

Tech팀

정동희

Analyst

donghee1009.jeong@samsung.com

파마리서치 (214450)

글로벌 투자 유치, 익숙한 듯 다른 도약의 신호탄

- 9/5 AUM 280조 규모의 유럽 사모펀드 CVC 대상 2,000억원 규모 유상증자 공시.
- 자금 조달 핵심 목적은 유통망, 제품 다변화, R&D 역량 제고를 위한 해외 M&A.
- 투자의견 BUY 유지, 목표주가 24만원으로 상향. 한국 의료 미용 업종에서 익숙한 PE 투자 후 해외 진출 가속화 기대감을 반영하여 12MF EBITDA 기반 목표주가 상향.

WHAT'S THE STORY?

기다려온 글로벌 투자자 유치로 유럽 진출 가속화: 9/5 장 종료 후 2,000억원 규모의 제3자 배정 유상증자 공시. 대상은 Polish Company Limited로, AUM 280조원 규모의 유럽계 글로벌 사모펀드 CVC Capital Partners가 투자 목적으로 설립한 SPC. 발행 종류는 상환전환 우선주(RCPS) 1,175,647주(보통주 전환 시 10.1%, 전환 주가 170,119원)이며, 상환 기간은 2027년 12월부터 2034년 12월, 보통주 전환 청구 가능 기간은 2025년 12월부터 2034년 12월. 금번 투자 유치는 상반기부터 수립해 온 파마리서치의 글로벌 진출 전략의 첫 단추로, CVC가 보유한 유럽/동남아 7개의 피부과/성형외과/종합 병원 체인뿐만 아니라 소비자/헬스케어/금융/기술/미디어/통신 등 다양한 섹터의 포트폴리오를 활용, 기존 5년 이상의 진출 타임라인을 제시했던 유럽(독일/프랑스/스페인/영국 우선 직판 진출 예정) 시장 진출을 3년 이내로 단축할 것으로 기대. 이후 미국/남미 시장으로의 순차 진출을 도모할 예정

투자의견 BUY 유지, 목표주가 24만원으로 상향: 제품의 오리지널리티와 안정적인 국내 분기 성장, OPM 35% 이상의 준수한 이익 체력에도 불구하고 해외 진출 역량이 부족하다는 점이 밸류에이션의 제약으로 작용해왔던 파마리서치. 기존 국내 의료미용 업종 내 다수의 사모펀드 투자 사례가 경영권 양도를 수반한 것과 달리 10% 비중의 RCPS 유치를 진행한 것은 전략적 파트너십을 확보함과 동시에 현 경영진 주도의 해외 확장 추진하기 위함. 이번 자금조달로 확보한 2,000억원의 현금은 기 보유 현금인 950억원(1H24 말 기준)과 함께 해외 유통망, 새로운 제품 라인업, R&D 역량을 보유한 업체를 대상으로 한 M&A 자금으로 활용 예정. 국내 의료미용 업종 대표 업체인 클래스시가 PE 투자를 유치하며 그전까지 제시하지 못했던 대형 시장(미국/중국) 진출에 대한 기대감이 반영되던 시기(2022년 1월 말~2022년 4월 초)의 멀티플(EV/EBITDA 16배, Bloomberg)을 적용, 목표주가 24만원으로 상향.

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2022	2023	2024E	2025E
매출액 (십억원)	195	261	331	390
영업이익 (십억원)	66	92	123	154
순이익 (십억원)	43	77	102	130
EPS (adj) (원)	4,013	7,481	9,665	12,938
EPS (adj) growth (%)	-13.3	86.4	29.2	33.9
EBITDA margin (%)	39.3	39.9	40.9	42.2
ROE (%)	12.5	19.7	21.0	23.0
P/E (adj) (배)	17.4	14.6	18.4	13.8
P/B (배)	2.0	2.6	3.5	2.8
EV/EBITDA (배)	8.6	10.2	12.7	9.7
Dividend yield (%)	0.9	0.9	0.5	0.5

