(100단위)를 받았다. 본격적인 국내 판매를 위해 국가출하승인 작업을 진행 중이다. 향후 리쥬란 및 필러와의 패키지 마케팅을 통한 시너지가 기대된다.

또한, 제품적 다각화 외에도 인프라에 대한 투자도 진행 중이다. **동사는 2023년 2월부터 약 430억원을 투자하여, CTC바이오 지분 17.3%를 확보했다.** 자회사인 플루토가 1%를 확보했고, 향후 CTC 바이오 지분 추가 매입을 위해 약 70억원을 더 활용할 수 있다. 동사 입장에서 CTC 바이오의 가장 큰 매력은 GMP 공장이다. 통상 GMP 공장을 확보하려면 300억원 이상의 예산과 3~4년의 시간이 소요된다. 그런데 CTC바이오는 인체, 백신, 건기식에 대한 GMP 공장을 보유하고 있다. 다만, 동사가 최대주주에 올라선 이후, 기존 주주의 반발이 거세다는 점에서 CTC바이오의 역량을 활용하기에는 시간이 좀 더 필요해 보인다.

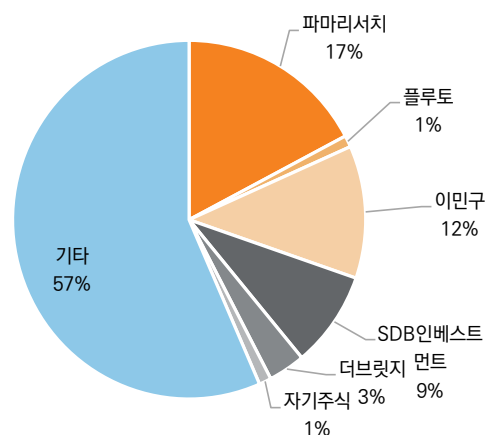
동사는 2Q24말 기준 약 2,060억원의 현금성자산을 보유하고 있고, 12분기 평균 130억원 대의 잉여현금흐름이 발생하고 있다. 이를 활용하여, 앞으로도 꾸준히 M&A 기회를 모색할 것으로 예상된다.

그림 208. 파마리서치바이오 매출 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 209. CTC바이오 지분율



자료: 미래에셋증권 리서치센터

실적추정 및 밸류에이션

실적 추정

동사의 2024년 매출액은 3,353억원(28% YoY)을 기록할 것으로 예상된다. 의료기기는 전년 대비 28% 증가한 1,742억원을 기록할 것으로 기대된다. 의료기기의 성장을 이끄는 것은 역시 리쥬란이다. 국내시장의 견조한 성장에 해외 확장이 지속되고 있다. 빠르면 하반기에 멕시코와 대만 출시가 진행될 수도 있는데, 이 경우 추가 실적개선이 가능할 수 있다.

화장품은 전년 대비 29% 증가한 777억원을 기록할 것으로 보인다. 리쥬란의 진출국가 확대와 함께 K-Beauty 확산의 수혜가 이어질 것으로 예상된다. 의약품은 전년 대비 30% 증가한 710억원을 기록할 것으로 예상된다. 판가가 높은 200단위 특신 비중이 높아지며 외형성장을 견인하고 있다. 또한, 국내 시장에서도 PDRN 의약품인 플라센텍스의 적응증이 확장(정형외과, 화상, 욕창, 척추관 협착증, 추간판 탈출증 등)되고 있는 것도 긍정적이다.

영업이익은 전년 대비 35% 증가한 1,245억원을 기록할 것으로 예상된다. 영업 레버리지 효과가 발생하며 영업이익률은 37.1%로 전년 대비 1.8%p 개선될 것으로 보인다. 판관비 중 가장 빠르게 증가하고 있는 것은 인건비다. 외형성장과 함께 신규 채용이 증가하며, 전체 임직원 수가 2021년 말 277명에서 2024년 상반기 말 423명으로 빠르게 증가하고 있다. 이로 인해 2021년 140억원이었던 인건비가 2024년에는 265억원까지 증가할 것으로 예상된다. 회사 성장에 따른 채용으로 실적에 부담을 주는 수준은 아니다.

