

파마리서치 (214450)

시동 제대로 걸었습니다

2024년 8월 8일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	240,000 원 (상향)
✓ 상승여력	43.8%	✓ 현재주가 (8월 7일)	166,900 원

신한생각 시장의 모든 의심 불식, 성장은 이제 시작

의료기기 사업부, 해외향 화장품, 수출 특신의 역대 최대 매출 달성을 바탕으로 2Q24 분기 최대 실적 달성 및 시장 예상치 상회. 트렌드 지표와 실적의 연동 여부 증명. 특정 국가에 대한 의존도 및 국내 제네릭 출시로 인한 점유율 이탈, 콘쥘란 급여 축소 등 우려도 불식. 내수 사업부마저 '방한 외국인 환자'를 바탕으로 호실적 기록하며, 글로벌 브랜드 인지도 상승 및 스킨부스터 시장의 개화 구간 본격 시작 판단

2Q24 매출액 833억, 영업이익 308억원 기록

리쥘란 내수는 외국인 환자 시술 증가 및 국내 1위 사업자 지위 공고히 하며 최대 분기 실적 경신. 수출은 레코드 하이 기록했던 수출입 데이터 그대로 반영된 116억원 기록. 수출향 화장품 사업부는 기존 비중 높던 중국 외 일본, 동남아향 성장세로 전년 동기 대비 58% 성장한 120억원 기록. 내수향 화장품 사업부는 외국인 관광객의 소비 행태 변화로 면세점 매출 감소했으나, 올리브영 채널 성장세가 방어. 수출향 특신 매출은 200유닛 제품 비중 증가하며 전년 동기 66% 증가한 85억원 기록. 최소 내년 국가출하승인 예정으로 '리쥘란'과 번들 판매 가능. 300억원 규모 특신 Capa 증설 중, 25년 연말 GMP 허가 및 가동 예정 (기존 200억원 Capa)

Valuation & Risk

24F 지배 순이익 955억원으로 상향, 목표 주가수익비율(PER) 25배 적용하며 목표주가 240,000원으로 상향. 트렌드 및 소비자 지표 전부 최대치 경신 중인 상황에서 2Q24 실적의 증명이 중요했던 상황. '리쥘란' 브랜드 인지도를 바탕으로 의료기기, 화장품, 특신 사업부 모두 고성장. 작년 하반기 글로벌 트렌드 증가 구간의 12개월 선행 PER은 21배. 지금 구간은 다변화된 국가 내 전 사업부 성장 중으로, 25배 적용 가능 판단

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	18.2	20.1	3.4	11.3	0.6
2025F	429.2	156.6	121.0	14.4	21.1	2.8	8.8	0.6
2026F	532.2	193.2	149.7	11.7	21.4	2.3	6.6	0.6

자료: 회사 자료, 신한투자증권

[헬스케어]

정희령 연구원

✉ hr.jung@shinhan.com

엄민용 연구위원

✉ my.eom@shinhan.com

Revision

실적추정치	상향
Valuation	상향

시가총액	1,744.6십억원
발행주식수(유동비율)	10.5백만주(59.4%)
52주 최고가/최저가	166,900 원/89,100 원
일평균 거래액 (60 일)	30,642 백만원
외국인 지분율	8.0%

주요주주 (%)

정상수 외 9 인	38.4
국민연금공단	5.8

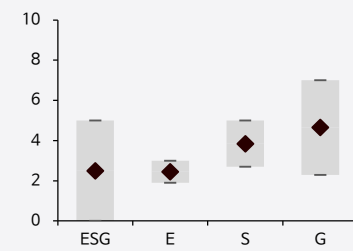
수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	19.9	23.7	20.3	50.9
상대	35.7	44.0	44.4	77.2

주가



ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



I. 2Q24 Review

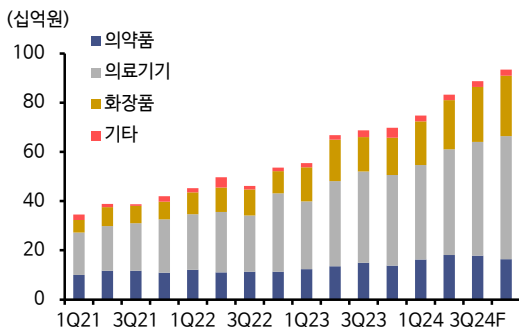
2Q24 매출액 833억원, 영업이익 308억원 기록

파마리서치의 2Q24 매출액은 전년동기대비(YoY) +25% 증가한 833억원, 영업이익은 YoY +30% 증가한 308억원, 영업이익률(OPM) 37%를 기록했다. 매출액, 영업이익 모두 분기 최대 실적 기록 및 시장 예상치를 상회하는 호실적을 보였다. 의료기기, 화장품, 특신 사업부까지 '리쥘란'의 오리지널리티를 바탕으로 성장했다. '트렌드가 숫자로 이어짐'을 완벽하게 증명해낸 분기 실적이었다.

