

제약 바이오

SOKHA  
COMPETITION

2022.05.29

## Investment Opinion

BUY

목표주가	121,500원
현재주가	82,500원
상승여력	47.26%

## Stock Price Trend



## Market Profile

시가총액 (22.05.26 종가)	8,432억 원
발행주식수	10,111천 주
유통주식수	5,837천 주
52주 최고가	99,800원
52주 최저가	73,500원
액면가	500원
유통비율	57.73%
외국인 지분율	12.46%
배당수익률 (21.12월)	0.73%

## SRS SOKHA TEAM

김지연	이수린	김도연 (멘토)
박영준	임찬형	이제원 (멘토)
유현준	정윤희	
이우림	조완희	

## 파마리서치 (214450KQ)

Far More, PharmaResearch

## 투자포인트 1. 콘쥘란이 관절염 혼내주란

고령화와 비만율 증가로 인해 관절강 주사제 시장이 급성장하고 있다. 그러한 추세 속에서 콘쥘란은 월등한 기술력으로 히알루론산(HA) 주사제를 빠르게 대체하고 있다. 급여 전환으로 인한 혜택과 대원제약, SK케미칼과의 Co-Promotion이 시너지로 작용하여 HA주사제 대체 속도가 가속화될 전망이며, Q의 증가가 예상된다.

## 투자포인트 2. 리쥘란 Leads You to 리즈 시절

병·의원의 시술가 경쟁에 따라 가격 측면에서 리쥘란 힐러의 진입 장벽이 낮아진다. 시장 개편에 따른 수요 증가가 가져오는 리쥘란 힐러의 성장은 견조하다. 또한, 리쥘란 힐러의 유일한 단점인 고통을 개선한 리쥘란 HB PLUS는 기존 리쥘란의 영업망을 통해 시장으로 빠르게 진출한다. 리쥘란 힐러와 리쥘란 HB PLUS가 끄는 쌍두마차가 리쥘란의 매출액을 견인한다.

## 투자포인트 3. 중국으로 톡 쏘아올릴 리엔톡스

보툴리눔 독신(이하 보톡스) 제품은 원가율이 낮아 마진이 높지만 과열된 국내 시장에서는 마진을 손상이 불가피하다. 때문에 중국 시장의 압도적인 수요와 시장 규모는 매력적이다. 파마리서치는 LG화학의 등에 업혀 중국에 진출하는 것만으로도 외형적인 성장과 비용 절감 두 마리 토끼를 모두 잡을 수 있다.

## 투자의견 BUY 제시, 목표주가 121,500원 제시

파마리서치에 대해 투자의견 BUY, 목표 주가 121,500원, 상승여력 47.26%를 제시한다. 2022E 매출액은 , 영업이익익 억 원을 전망한다.

투자지표	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
매출액(억원)	170,491	190,629	204,059	228,183	233,246	267,715
영업이익(억원)	4,628	1,507	2,483	4,151	5,548	6,768
영업이익률(%)	2.71%	0.79%	1.34%	1.99%	2.41%	2.63%
순이익(억원)	4,762	2,238	7,226	4,612	5,876	7,045
순이익률(%)	2.79%	1.17%	3.91%	2.22%	2.56%	2.73%
EPS(원)	16,150	8,391	27,329	16,617	20,420	23,999
BPS(원)	293,291	326,681	354,007	370,624	391,044	415,043
PER(배)	11.30	15.20	8.8	14.4	11.8	10.0
PBR(배)	0.6	0.4	0.7	0.6	0.6	0.6
ROE(%)	5.49	2.64	8.03	4.59	5.36	5.95