표 28. 분기별 실적 전망 표

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출액	55.4	66.8	68.8	70.0	74.7	83.3	86.2	91.1	261.0	335.3	390.1
의약품	12.3	13.5	15.0	13.7	16.3	18.1	18.6	18.0	54.5	71.0	75.5
의료기기	27.6	34.6	37.1	36.8	38.4	43.0	45.0	47.9	136.1	174.2	207.3
화장품	13.9	16.8	14.0	15.3	17.7	19.9	19.5	20.6	60.0	77.7	92.3
기타	1.7	1.8	2.7	4.1	2.3	2.3	3.0	4.7	10.3	12.4	15.0
영업이익	20.7	23.6	27.5	20.4	26.7	30.8	32.4	34.6	92.3	124.5	146.4
순이익(지배)	17.7	16.7	26.7	15.4	17.2	31.5	26.8	28.7	76.6	104.2	123.1
매출 성장률(%)	22.5	34.4	49.0	30.5	34.8	24.7	25.3	30.3	34.0	28.5	16.3
의약품	2.0	22.6	32.9	22.0	32.7	33.7	24.2	31.0	19.5	30.2	6.3
의료기기	21.8	41.2	62.0	15.3	39.0	24.2	21.3	30.0	33.4	28.0	19.0
화장품	56.3	68.3	32.0	71.3	27.7	18.1	39.8	34.0	56.2	29.4	18.8
기타	0.1	-56.5	94.9	179.5	38.5	28.4	11.0	15.7	18.5	20.4	20.9
영업이익률 (%)	37.4	35.4	40.0	29.1	35.7	36.9	37.6	38.0	35.3	37.1	37.5
순이익률 (지배, %)	33.1	22.7	41.0	22.2	24.5	39.0	32.0	32.5	29.6	32.2	32.5

자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

목표주가 26만원 및 매수의견으로 조사분석 개시

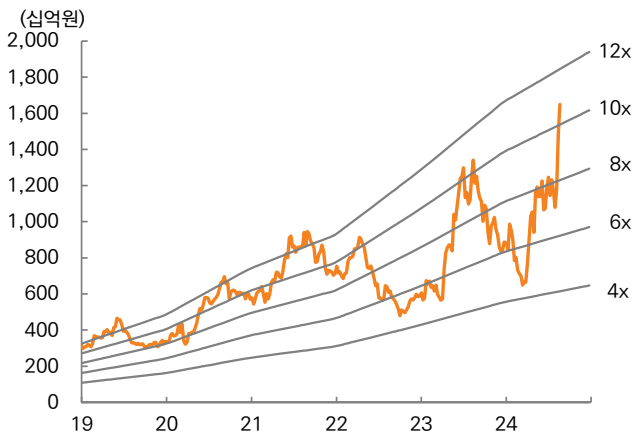
목표주가 26만원과 매수의견으로 동사에 대한 조사분석을 개시한다. 동사의 목표주가는 동사의 역사적 고점인 P/E 23배를 적용하였다. 투자의견은 상승여력이 43%인 점을 고려하여 매수로 제시한다. 현 주가는 12개월 FWD P/E 기준 17배로 글로벌 Peer(17배)와 유사하나, 동사의 지난 3년 평균(14배) 대비 고평가되고 있다.