파마리서치 분기 실적 추이 및 전망											
(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	3Q24F	4Q24F	23	24F	25F
매출액	55.4	66.8	68.8	70.0	74.7	83.3	88.8	93.5	261.0	340.2	429.4
YoY	22.5	34.4	49.0	30.5	34.8	24.7	29.0	33.6	34.0	30.3	26.2
의약품	12.3	13.5	15.0	13.7	16.3	18.1	17.8	16.4	54.5	68.7	81.6
YoY	2.0	22.6	32.9	22.0	32.7	33.9	19.0	19.6	19.5	25.9	18.9
의료기기	27.6	34.6	37.1	36.8	38.4	43.0	46.2	49.9	136.1	177.4	228.2
YoY	21.8	41.2	62.0	15.3	39.0	24.1	24.5	35.6	33.4	30.3	28.6
화장품	13.9	16.8	14.0	15.2	17.7	19.9	22.3	24.6	59.9	84.5	109.0
YoY	56.3	68.3	32.0	69.3	27.7	18.2	59.7	62.0	55.8	41.2	29.0
기타	1.7	1.8	2.7	4.1	2.3	2.3	2.4	2.5	10.3	9.6	10.6
YoY	0.1	(56.5)	94.9	179.8	38.5	(20.0)	5.0	5.0	18.6	(6.9)	10.3
매출총이익	40.4	49.9	50.6	49.4	51.8	59.3	65.1	67.3	190.3	243.4	307.9
YoY	26.6	38.9	49.6	23.8	28.1	18.9	28.7	36.2	34.4	28.0	26.5
GPM	72.9	74.6	73.5	70.6	69.3	71.1	73.4	72.0	72.9	71.6	71.7
영업이익	20.7	23.7	27.5	20.4	26.7	30.8	35.1	34.1	92.3	126.6	156.9
YoY	36.1	36.0	66.5	21.5	28.6	30.1	27.7	67.3	40.0	37.3	23.9
OPM	37.4	35.4	40.0	29.1	35.7	36.9	39.6	36.5	35.3	37.2	36.5
당기순이익	17.7	16.7	26.7	15.4	17.2	25.3	30.6	22.4	76.6	95.5	123.6
YoY	89.9	66.0	53.3	309.8	(2.6)	51.3	14.5	45.1	88.6	24.7	29.4
NPM	31.9	25.0	38.8	22.0	23.1	30.4	34.5	23.9	29.3	28.1	28.8

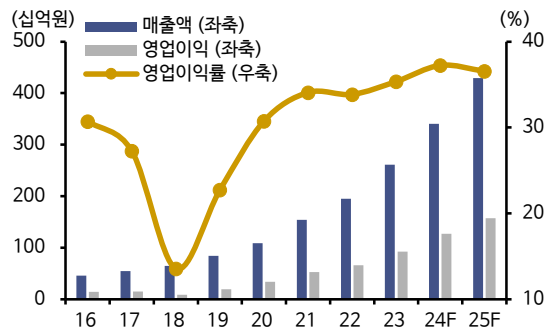
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

파마리서치 사업부별 매출 추정



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

파마리서치 연간 실적 추정



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

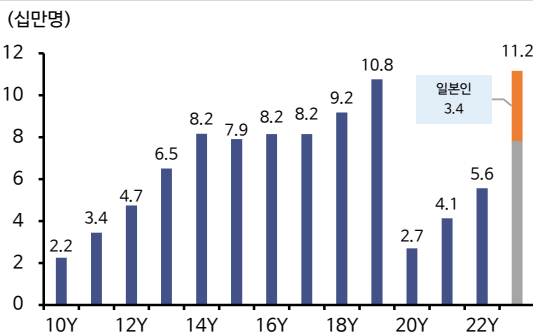
II. 사업부별 실적 체크포인트

1. 의료기기 사업부; 매출액 430억원 (YoY +24.1%)