# CONTENTS

## 산업분석 01

Industry Analysis

## 기업분석 03

Business Analysis

## 투자포인트 05

Investment points

## 밸류에이션 11

Investment points

## 부록 20

Appendix

1. PDRN/PN 기반 재생 의학 산업

자가 재생 촉진하는  
PDRN, PN

재생의학이란 인간의 세포와 조직, 장기를 대체하거나 자가 재생을 통해 원래의 기능을 할 수 있도록 복원시키는 의학이다. 이 중 당사는 인체의 자체적인 회복을 촉진하는 PDRN/PN을 이용하여 재생 의학 산업을 전개하고 있다. PDRN/PN은 연어의 정자와 정소에서 추출한 물질로써 조직의 자가 재생을 촉진시키는 성질을 가지고 있다. PDRN의 경우 이러한 기능을 이용해 피부재생, 욕창, 화상, 각막재생 등의 목적으로 사용되고 있고 PN은 PDRN에 비해 분자량이 많아 지지체 역할을 할 수 있기에 조직수복용 생체재료, 근골격계 연골 세포 결손부위의 지지체로 사용되고 있다.

2. 근골격계 질환과 관절강 주사 시장

근골격계 질환 시장

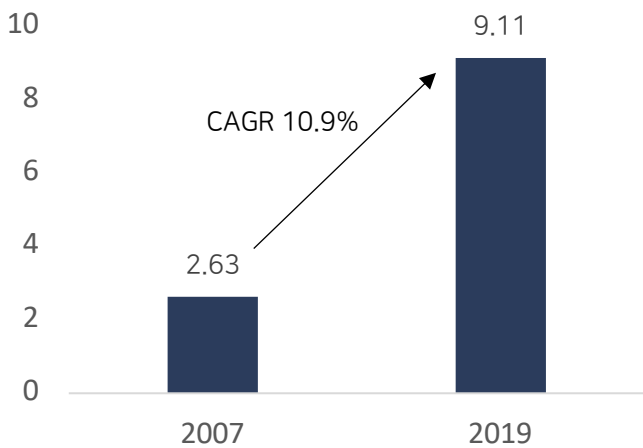
근골격계 질환은 근육, 인대, 신경, 연골 등과 같은 근골격계의 움직임에 영향 받는 부상 및 장애이다. 근골격의 경우 피부, 장기와 같은 일반 조직에 비해 회복이 더디고, 연골의 경우 손상될 시 회복이 불가능하다. 이러한 특성으로 근골격계 질환의 치료 연구가 활발하게 진행되고 있고, 실제로 근골격계 시장은 재생의학 시장의 38% 이상을 차지하고 있다. 국내 근골격계 질환 시장은 고령화, 비만율 상승 등의 이유로 인해 2007년 2조 6,307억에서 2019년 9조 1,115억원의 규모로 성장하였다. 이러한 규모 증가는 고령화라는 불가피한 현상으로 인해 지속될 것이다.

관절강 주사 시장

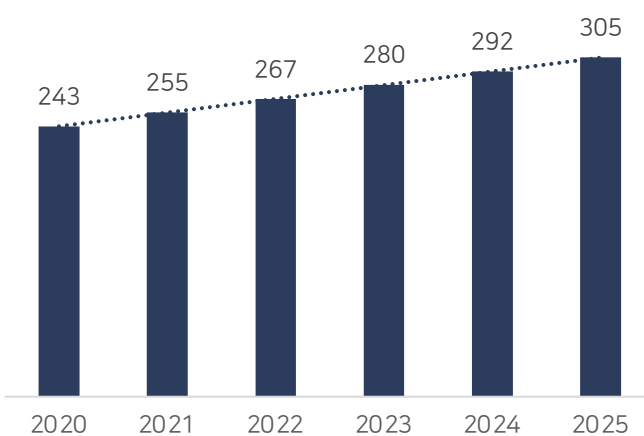
관절강 주사는 기존의 진통소염제, 스테로이드제 및 수술 치료에서 벗어난 비수술적 치료법으로 조직수복용 생체재료를 관절강 내에 주사하는 요법이다. 관절강 주사 시장은 HA(히알루론산)제재 주사가 시장점유율 90% 이상을 선점하고 있다. 이러한 HA 관절강 주사의 경우 가격이 저렴하다는 장점을 가지고 있지만 조직 재생에는 효과가 없다는 치명적인 단점을 가지고 있다. PDRN/PN의 경우 조직 재생이 가능하다는 점에서 HA 위주의 관절강 주사 시장에 새롭게 침투하였다.