표 29. 목표주가 산정

항목	수치	비고
순이익 (십억원)	117	12개월 선행 순이익
목표 P/E (배)	23.1	역사적 고점 밸류에이션
주식가치 (십억원)	2,698	
주식수 (천주)	10,333	2Q24말 기준 유통주식수
목표주가(원)	261,000	
현재주가(원)	182,000	8월 21일 종가
상승여력	43%	

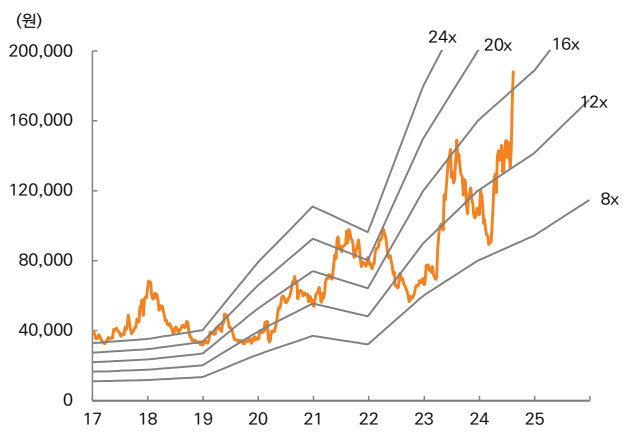
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 210. 12개월 선행 EV/EBITDA 밴드 차트



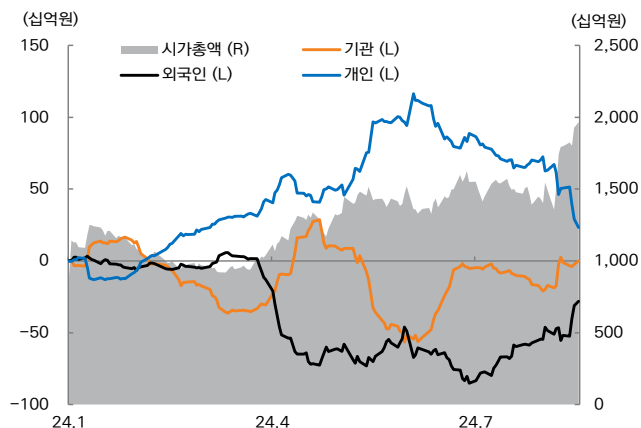
자료: QuantWise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 211. 12개월 선행 P/E 밴드 차트



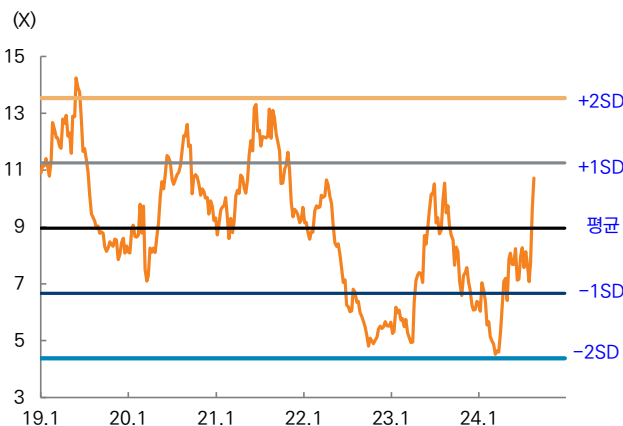
자료: QuantWise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 212. 투자자별 순매수량 vs. 시가총액 추이



자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 213. 12개월 선행 EV/EBITDA와 표준편차