내수향 의료기기 사업부 매출액은 YoY +36% 증가한 314억원으로, 전 사업부 내 가장 큰 성장률을 기록했다. 이는 1) 외국인 환자 수요 증가, 2) 미국 Medspa 향 간접 수출 물량 일부 추정, 3) 내수 수요 방어 (제네릭향 이탈률 낮음)에 기인한다. 따라서, 2Q24의 내수 매출 성장은 '외국인 환자'에 주목해야 한다.

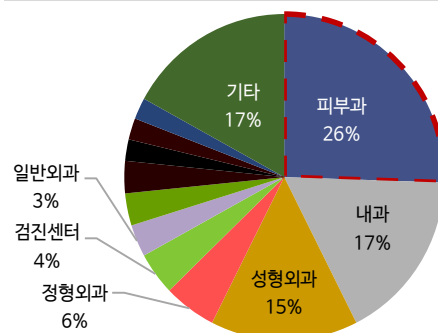
작년 보건복지부에서 발표한 '외국인 환자 유치 실적 보고서' 내 2023년 연간 외국인 환자 수는 연간 112만명으로, 코로나 이전의 최고점을 이미 뛰어넘었다. 그 중 '일본' 환자는 34만명으로 비중 1위를 차지하고 있다. 코로나 이전 비중 1위국은 중국이었던 점을 고려 시, 일본 환자의 방문수는 가파르게 증가하고 있다. 국내 병원을 방문하는 절반 이상 (50.5%)의 일본인은 피부과를 방문한다. 이로 인해 코로나 이전 대비 진료과별 외국인 환자도 피부과의 증가세가 가장 높았다. (2019년 14.4% → 2023년 35.2%) 2023년, 일본 시술 플랫폼 내 '크로스보더' 서비스 (일본 현지 플랫폼으로 한국 피부과 시술 예약 가능한 서비스)의 매출은 전년 대비 평균 8배 증가했다.

연도별 외국인환자수 추이



자료: 보건복지부, 신한투자증권

2023년 진료과별 외국인환자 현황



자료: 보건복지부, 신한투자증권

'트리뷰' 어플 내 다수 검색된 시술 '리쥬란'



자료: 리뷰, 신한투자증권/ 참고: 리쥬란 일본명 '리쥬란'

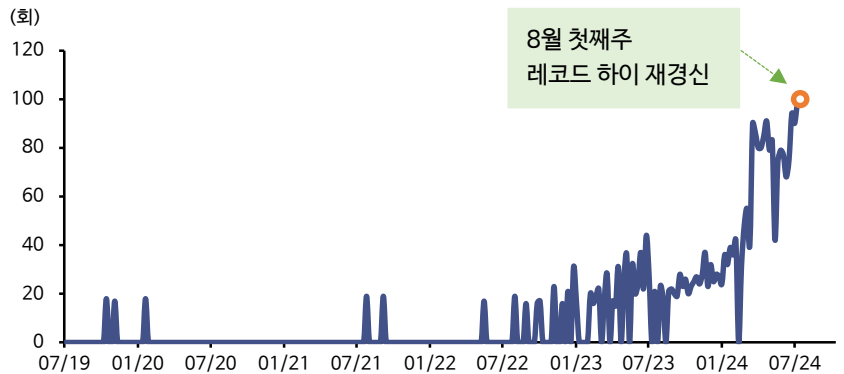
일본 1위 사업자 리뷰 내 '크로스보더 서비스'



자료: 리뷰, 신한투자증권

국내 대형 피부과의 일부 물량이 간접 수출 형식으로 Medspa향 판매가 진행되고 있음을 추정한다. 미국향 ‘리쥬란’ 구글 트렌드는 8월 첫째주까지도 최고 기록을 재경신 중이다. 인플루언서 언급으로 인한 일시적인 관심에서 그치지 않고 꾸준히 성장 중이다. FDA 승인 허가 진행 전임에도 브랜드 인지도를 쌓아가고 있다는 점에 주목해야 한다.