관절강 주사 시장은 근골격계 질환 시장의 확대에 따라 점진적으로 성장하고 있다. 관절강 주사 환자 수는 2015년 193만명에서 2020년 243만명으로 늘었고, 2020년 약 1,723억원의 시장 규모를 형성하였다.

자료1-1. 근골격계 질환 시장 성장 추이 (단위: 조 원)



자료1-2. 관절강 주사 환자 수 (단위: 만 명)



출처: 보건 의료 빅데이터 개방 시스템, SRS

3. 안티에이징 시장

글로벌 안티에이징 시장

안티에이징은 노화를 관리하고 젊음을 유지하기 위한 제품, 서비스 및 치료이다. 글로벌 안티에이징 산업은 현재 산업화 초기 단계로서 빠른 성장이 예상된다. 현시점 인플레이션, 금리 상승이 대두되어 경기 둔화 우려가 커지고 있는 상황에도 안티에이징 시장은 꾸준한 성장을 이룰 것으로 보인다. 안티에이징 시장은 경제적 여유가 뒷받침되어, 피부 및 면역력 재생에 관심을 가지는 중상위층 소비자들이 주를 이루기 때문이다. 주요 소비자들의 소비 여력이 시장 둔화에도 견고할 것이며, 제품의 가격보다 품질적인 면에서 탁월한 효과를 지닌 제품을 선호하는 소비 특성은 견고할 것이다.

현재 보툴리눔 독신, 필러 등의 비수술적 시술이 주를 이루는 글로벌 안티에이징 시장은 미국이 가장 높은 비중을 차지하고 있다. 그러나 이후 높은 경제성장률을 가진 중국, 인도와 같은 신흥국이 향후 안면미용 시장의 성장을 주도하면서 안면미용 시장은 더 확대될 것으로 예상된다. IMARC에 따르면 2020년 글로벌 안티에이징 시장의 규모는 약 585억 달러로 추정되며, 2026년까지 연 7%의 성장률을 보일 것으로 전망된다.

국내 안티에이징 시장

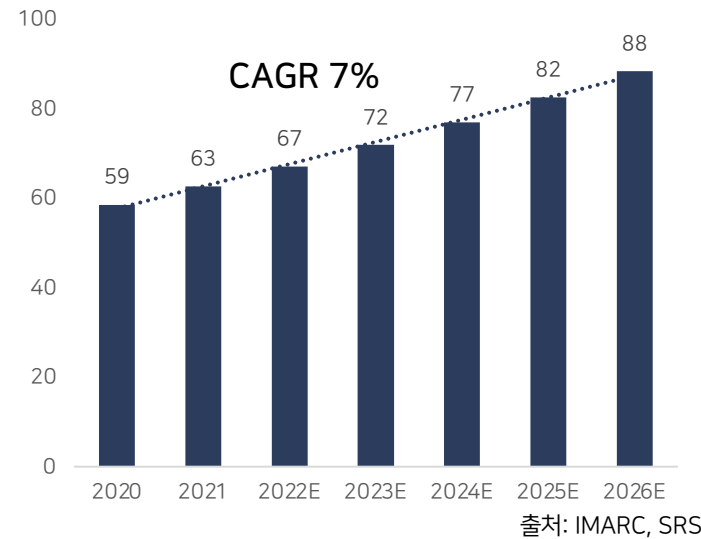
국내 안티에이징 시장은 그동안 보톡스와 필러 시술이 주를 이뤘지만 다수의 기업들의 시장참여로 경쟁이 심화되어 사업적 매력도가 크게 떨어진 상황이다. 이러한 상황 속 최근 스킨부스터 시장이 국내 안티에이징 시장 내에서 매력적인 신사업으로 각광받고 있다. 스킨부스터는 피부 개선에 도움을 주는 다양한 유효 성분을 피부 진피층에 직접 주사하는 미용 시술이다. 근육 마비로 주름을 펴는 보톡스, 피부 속에 보형물을 넣어 인공적으로 부풀어 오르게 하는 필러와 달리 스킨부스터는 피부 환경을 근본적으로 개선시키는 프리미엄 제품이다. 스킨부스터는 제품의 가격보다 품질 및 효과 개선을 더욱 중요시하는 안티에이징 시장 내 소비자들에게 큰 매력으로 다가가 빠르게 성장하는 중이다.