자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

표 30. 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	29,723	13.0	20.6	20.6	-	51.5	32.2	130.0	5.0	4.4	-	24.0	21.3	5,379	6,159	6,924
휴젤	3,598	36.8	40.2	42.3	28.1	28.4	22.5	9.1	9.5	8.1	14.4	19.3	16.0	320	379	447
클래시스	3,200	49.8	51.5	52.8	35.8	30.9	25.4	15.7	13.7	11.2	29.3	25.1	20.1	180	233	286
파마리서치	1,926	35.3	37.1	37.8	20.7	19.2	15.4	6.3	5.8	4.8	8.3	13.1	11.0	261	335	401
Inmode	1,763	39.8	33.1	35.9	9.0	8.5	7.3	3.2	3.1	2.9	5.8	4.1	3.6	643	582	627
Establishment Labs	1,636	(39.4)	(20.2)	(4.8)	-	-	-	7.9	7.0	5.1	-	-	-	216	241	330
메디톡스	1,475	7.8	18.8	26.9	384.0	33.7	22.9	5.5	5.6	4.8	-	22.1	14.8	221	265	307
비올	540	52.5	55.2	54.0	25.0	17.6	14.4	12.7	9.0	6.6	18.9	13.8	10.7	43	60	81
원텍	532	39.8	38.4	39.3	18.4	12.4	8.6	4.9	4.1	2.9	18.6	9.4	6.5	116	128	182
AirSculpt Tech	321	4.8	(0.2)	4.2	106.6	79.1	19.3	1.2	1.3	1.2	16.5	12.4	9.4	256	253	282
Sisram Medical	249	11.2	9.3	10.2	5.9	5.3	7.2	0.5	0.7	0.6	5.6	4.8	4.2	469	391	436
Beauty Health	242	(32.9)	(11.5)	1.8	-	-	-	0.5	0.5	0.5	-	-	15.6	520	465	502
한스바이오메드	140	(5.3)	-	-	-	-	-	1.6	-	-	99.1	-	-	78	-	-
전체 평균		16.4	22.7	26.8	70.4	28.7	17.5	15.3	5.4	4.4	24.0	14.8	12.1	669.3	791.0	900.4

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

리스크

재무 리스크

현금흐름이 우수하여 2021년부터 매년 400억원 이상의 잉여현금흐름을 발생시키고 있으며, 부채비율도 2024년 상반기말 기준 18%에 안정적인 재무구조를 구축하고 있다. 현금성자산은 매년 증가하여 2024년 상반기말 기준 2,000억원 이상의 현금성자산을 보유하고 있다. 2022년부터 재고자산과 매출채권이 증가하면서 운전자본이 증가하고 있지만, 매출액 대비 회전율이 낮아진 것은 아니라 크게 우려할 사항은 아닌 것으로 보인다.

사업 리스크

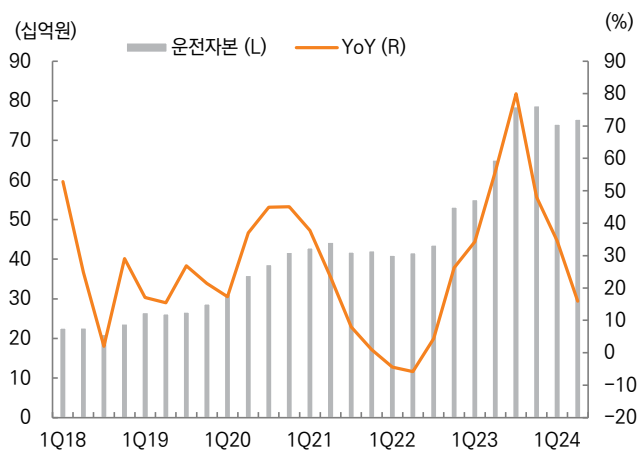
동사는 리쥬란을 중심으로 화장품과 특신, 미용기기까지 제품 포트폴리오를 다각화하여 종합 에스테틱 기업으로 성장하고자 한다. 대표제품인 리쥬란은 작년부터 경쟁제품이 시장에 등장하고 있어, 경계가 필요하지만 아직 동사와 격차가 확연하다. 단기적으로 경쟁에 의한 실적 우려는 제한적으로 보인다. 다만, 여전히 내수비중이 높은 것은 단점이다. 해외수출이 확대되고 있으나 가장 큰 미국시장 진출이 최소 5년 이후로 예정되어 있는 것은 아쉽다.

화장품은 상대적으로 경쟁이 큰 사업이나, 리쥬란과 연계 마케팅이 차별화 포인트다. 리쥬란의 해외 수출 지역이 확대되고 있어, 이로 인한 수혜가 가능하다. 특신은 수요는 증가하고 있으나, 생산캐파 증설이 2025년 말에나 가능하다는 것이 아쉽다. 관절강 주사인 콘쥬란은 급여기준 변경이 예정되어 있다는 것도 잠재 리스크 요인이다.