Rejuran 미국 내 구글 트렌드 추이

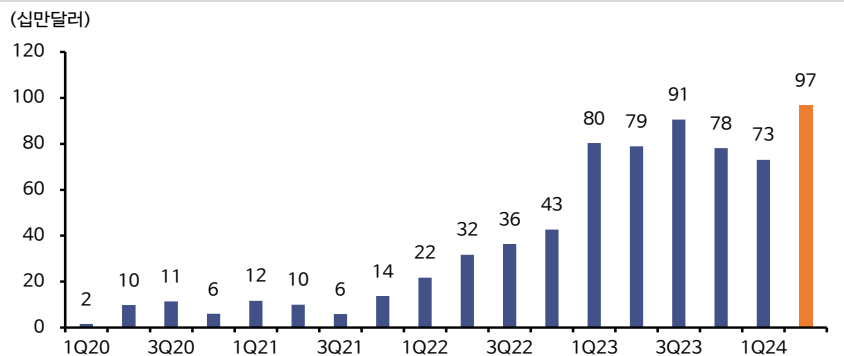


자료: Google trend, 신한투자증권

해외향 의료기기 매출액은 116억원을 기록했다. 역시 역대 분기 최대 실적이다. 2Q24의 수출입 데이터가 그대로 반영된 실적이다. 태국 의존도가 높던 작년 하반기와는 다른 양상이다. 2022년 승인허가를 받은 태국 ‘리쥬란’은 런칭 초기 진행된 임상 컨퍼런스, B2C 마케팅 등으로 인해 관심도 및 수출 물량이 크게 증가했었다. 이후 출시 초반의 재고 확보 등의 이유로 QoQ 매출액이 급감하며 시장은 지표의 지속성에 대한 의심을 가져왔다.

이번 2Q24 해외향 의료기기 매출액은 특정 국가에 의존한 실적이 아니다. 수출입 데이터 및 실적 모두 수출국이 다변화된 그림을 보여준다. 글로벌 내 ‘리쥬란’ 트렌드 증가 및 스킨부스터 시장의 개화 구간이다. 이는 8/15 발표될 7월 수출입 데이터 확정치를 통해서도 확인 가능할 것으로 전망한다.

파마리서치 분기별 수출입데이터 추이



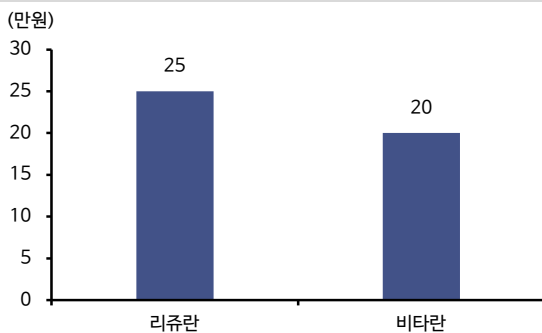
자료: Trass, 신한투자증권

의료기기 사업부 내 존재했던 우려점 2가지도 이번 분기를 지나며 불식 가능성을 판단한다. 1) 국내 제네릭 출시로 인한 점유율 이탈은 브랜드 ‘오리지널리티’ 고려 시 시기상조이며, 회사는 임상 데이터를 쌓아가며 이를 방어 중이다. 2Q24 분기 R&D 비용은 약 40억원으로 추정된다. 전 분기 대비 약 10억원을 추가 사용한 것으로 파악된다.

기존 리쥔란 및 제네릭 등은 ‘눈꼬리주름’ 임상을 통해 안면부 주름까지 적응증 허가를 받은 상황이다. 현재 파마리서치는 리쥔란의 안면부 전체 사용에 대한 임상적 근거 마련 중으로, 각 부위에 대한 임상 시험을 실시 중이다. 1) 스킨부스터 품목은 리쥔란 및 주베룩의 동반 성장으로 인해 시장 개화가 시작되고 있는 점, 2) 제네릭 대비 인지도 및 임상 데이터에 우위를 갖고 있는 상황에서 1회 시술 당 가격 차이는 약 5만원 내외에 불과한 점 고려 시 국내 점유율 이탈은 과한 우려임을 판단한다.