자료: 파마리서치, 삼성증권 추정

▶ AT A GLANCE

투자의견	BUY	
목표주가	240,000원	34.8%
현재주가	178,000원	
시가총액	1.9조원	
Shares (float)	10,464,152주 (59.4%)	
52주 최저/최고	89,100원/188,100원	
60일-평균거래대금	333.0억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
파마리서치 (%)	37.0	93.9	41.0
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	30.6	131.6	79.2

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	240,000	210,000	14.3%
2023 EPS	7,481	7,481	0.0%
2024E EPS	9,665	9,665	0.0%

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	8
Target price	231,875
Recommendation	4.0
BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1	

파마리서치 밸류에이션

(십억원)	내용	비고
12MF EBITDA (A)	150.9	3Q24E-2Q25E
Target EV/EBITDA (배, B)	16.0	* 클래스스 22년 1월 말~4월 초 멀티플
영업 가치 (C = AxB)	2,414.9	
순부채 (D)	-186.8	
자본 가치 (C-D)	2,601.7	
주식 수 (천 주)	10,730	** CB/BW 반영
주당 가치 (원)	242,466	
목표주가 (원)	240,000	

참고: * 글로벌 투자 유치와 함께 대형 시장 진출에 대한 기대감 반영 시기

** 2Q24 기준 전환 가능한 CB 147천 주, BW 119천 주 반영.

금번 RCPS 118만 주는 전환청구 가능 시기 2025년 12월인 만큼 2025년 말 실적 기반 밸류에이션을 하는 시기부터 반영 예정

자료: Bloomberg, 삼성증권 추정

유상증자 개요(상환전환 우선주)

(주, 원)		
증자 형식	제3자배정 (Polish Company Limited)	
발행 종류	상환전환우선주(RCPS)	
신규 발행 주식 수	(A)	1,175,647
기존 발행 주식 수	(B)	10,464,152
증자 후 주식 수	(C)	11,639,799
기존 발행 주식 수 대비	(D=A/B, %)	11.2
발행 후 총 주식 수 대비	(E=A/C, %)	10.1
발행 예정가	(F)	170,119
기준가		168,691
적용 할증률	(%)	0.847
증자 규모	(십억원, G=AxF)	200
증자 목적	에스테틱 사업 강화 및 신사업 발굴	

자료: DART

상환/전환 관련 세부 사항

내용	일정
상환 기간	2027년 12월 4일 ~ 2034년 12월 4일
상환 가액 (원)	170,119
전환청구 기간	2025년 12월 4일 ~ 2034년 12월 3일
전환 가액 (원)	170,119
납입일	2024년 12월 4일
신주 배당기산일	2024년 1월 1일
신주권 교부 예정일	2024년 12월 24일
기타 약정 사항	주식 발행일로부터 3년간 양도 제한

자료: DART

CVC Capital Partners 헬스케어 섹터 주요 투자 사례 (병원 체인 중심)

지역	시기	대상	투자규모 (USDm)	회사 설명
동남아	2024.05	Siloam Hospitals	240 (10.4%)	인도네시아 23개 지역 총 41개 병원 운영, 102명 피부과 전문의 보유
	2023.10	TMC Health	275 (63.9%)	4개 병원, 50개 클리닉 운영하는 필리핀 최대 병원 체인
	2022.09	Phuong Chau	미상 (60%)	프리미엄 산부인과 병원 그룹으로, 총 4개의 병원 운영. 매일 ~300명 에스테틱 환자 방문
	2020.08	SOHO Global Health	미상 (미상)	의약품 유통 및 건강기능식품 유통 업체, 4만개 약국 체인 및 3만명의 헬스케어 전문 인력 보유
유럽	2018.05	Mehilainen	1,998 (56%)	84개 메디컬 센터 운영 중인 핀란드 병원 체인, 핀란드 ~21% 성형외과 의사 보유
	2017.11	Hellenic Healthcare Group	미상 (97%)	총 7개 병원 보유한 그리스 최대 규모의 민간 통합 병원 체인
	2014.06	Elsan	미상 (미상)	140개 시설, 7,500명 의료진 보유한 프랑스 선도병원 체인 (2020년 KKR에 38억유로 규모 매각)