주가 리스크

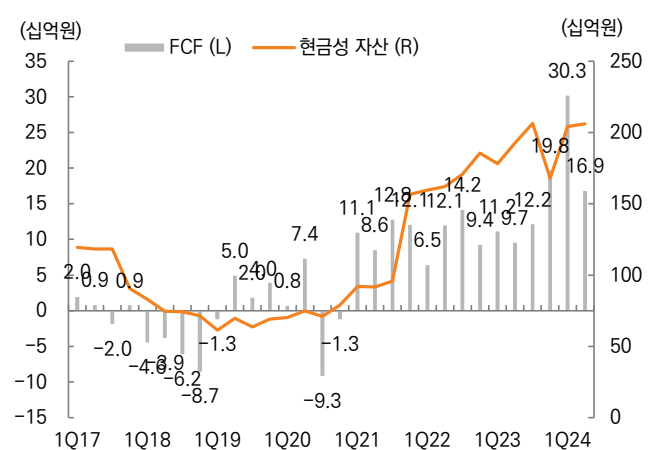
동사의 현재 주가는 12개월 선행 P/E 17배 수준으로 지난 3년 평균(14배)대비 고평가되고 있으나, 글로벌 Peer(17배) 대비 크게 부담스러운 수준은 아니다. 규모가 크지는 않지만, 2024년 상반기 말 기준 전환사채와 신주인수권부사채를 각각 213억원과 103억원을 보유하고 있다. 또한, 약 430억원을 투자하여 경영권 확보와 사업적 시너지를 위해 CTC바이오 최대주주에 올라섰으나, CTC바이오 기존 주주의 반발로 당초 계획이 지연되고 있다.

그림 214. 운전자본 추이



자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 215. FCF 추이



자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

기업소개

동사는 연어 생식세포에서 추출한 DNA를 정제한 물질인 PDRN/PN을 활용해 사업화하는 기업이다. 지난 10년간 30%의 고성장을 거듭하며 2023년 매출액 2,600억원을 넘어섰다. 매출총이익률이 높고, 큰 비용이 들지 않아 지난 4년 평균 33%의 높은 영업이익률을 기록하고 있다.

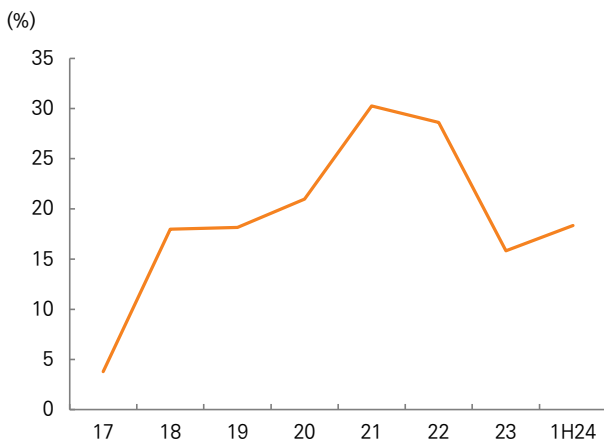
PDRN/PN은 인체 고유의 자가재생 매커니즘을 활성화 및 촉진시키는 물질로 의약품, 의료기기, 화장품 등에 활용될 수 있다. PDRN은 인체 세포에 상시 존재하며 생리적으로 섬유아세포(fibroblast)의 재생 및 대사 활성을 자극하여 최상의 컨디션을 유지할 수 있도록 돕는다. 대표적인 작용은 세포 생성 촉진과 각종 성장인자 분비 촉진이다. 이를 활용하여 염증완화, 상처치료, 신혈관생성에 도움을 줄 수 있으며 주로 의약품에 활용된다.

한편, PN은 PDRN보다 핵산 체인의 길며, PDRN보다 분자량이 크고 점성이 있는 물질이다. 고분자량의 물리적인 성질과 수화(hydration) 작용을 통한 3D 겔 형성으로 지지체 특성을 나타내 의료기기 원재료로 사용된다.