2) 콘쥔란의 급여 축소 시행은 7월부터 예정되어 있으나, 현재 시행 진행이 이뤄지지 않고 있다. 기존 급여 축소 내용은 환자 부담률을 80%에서 90%로 인상, 총 5회 사이클(1회 사이클; 6개월 기간 동안 총 5번 투약)에 대한 급여 인정을 1회 사이클로 축소였다. 이로 인해 내수향 콘쥔란 매출 감소에 대한 우려가 존재했던 상황에서 기존 심평원 및 보건복지부에서 예고했던 7월 시행은 진행되지 않고 있다. 하반기까지 큰 변화 없이 사업 유지 가능할 것으로 판단되며, 급여 축소의 시행이 이뤄지더라도 가치분 신청 및 행정 소송 진행 예정으로 단시간 내 매출 감소 영향은 존재하지 않을 것으로 판단한다.

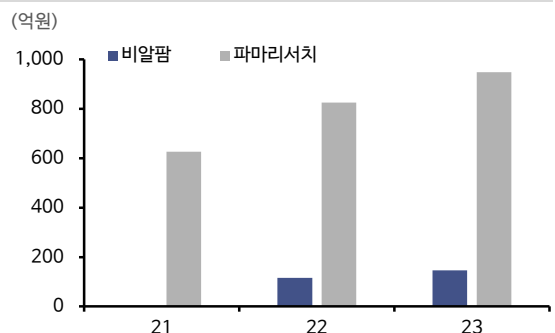
리쥔란 오리지널 및 제네릭 제품 가격 비교



자료: 톡스앤필, 신한투자증권

참고: 정확한 비교를 위해 동일 지점 내 시술 가격을 비교

비알팜 및 파마리서치 매출액 추이 비교



자료: 회사 자료, 신한투자증권

참고: 내수향 의료기기 매출 기준

2. 화장품 사업부; 매출액 199억원 (YoY +18.2%)

리쥬란 제품의 성장을 바탕으로 화장품 사업부의 매출 성장세도 거세다. 수출 화장품 사업부 매출은 YoY + 58% 성장한 120억원을 기록했다. 기존 비중이 높았던 중국 외 일본 및 동남아향 성장이 컸으며, 일본의 기여도가 높았던 것으로 추정된다. 국내 방한 및 현지 내 시술 경험자로부터 시작된 브랜드 인지도가 화장품 구매까지 이어지고 있는 상황이다.

일본 현지 내 연간 오프라인 입점 개수 목표인 100개는 상반기 내 달성, 하반기 추가 입점을 준비 중이다. 수요가 가파르다. 주목해야 할 것은 큐텐 메가와리 실적이다. 홈페이지 집계 판매량 기준으로 10일간 약 '20억원'이 판매되었음을 알 수 있다. 큐텐 메가와리향 판매 금액 중 이번 분기 실적으로 반영된 금액은 약 3억원으로 추정된다. 이는 1) 납품가 기준 인식, 2) 기존 재고 소진에 기인한다. 일본 온라인향 매출 성장 고려 시 특정 프로모션 기간을 제외하고도 꾸준히 판매가 이뤄지고 있음이 파악 가능하다. 또한, 대리점 내 재고 소진으로 인해 3분기 메가와리 행사 내 2분기와 동일 금액 판매만 되더라도 화장품 사업부 실적의 QoQ 성장이 가능한 상황이다. 일본 시장에 대한 주목이 필요하다.

일본 구글트렌드 리쥬란 검색어 추이



자료: Google trend, 신한투자증권

2Q24 큐텐 메가와리 리쥬란 판매 순위 및 금액



자료: 큐텐 Japan, 신한투자증권

화장품 내수 매출은 79억원으로, QoQ 소폭 감소하는 모습을 보였다. 기존 내수 화장품 매출의 면세점 및 올리브영 채널 비중은 5:5였으나, 외국인 관광객의 소비 행태 변화로 인해 면세점 매출의 일부 감소가 추정된다. 면세 채널 내 감소분은 올리브영 증가분으로 방어했다. 2023년 연간 올리브영 내 사후 면세 혜택을 받은 구매건은 약 370만건, 외국인 매출은 YoY +660% 증가했다. 관광지식정보 시스템 통계 관찰 시 1H24 국내를 방문한 외국인들 10명 중 7명은 올리브영을 방문했음을 알 수 있다.

결국 1) 화장품 사업부의 내수 시장 매출 또한 '외국인 방문객' 판매 비중이 증가 중이며, 2) 관광객 소비 행태 변화로 인해 올리브영 채널 판매 비중이 성장하고 있다. 하반기를 지나며 작년 홈쇼핑 채널 중단으로 인한 매출 감소분도 회복할 수 있을 것으로 전망한다.