자료: 파마리서치, 삼성증권 정리

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	154	195	261	331	390
매출원가	46	53	71	96	111
매출총이익	108	142	190	235	279
(매출총이익률, %)	70.3	72.7	72.9	71.1	71.6
판매 및 일반관리비	56	76	98	112	126
영업이익	52	66	92	123	154
(영업이익률, %)	34.1	33.8	35.3	37.2	39.4
영업외손익	4	-12	8	7	11
금융수익	5	8	18	11	14
금융비용	2	12	6	13	3
지분법손익	1	-3	1	3	0
기타	-0	-5	-4	6	-0
세전이익	56	54	101	130	165
법인세	9	11	23	29	35
(법인세율, %)	16.4	19.6	23.3	22.0	21.0
계속사업이익	47	43	77	102	130
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	47	43	77	102	130
(순이익률, %)	30.4	22.3	29.6	30.7	33.3
지배주주순이익	47	41	77	101	135
비지배주주순이익	0	3	1	1	-5
EBITDA	62	77	104	135	165
(EBITDA 이익률, %)	40.3	39.3	39.9	40.9	42.2
EPS (지배주주)	4,628	4,013	7,481	9,665	12,938
EPS (연결기준)	4,641	4,295	7,550	9,773	12,440
수정 EPS (원)*	4,628	4,013	7,481	9,665	12,938

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업활동에서의 현금흐름	65	59	65	93	130
당기순이익	47	43	77	102	130
현금유출입이없는 비용 및 수익	17	36	28	40	34
유형자산 감가상각비	6	7	8	9	8
무형자산 상각비	4	4	4	3	3
기타	7	25	16	28	24
영업활동 자산부채 변동	8	-10	-31	-27	-11
투자활동에서의 현금흐름	-94	-12	-45	-24	-15
유형자산 증감	-21	-17	-12	-4	0
장단기금융자산의 증감	4	-67	8	-18	-15
기타	-77	72	-40	-1	-0
재무활동에서의 현금흐름	43	-9	-26	-6	-10
차입금의 증가(감소)	33	1	-32	8	0
자본금의 증가(감소)	19	5	18	0	0
배당금	-5	-6	-8	-10	-10
기타	-4	-9	-4	-4	-0
현금증감	15	31	-6	73	102
기초현금	27	42	73	67	140
기말현금	42	73	67	140	242
Gross cash flow	63	79	105	142	165
Free cash flow	45	42	53	89	130

참고: * 일회성 수익(비용) 제외

** 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외

*** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 파마리서치, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	207	247	256	369	504
현금 및 현금등가물	42	73	67	140	242
매출채권	28	32	31	40	47
재고자산	17	24	50	64	75
기타	120	118	108	125	141
비유동자산	221	231	279	276	270
투자자산	50	47	101	99	104
유형자산	109	118	123	119	111
무형자산	43	38	32	29	26
기타	19	28	23	29	29
자산총계	428	478	535	645	774
유동부채	48	54	66	75	83
매입채무	3	4	3	4	4
단기차입금	16	16	0	0	0
기타 유동부채	29	35	63	71	78
비유동부채	51	52	7	16	17
사채 및 장기차입금	42	44	0	7	7
기타 비유동부채	9	8	7	9	10
부채총계	99	106	73	91	100
자배주주지분	305	344	433	524	650
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	152	158	175	176	176
이익잉여금	154	191	261	352	477
기타	-6	-10	-8	-8	-8
비지배주주지분	23	28	29	30	25
자본총계	328	372	462	554	674
순부채	20	-75	-97	-179	-295