자료1-3. 안티에이징 산업 분류

안티에이징 산업	개요
의료	보톡스, 필러시술, 마이크로니들, 레이저치료, 박피술 등
소비재	주름개선 에센스 등 고기능성 화장품
서비스	웰니스 서비스

출처: 삼성경제연구소, SRS

자료1-4. 글로벌 안티에이징 시장 규모 (단위: 10억 \$)



사업부문

## 1. 기업 개요

동사는 자가재생 촉진제인 PDRN/PN 제조 기술을 바탕으로 의약품, 의료기기, 화장품 등을 연구, 제조 및 판매하는 재생 바이오 전문 제약회사다. 동사의 주요 사업 부문은 의료기기, 화장품, 의약품 사업이 있다. 2021년 기준 총 매출액에서 의료기기는 50.1%, 화장품 17.6%, 의약품 28.6% 를 차지한다.

가장 큰 매출처인  
의료기기 사업

## 2. 의료기기

동사가 전개하는 의료기기 제품에는 PDRN, PN 원료를 사용한 콘쥬란과 리쥬란이 있다. 의료기기 분야에서 콘쥬란은 약 40%, 리쥬란은 45%의 매출을 차지한다. 2021년 기준 콘쥬란은 당사 총 매출의 20%, 리쥬란은 22%를 차지한다.

### (1) 콘쥬란

콘쥬란은 PN제를 관절강에 주입하는 무릎 관절염용 관절강 주사제다. 2019년 1월 한국보건 의료원은 PN을 이용한 관절강 내 주사를 신의료기술로 등재하였으며, 콘쥬란은 2020년 3월 그 효과를 인정 받아 급여(6개월 내 5회까지)로 전환되었다.

### (2) 리쥬란

리쥬란은 피부 탄력 및 세포조직을 재생시키는 근원적 항노화 치료제로서의 역할을 하는 스킨부스터 제품이다. 독보적인 효능의 '리쥬란 힐러', 눈가 잔주름 및 탄력개선 목적의 '리쥬란 아이', 유일한 단점으로 꼽히던 통증을 약 53% 개선한 '리쥬란 HB PLUS' 등 포트폴리오를 지속적으로 다각화하고 있다.

PN기술력 用  
화장품

## 3. 화장품

동사의 화장품 사업은 피부특화 DNA성분, c-PDRN을 주성분으로 하여 리쥬란 브랜드를 이용한 힐러 라인, 클리닉 라인, 더마힐러라인으로 분류된다. 동사의 리쥬란 코스메틱은 22년 5월부터 올리브영에 입점 되었다.

자료2-1. 콘쥬란, 리쥬란, 리엔톡스 제품 사진



출처: 파마리서치, 프리미엄의원, 청년의사, SRS

4. 의약품

국내용/해외용 의약품

의약품 부문은 크게 국내 의약품, 해외 수입 의약품, 보툴리눔 독신 주사제 리엔톡스로 나뉜다. 대표적인 국내 의약품으로는 갱년기 장애 개선 약인 큐라센 주, 해외 의약품에는 고령환자 면역기능 개선 약인 자닥신 주가 있다.