2. 의약품 사업부; 매출액 181억원 (YoY +33.9%)

2Q24 해외향 의약품 사업부 매출액은 YoY +66% 성장한 85억원을 기록했다. 현재 해외향 의약품 매출은 전부 독신이다. 파마리서치는 2019년 보툴리눔 독신 '리엔톡스'에 대한 수출허가를 취득했다. 이번 분기 매출액의 급격한 성장은 200 유닛 매출 증가세에 기인한다. 기존 파마리서치 독신의 연간 Capa는 매출액 기준으로 200억원이다. 다만 이는 100 유닛 기준으로, 200 유닛으로 생산 시 최대 400억원까지 가능하다. 200 유닛 비중의 증가로 매출 믹스가 개선되고 있다.

현재 100유닛 기준 300억원 규모의 증설을 진행 중으로, 2025년 연말~2026년 연초까지 GMP 인증 및 가동을 목표로 하고 있다. 제품 경쟁력과 '리쥬란' 제조사의 독신 제품이라는 브랜드 이미지를 바탕으로 일본, 태국, 베트남 등에서 고성장 중이다. 국내 판매를 위한 국가출하승인도 진행 중으로, 내수향 독신 판매 시작 시 '리쥬란'과의 번들 판매 계획이다. 기존 독신 사업자들은 자사의 필러 제품과 번들로 판매를 하며 가격 경쟁력 및 소비자 편의도를 높이는 경향이 있다. 다만, 필러는 제조사별로 출시가격 제외 제품 경쟁력을 갖기 어려운 상품으로, '리쥬란'과의 번들 판매 시 독신 제품에 대한 매력도 동반 상승 및 의약품 수출 사업부의 고속 성장이 기대된다.

파마리서치 리엔톡스 200 유닛



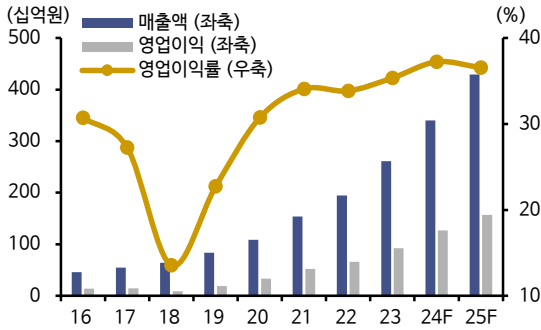
자료: 회사 자료, 신한투자증권

파마리서치 리엔톡스 100 유닛



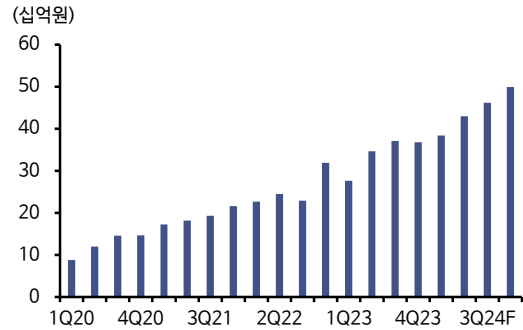
자료: 회사 자료, 신한투자증권

연간 실적 추이 및 추정



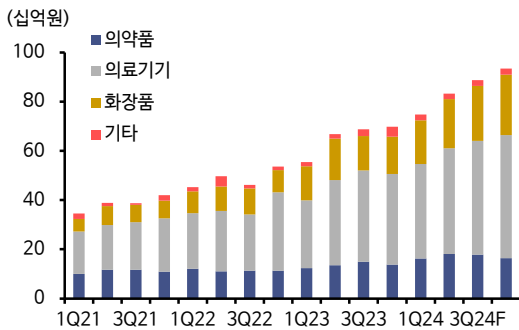
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

분기별 의료기기 사업부 매출액 추이



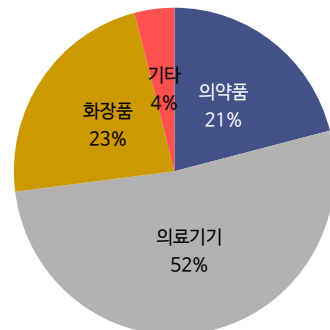
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