동사는 2001년 의약품 및 의료기기 개발 및 인허가 등록 컨설팅 서비스로 창업하여 의약품 유통업으로 확장하였다. 2007년 이탈리아 마스텔리사의 PDRN 제품인 '플라센텍스주'의 국내 유통을 담당하였다. 이후 KIST 강릉분원 천연물 연구소와의 공동연구를 통해 2008년 연어 생식세포의 DNA를 적정 크기로 분절하여 최적화하는 DOT(DNA Optimizing Technology) 기술을 확보하였다.

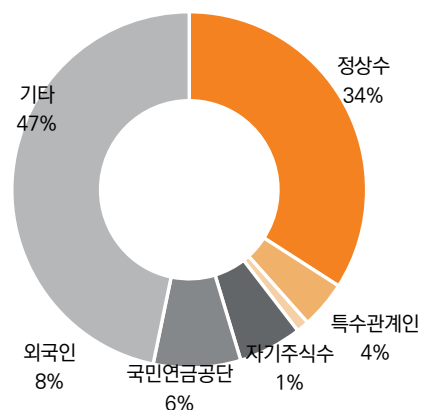
현재 PDRN 추출 기술 특허권은 마스텔리에 있고, 특허 실시권은 파마리서치에 있다. 2014년 리쥬란, 2015년 리쥬비넥스 등을 발매하면서 PDRN/PN 기반 종합 에스테틱 솔루션 기업으로 성장하고 있다.

그림 216. 부채비율



자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 217. 지분율

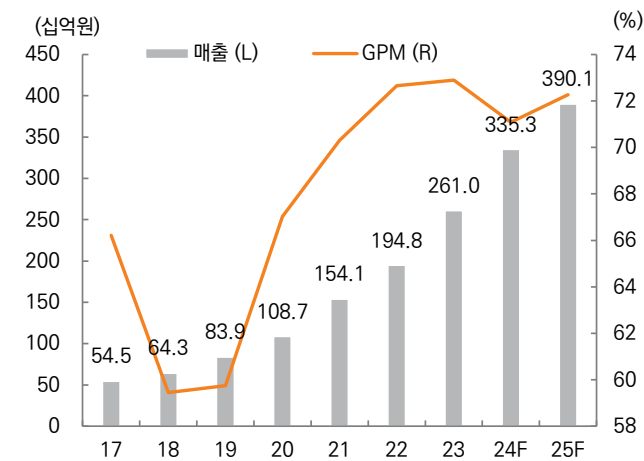


자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

동사는 핵심원료부터 완제품까지 자체 생산할 수 있는 역량을 갖추고 있다. 원자재인 연어는 양양 연어사업소로부터 확보하고 있다. 안정적인 원재료 수급을 위해 양양 연어사업소와 자원 공동개발 계약을 맺고, 지역특화산업육성, 광역경제권선도산업육성 과제에 참여하고 있다. 또한, GMP 인증 공장으로 강릉본사에 1공장(2013년)과 2공장(2019년), 파마리서치 바이오의 보툴리눔 독신 생산 공장을 보유하고 있다.

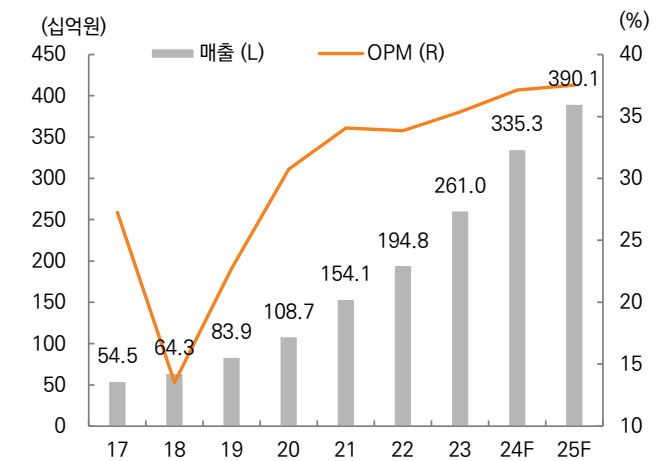
동사는 크게 4가지 사업부문이 있다. 의료기기 사업은 PN을 활용한 스킨부스터 리쥬란과 관절강 주사인 콘쥬란, 그리고 필러가 주력 포트폴리오다. 의약품 사업은 주로 의약품 유통이 핵심 비즈니스모델이었으나, 18년 인수한 특신사업이 빠르게 성장하고 있다. 화장품 사업은 리쥬란과 연계된 프리미엄 화장품을 판매하고 있다. 마지막으로 가정용 미용기기 사업이 포함된 기타사업이 있다.