리엔톡스 개발

2018년 동사는 보툴리눔 독신 A형 제품인 ‘리엔톡스’를 개발했다. 19년도 2월 수출용 허가를 받아 미등록 수출 가능 국가인 동남아, 중동 등을 대상으로 판매 중이다. 리엔톡스는 21년 11월 국내 임상을 완료해 22년 하반기 국내 식약처 품목허가 대기 중이며 23년 국내에 정식 출시 될 예정이다. 19년 10월 동사는 LG화학과의 리엔톡스의 15년간 중국 공급 및 독점 판매권 부여, 한국 내 비독점적 공급을 조건으로 라이선스 계약을 맺었다. 22년 중국 임상에 착수할 계획이며 25년 하반기 중국 보톡스 시장에 진입이 가능할 것으로 예상한다.

5. 재무분석

높은 수익성과 안정성

동사의 ROE를 듀폰의 기본적 분석에서 나아가 영업이익률, 자산회전율, 재무레버리지, 이자부담률, 세금부담률로 다섯가지로 확장해 분석하였다. 동사는 2019년까지 평균적으로 25%의 영업이익률을 보이고 있었으나, 의료기기 관련 매출 비중의 상승으로 영업이익률이 크게 개선되어 30% 후반대를 유지하고 있다. 자본 대비 자산은 130% 수준이며, 이자부담률은 1% 미만으로 부채 및 차입금이 유의미하게 낮아 재무 안정성이 높다. 세금부담 역시 중소기업 및 연구개발관련 세액공제를 받고 있어 2018년 이후 지속적으로 감소하고 있다. 즉, 높은 수익성과 안정성으로 동사의 ROE는 상승하고 있는 추세이다.

자료2-2. DUPONT 분석 (단위: %)

	2017	2018	2019	2020	2021
ROE	6.9	5.1	6.5	12.3	14.3
EBIT/SALES	28.3	23.6	24.9	38.0	37.2
SALES/ASSET	28.8	24.9	31.1	34.0	36.0
ASSET/EQUITY	103.8	118.0	118.2	121.0	130.2
INTEREST EXP /ASSET	0.0	0.3	0.9	0.6	0.3
TRR	18.7	21.6	19.8	17.9	16.4

출처: 파마리서치, SRS

## 1. 콘쥘란이 관절염 혼내주란

### (1) 관절강 주사제 수요 증가는 필연적

#### 꾸준한 고령화

고령화로 인해 65세 이상 노인 인구는 2019년 14.9%에서 꾸준히 증가해 2030년 25%에 육박할 것으로 예상된다. 노년층은 청년층에 비해 관절을 지탱하고 보호해 주는 근육이 적기 때문에 퇴행성 관절염에 노출되기 쉽다. 2020년 기준, 65세 이상 노인 10명 중 7명 이상이 퇴행성 관절염을 겪고 있다. 또한 관절강 주사제를 소비하는 환자 중 64.27%가 60세 이상 인구로 장년층과 노년층이 주요 소비층이다. 2020년 관절강 주사제 소비 환자는 242만 명이고 25년 관절강 주사제 소비 환자 수는 304만 명으로 예상되며, 이에 따른 25년 관절강 주사제 시장 규모는 20년 대비 25% 상승할 것이다.