사업부별 분기 매출액 추이



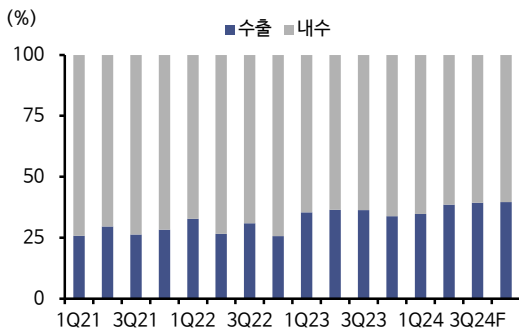
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

사업부별 매출 비중 (2023년 기준)



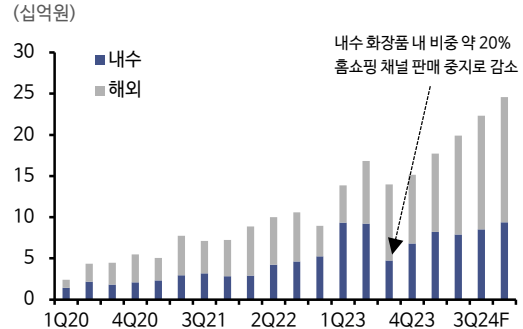
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

분기별 수출 비중 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

분기별 화장품 사업부 매출액 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

III. Valuation

목표주가 240,000원으로 상향

2024F 지배 순이익을 955억원으로 상향, 목표 주가수익비율(PER) 25배 적용하며 목표주가를 240,000원으로 상향한다. 파마리서치는 가장 저평가된 미용의료 기기 업체 중 하나였다. 이는 2H23 실적 QoQ 감소로 트렌드 지표에 대한 의심까지 이어졌던 상황에 기인했다. 따라서 소비자 지표 전부 최대치 경신 중인 상황 내 이번 분기의 실적 증명이 중요했던 상황이었다.

2Q24 파마리서치는 '리쥬란' 브랜드 인지도를 바탕으로 의료기기, 화장품, 통신사업부 모두 고성장하고 있음을 증명했다. 1) 국가의 다변화, 2) 하반기 신규 국가 진출 (멕시코/대만), 3) 서구권 진출을 위한 파트너사 계약 모델템, 4) 승인허가 절차 진행 이전인 미국 트렌드 우상향, 5) 전사업부의 '리쥬란' 브랜드에서 비롯된 고성장까지 더해져 현재 구간은 2H23의 트렌드 상승 시기보다 실적 성장세가 가파를 것으로 추정된다.

작년 하반기 글로벌 트렌드가 증가하던 구간 내 12개월 선행 PER 기준으로 21배를 받아왔다. 지금 구간은 다변화된 국가 내 전 사업부 성장 중으로, Target PER 25배 적용 가능성을 판단한다.

파마리서치 Valuation

(십억원, 배, 천주, 원, %)		비고
파마리서치 기업가치	2,387.1	
A. 파마리서치 2024F (지배)순이익	95.5	
B. Target PER	25.0	
보통주주식수	10,112	
적정주가 산출	240,000	
현재 주가	166,900	8월 7일 종가
상승여력	43.8%	

자료: Quantwise, 신한투자증권 추정

파마리서치 12개월 선행 주가수익비율 (12MF PER)



자료: Quantwise, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
자산총계	478.1	535.3	633.9	759.6	913.8
유동자산	247.3	256.5	360.7	490.0	646.9
현금및현금성자산	72.9	67.2	125.2	202.4	309.1
매출채권	32.3	31.4	40.9	51.6	62.0
재고자산	24.5	50.2	65.5	82.6	99.1
비유동자산	230.7	278.8	273.2	269.6	266.9
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	107.1	114.2	121.0
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	106.4	73.1	85.0	98.4	111.4
유동부채	54.3	65.9	76.0	87.5	98.5
단기차입금	15.6	0.4	0.4	0.4	0.4
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
자본총계	371.7	462.2	548.9	661.2	802.4
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
지배주주지분	343.5	433.1	518.9	630.1	769.9
비지배주주지분	28.2	29.1	30.0	31.1	32.5
*총차입금	66.8	34.3	34.5	34.7	34.9
*순차입금(순현금)	(118.7)	(133.6)	(210.9)	(309.7)	(437.3)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로인한현금흐름	59.4	64.9	89.8	112.2	140.7
당기순이익	43.4	77.3	96.5	122.1	151.1
유형자산상각비	6.8	8.4	8.9	8.1	7.3
무형자산상각비	3.8	3.5	3.0	2.6	2.2
외환환손실(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)	(15.2)	(17.0)	(16.4)
(법인세납부)	(13.8)	(17.0)	(27.2)	(34.4)	(42.6)
기타	21.7	24.0	23.8	30.8	39.1
투자활동으로인한현금흐름	(11.9)	(44.7)	(22.3)	(25.5)	(24.5)
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)	(7.0)	(6.8)
기타	(296.5)	(155.1)	(16.0)	(18.5)	(17.7)
FCF	39.2	43.2	93.8	113.8	141.8
재무활동으로인한현금흐름	(9.3)	(26.0)	(9.5)	(9.6)	(9.6)
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)	(9.8)	(9.8)
기타	(1.6)	(1.7)	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1
연결범위변동으로인한현금의증가	(6.9)	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(0.1)	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	31.3	(5.7)	58.0	77.1	106.7
기초현금	41.7	72.9	67.2	125.2	202.3
기말현금	72.9	67.2	125.2	202.3	309.1