그림 218. 매출 및 매출총이익률 추이



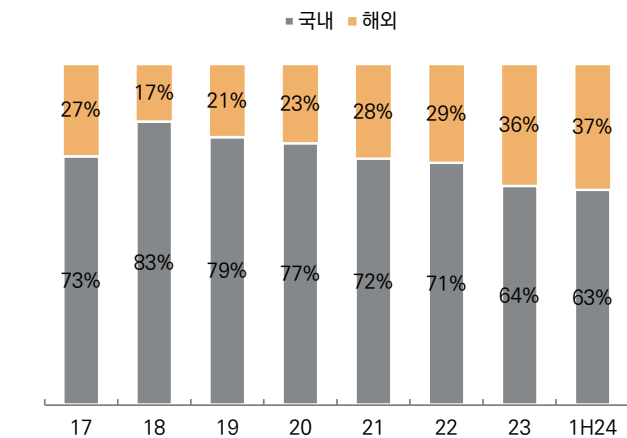
자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 219. 매출 및 영업이익률 추이



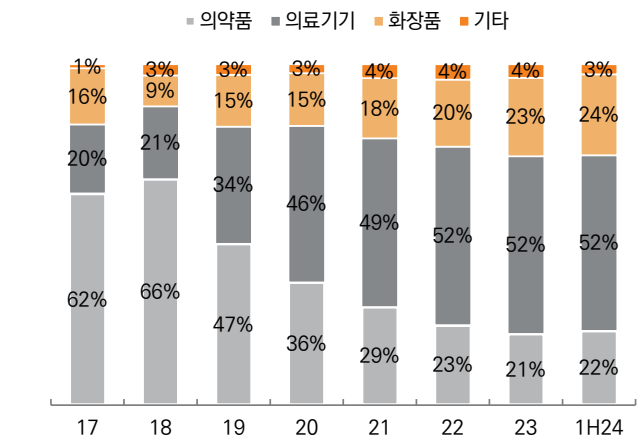
자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 220. 지역별 매출 비중 추이



자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 221. 품목별 매출비중 추이



자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

파마리서치 (214450)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	261	335	390	463
매출원가	71	97	108	128
매출총이익	190	238	282	335
판매비와관리비	98	114	136	160
조정영업이익	92	124	146	175
영업이익	92	124	146	175
비영업손익	9	9	13	18
금융손익	4	7	12	18
관계기업등 투자손익	1	3	0	0
세전계속사업손익	101	133	159	193
계속사업법인세비용	23	25	32	39
계속사업이익	77	108	127	154
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	77	108	127	154
지배주주	77	104	123	150
비지배주주	1	4	4	5
총포괄이익	79	108	127	154
지배주주	78	102	120	145
비지배주주	1	6	7	9
EBITDA	104	138	159	187
FCF	53	113	119	151
EBITDA 마진율 (%)	39.8	41.2	40.8	40.4
영업이익률 (%)	35.2	37.0	37.4	37.8
지배주주귀속 순이익률 (%)	29.5	31.0	31.5	32.4