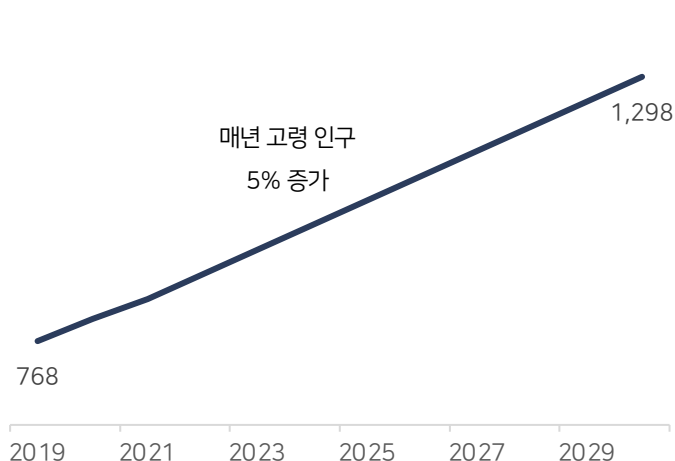
#### 비만율 증가

비만과 관절염 간에는 명확한 상관관계가 있다. 체중이 5kg 늘면 무릎 관절에 미치는 압력은 약 6배 늘어난다. 무릎인공관절 수술을 받은 전체 환자 중 76%가 과체중·비만으로 집계되었다. 비만율은 2015년부터 30% 중반을 유지하다 2020년 38.3%로 급상승하였다. 코로나19로 인해 집에 있는 시간이 늘어나 체중 증가를 불러온 것이다. 비만율이 상승함으로 인해 관절염 환자가 증가하고, 이에 따라 시장의 규모가 확대될 것이다.

#### 이동량 증가, 내원 환자 수 회복

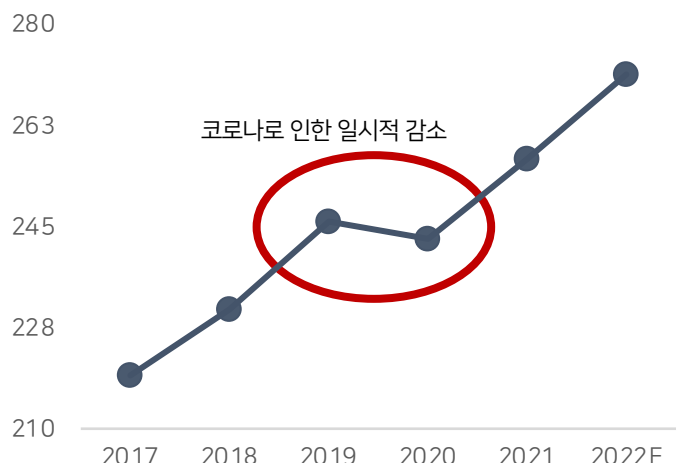
코로나 이전 꾸준한 상승 추이를 보이던 관절강 주사제 환자 수는 코로나로 인한 이동량 감소로 인해 2020년 이후 역성장했다. 한국건강증진개발원의 조사에 의하면 방역 규제로 인해 53.5%가 외부 활동이 줄었다고 응답하였다. 2022년 5월 방역 규제가 전면적으로 철회되어 외부 활동이 늘어날 것이며 코로나19로 인한 노년층의 병원 방문 기피 현상도 해소됨에 따라 내원 수가 증가할 것이다. 따라서 관절강 주사제 환자 수 증가 추이도 코로나 이전 수준을 회복할 것이다.

자료3-1. 고령화 진행 추이 (단위: 만 명)



출처: 통계청, SRS

자료 3-2. 연도별 환자 수 추이 (단위: 만 명)



출처: 보건 의료 빅데이터 개방 시스템, SRS



(2) 히알루론산(HA) 밀어낼 콘쥘란

PN, HA 대비  
압도적 효과

콘쥘란은 사람과 95% 이상의 유사성을 띄는 연어 DNA를 활용하기 때문에 부작용 없이 사용이 가능하다. 이에 반해 HA는 여러 연구에 의해 그 안정성이나 효능에 꾸준한 의문이 제기 되고 있다. 미국 류마티스 학회가 제시한 골관절염 가이드라인에 따르면 슬관절염 환자에게 HA 주사는 식염수와 비교 시 우월한 효과를 보이지 못한다는 이유로 강력하게 비권고된 바 있다. PN 주사와 HA 주사를 26주간 비교한 임상데이터에 따르면 KOOS의 평가 항목 5가지 중 통증, 증상 부문에서 그 효과가 HA 주사보다 PN주사가 더 빨리 나타났다. 특히 증상 항목에서 PN은 HA 대비 약 9배 더 빠른 효과를 냈다. 과거 HA가 잠식하고 있던 국내 관절강 주사제 시장은 부작용 없이 우수한 효능을 갖춘 PN 기술을 바탕으로 한 콘쥘란의 성장에 의해 재편되고 있다.