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	194.8	261.0	340.1	429.2	532.2
증감률 (%)	26.4	34.0	30.3	26.2	24.0
매출원가	53.2	70.8	96.8	121.5	145.8
매출총이익	141.5	190.3	243.3	307.7	386.4
매출총이익률 (%)	72.7	72.9	71.5	71.7	72.6
판매관리비	75.6	98.0	116.7	151.1	193.2
영업이익	65.9	92.3	126.6	156.6	193.2
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
세전계속사업이익	54.0	100.7	123.7	156.5	193.7
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
당기순이익	43.4	77.3	96.5	122.1	151.1
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
총포괄이익	39.4	78.6	96.5	122.1	151.1
(지배주주)총포괄이익	36.6	77.7	95.4	120.7	149.3
(비지배주주)총포괄이익	2.8	0.9	1.1	1.4	1.8
EBITDA	76.5	104.3	138.6	167.2	202.7
증감률 (%)	23.3	36.2	32.9	20.7	21.2
EBITDA 이익률 (%)	39.3	39.9	40.7	39.0	38.1

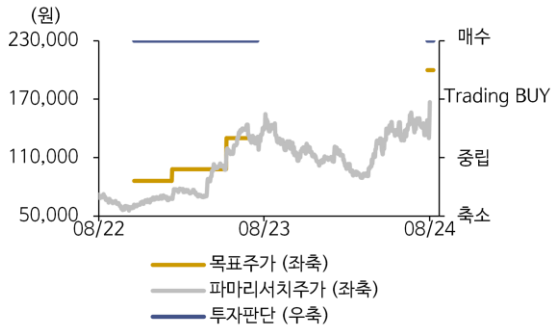
주요 투자지표

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	18.0	14.3	11.5
PER (지배순이익, 배)	17.4	14.6	18.2	14.4	11.7
PBR (자본총계, 배)	1.9	2.4	3.2	2.6	2.2
PBR (지배지분, 배)	2.1	2.6	3.4	2.8	2.3
EV/EBITDA (배)	8.1	9.8	11.3	8.8	6.6
배당성향 (%)	16.2	12.7	10.3	8.1	6.6
배당수익률 (%)	0.9	0.9	0.6	0.6	0.6
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	39.3	39.9	40.7	39.0	38.1
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	16.5	17.5	18.1
ROE (지배순이익, %)	12.5	19.7	20.1	21.1	21.4
ROIC (%)	26.1	37.5	46.7	56.0	66.4
안정성					
부채비율 (%)	28.6	15.8	15.5	14.9	13.9
순차입금비율 (%)	(32.0)	(28.9)	(38.4)	(46.8)	(54.5)
현금비율 (%)	134.4	102.0	164.7	231.4	313.8
이자보상배율 (배)	17.2	30.9	62.3	76.6	94.0
활동성					
순운전자본회전율 (회)	7.9	6.2	5.3	5.2	5.3
재고자산회수기간 (일)	39.2	52.2	62.1	63.0	62.3
매출채권회수기간 (일)	56.3	44.5	38.8	39.4	39.0

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자의견 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	-	-
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 08월 05일 기준)

매수 (매수)	93.39%	Trading BUY (중립)	5.06%	중립 (중립)	1.56%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------