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	65	136	127	159
당기순이익	77	108	127	154
비현금수익비용가감	28	37	32	33
유형자산감가상각비	8	10	10	10
무형자산상각비	4	4	3	3
기타	16	23	19	20
영업활동으로인한자산및부채의변동	-31	8	-13	-8
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	0	3	-9	-7
재고자산 감소(증가)	-28	-7	-12	-13
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	11	1	2
법인세납부	-17	-25	-32	-39
투자활동으로 인한 현금흐름	-45	-18	-19	-22
유형자산처분(취득)	-12	-23	-8	-8
무형자산감소(증가)	-1	-2	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	8	3	-11	-14
기타투자활동	-40	4	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-26	2	-10	-9
장단기금융부채의 증가(감소)	-32	0	0	0
자본의 증가(감소)	18	5	0	0
배당금의 지급	-8	0	-10	-10
기타재무활동	-4	-3	0	1
현금의 증가	-6	119	95	122
기초현금	73	67	187	282
기말현금	67	187	282	404

자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

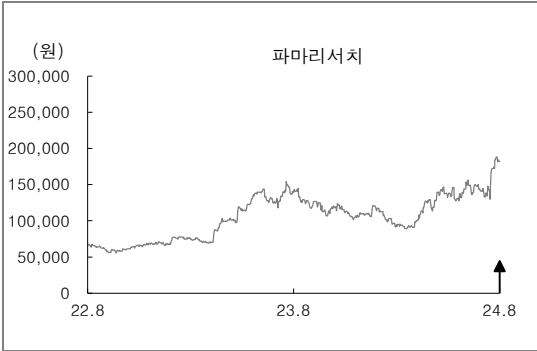
(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	256	379	507	665
현금 및 현금성자산	67	187	282	404
매출채권 및 기타채권	34	34	44	52
재고자산	50	57	69	82
기타유동자산	105	101	112	127
비유동자산	279	289	288	289
관계기업투자등	17	21	24	29
유형자산	123	137	135	133
무형자산	32	30	27	25
자산총계	535	667	795	955
유동부채	66	93	103	116
매입채무 및 기타채무	18	42	48	57
단기금융부채	33	32	33	33
기타유동부채	15	19	22	26
비유동부채	7	9	10	11
장기금융부채	1	2	2	2
기타비유동부채	6	7	8	9
부채총계	73	102	113	128
지배주주지분	433	533	646	786
자본금	5	5	5	5
자본잉여금	175	181	181	181
이익잉여금	261	355	469	608
비지배주주지분	29	33	37	41
자본총계	462	566	683	827

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	14.6	18.4	15.7	12.9
P/CF (x)	10.7	13.2	12.1	10.3
P/B (x)	2.6	3.6	3.0	2.4
EV/EBITDA (x)	10.2	12.4	10.1	7.9
EPS (원)	7,481	10,018	11,775	14,323
CFPS (원)	10,268	13,913	15,246	17,934
BPS (원)	42,415	51,415	62,251	75,636
DPS (원)	950	950	950	950
배당성향 (%)	12.5	9.1	7.7	6.4
배당수익률 (%)	0.9	0.5	0.5	0.5
매출액증가율 (%)	34.0	28.5	16.3	18.8
EBITDA증가율 (%)	36.2	32.3	15.6	17.6
조정영업이익증가율 (%)	40.0	34.9	17.6	19.7
EPS증가율 (%)	86.4	33.9	17.5	21.6
매출채권 회전율 (회)	8.2	11.0	11.3	10.8
재고자산 회전율 (회)	7.0	6.3	6.2	6.1
매입채무 회전율 (회)	22.3	12.5	8.1	8.4
ROA (%)	15.2	18.0	17.4	17.6
ROE (%)	19.7	21.6	20.9	20.9
ROIC (%)	35.0	47.5	55.9	64.8
부채비율 (%)	15.8	18.0	16.5	15.4
유동비율 (%)	389.2	407.2	494.2	573.5
순차입금/자기자본 (%)	-21.0	-44.0	-51.8	-59.1
조정영업이익/금융비용 (x)	30.9	44.8	57.6	68.3

투자의견 및 목표주가 변동추이

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



* 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 약화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	
매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)	

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
79.52%	12.05%	8.43%	0%

* 2024년 06월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

<ul style="list-style-type: none">- 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.
<p>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.</p>