급여 전환

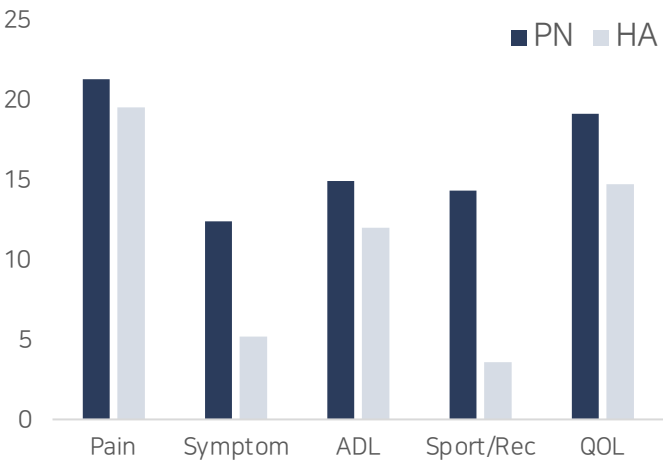
2020년 3월 1일부로 콘쥘란은 급여로 전환됨에 따라 소비자 부담 가격은 기존 20만원에서 4만 5천원으로 떨어졌다. 이에 HA에 효과를 보지 못한 관절염 환자들이 지속적으로 콘쥘란으로 유입되고 있는 상황이다.

(3) 공동 프로모션

공동 프로모션으로  
영업망 확보

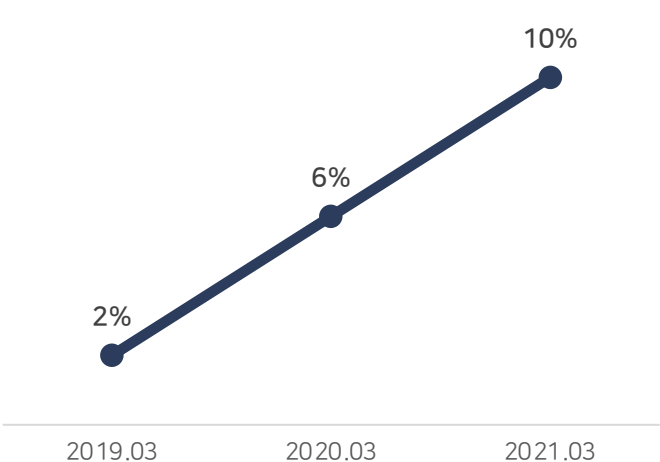
기존 HA 위주의 관절강 주사 시장에서 콘쥘란이 점유율을 확대할 수 있는 가장 큰 요인은 대형 제약사와의 공동 프로모션이다. 콘쥘란은 의료기기로 분류되어 의사의 처방을 통해서만 환자에게 판매되기 때문에 대개 의사의 추천으로 이루어지는 경우가 많다. 이러한 시장의 특수성으로 인해 병원을 상대로 한 영업망 확보가 시장점유율 확대에 직결된다. 현재 파마리서치는 21년 5월 SK케미칼, 9월에는 대원제약과의 콘쥘란 공동 프로모션 협약을 맺었다. 이러한 공동 프로모션을 통해 관절강 시장의 영업망 확보가 가능할 것이고, 이는 곧 관절강 주사제 시장에서의 점유율 확대를 가능하게 할 것이다.

자료 3-3. PN주사와 HA주사 효과 비교 (단위: KOOS score)



출처: 파마리서치 IR 공시 자료, SRS

자료3-4. K-CAP Co-Promotion 후 점유율 상승 (단위: %)



출처: HK이노엔 IR 공시 자료, SRS



2. 리쥬란 Leads You to 리즈 시절

(1) 압도적 위치 리쥬란, 수요 큰 거 온다!