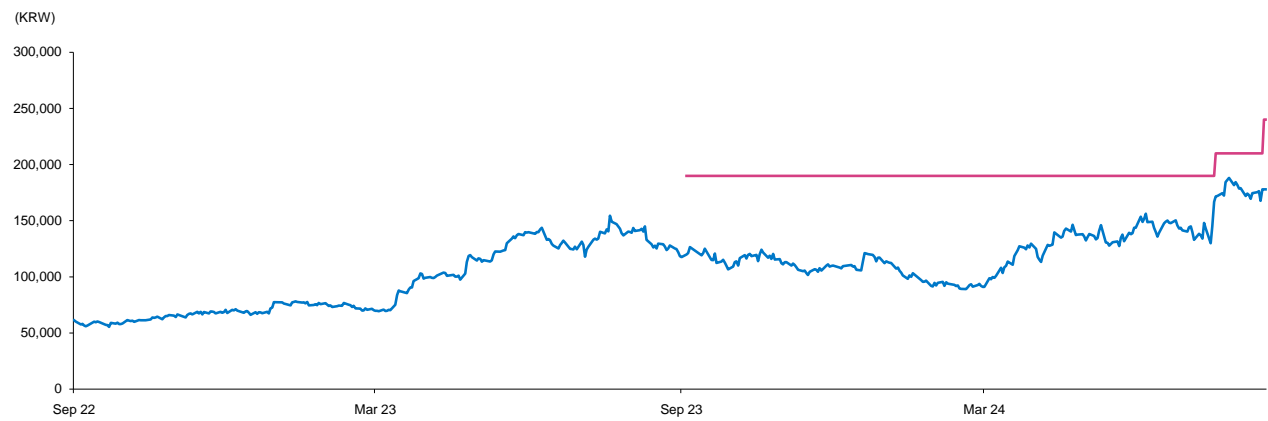
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2021	2022	2023	2024E	2025E
증감률 (%)					
매출액	41.7	26.4	34.0	26.8	17.9
영업이익	57.0	25.6	40.0	33.5	24.9
순이익	44.3	-7.2	77.9	31.6	27.9
수정 EPS**	40.8	-13.3	86.4	29.2	33.9
주당지표					
EPS (지배주주)	4,628	4,013	7,481	9,665	12,938
EPS (연결기준)	4,641	4,295	7,550	9,773	12,440
수정 EPS**	4,628	4,013	7,481	9,665	12,938
BPS	30,618	34,433	42,459	50,725	62,863
DPS (보통주)	600	660	950	950	950
Valuations (배)					
P/E***	17.7	17.4	14.6	18.4	13.8
P/B***	2.7	2.0	2.6	3.5	2.8
EV/EBITDA	14.1	8.6	10.2	12.7	9.7
비율					
ROE (%)	17.0	12.5	19.7	21.0	23.0
ROA (%)	12.5	9.6	15.2	17.2	18.3
ROIC (%)	25.7	29.0	35.0	43.5	53.8
배당성향 (%)	12.8	16.2	12.7	9.8	7.3
배당수익률 (보통주, %)	0.7	0.9	0.9	0.5	0.5
순부채비율 (%)	6.1	-20.3	-21.0	-32.4	-43.7
이자보상배율 (배)	40.0	17.2	30.9	39.3	47.5

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2024년 9월 5일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2024년 9월 5일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자자 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2023/9/25	2024/8/8	2024/9/6
투자의견	BUY	BUY	BUY
TP (원)	190,000	210,000	240,000
과리율 (평균)	-37.31	-15.85	
과리율 (최대or최소)	-12.16	-10.43	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

* 2023년 7월 27일부터 기업 투자 등급 기준 변경

기업

BUY (매수) 향후 12개월간 예상 절대수익률 15% 이상
그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
HOLD (중립) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15%~ 15% 내외
SELL (매도) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15% 이하
최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2024.06.30
매수(77.6%)·중립(22.4%)·매도(0%)

산업

OVERWEIGHT(비중확대) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
NEUTRAL(중립) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
UNDERWEIGHT(비중축소) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

삼성증권

삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



Member of
**Dow Jones
Sustainability Indices**
Powered by the S&P Global CSA