재편되는 피부 미용 시장

리쥬란은 스킨부스터 시장의 선두주자로 그 위치를 공고히 하고 있다. 피부미용 시장의 소비자들은 지불용의가 높기 때문에 가격이 비싸더라도 더 좋은 효과를 보여주면 기꺼이 제품을 소비하는 경향이 있다. 리쥬란은 피부 환경 개선에 필요한 모든 부스팅 효과를 지니면서 그 지속 기간 또한 길다. 과거 필러, 보톡스 중심이었던 피부 미용 시장은 리쥬란의 등장으로 빠르게 재편되고 있다.

떨어지는 시술가액

피부 미용 시장의 폭발적인 수요를 흡수하기 위한 피부과와 성형외과의 시술가 하방 경쟁은 계속되고 있다. 리쥬란의 평균 회당 시술가는 2017년 평균 315,000원에서 2022년 평균 205,000원으로 하락했다. 하락하는 시술가의 흐름과 다르게 당사의 리쥬란 매출액은 매년 약 60%로 성장하고 있다. 또한, 당사는 매출액의 증가와 동시에 마진을 또한 개선하고 있다.

낮춰진 진입장벽으로  
증가하는 매출액

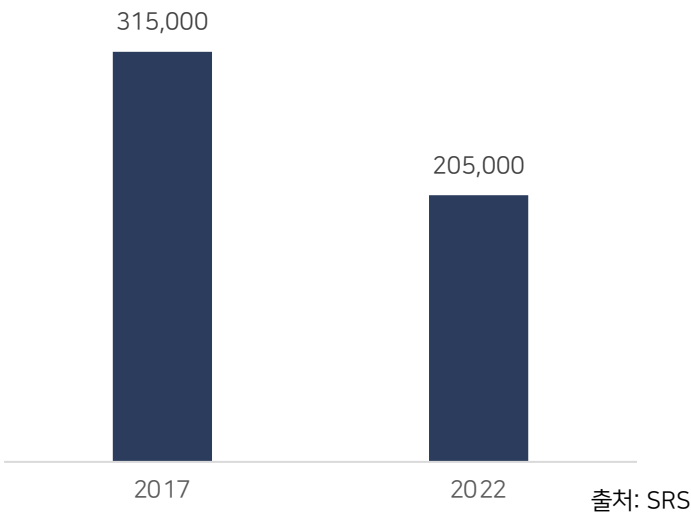
병·의원의 시술가와 당사의 이익률이 보여주는 정반대의 흐름은 병·의원에서 마진을 포기하고 있다고 해석된다. 마진 측면의 출혈을 감수하고, 스킨부스터 시장의 폭발적인 수요를 흡수하고자 하는 경쟁은 과열되고 있다. 시술가의 하락은 리쥬란의 진입 장벽이 낮아짐을 의미한다. 의도하지 않게 낮춰진 진입장벽으로 스킨부스터 시장의 수요는 늘어나고, 당사의 매출액 과 이익률은 폭발적으로 증가할 것이다.

(2) 새로운 성장동력, 리쥬란 HB PLUS

고통 감소한 신제품  
HB PLUS 출시

동사는 지난 10월에 신제품 리쥬란 HB PLUS를 출시하여 단독 제품으로 프리미엄 스킨 부스터 시장을 선도할 기반을 마련하였다. 기존 리쥬란은 시술 시 통증과 효과의 지연성이 단점으로 지적되었다. 리쥬란 HB PLUS는 이러한 단점들을 모두 극복한 신제품으로써 국소 마취제인 리도카인 성분을 포함하여 통증을 50% 이상 개선하였고, HA 성분 첨가를 통해 시술 후 즉각적으로 물광 효과를 경험할 수 있다. 이로써 기존 단점으로 시술

자료3-5. 과열되는 병 · 의원의 시술가액 하방 경쟁



자료3-6. 리쥬란힐러, 리쥬란 HB PLUS 비교

제품명	리쥬란	리쥬란 HB plus
원재료	PN	PN, HA(히알루론산), 리도카인
효과	강력한 피부 재생효과	피부 재생, 수분 보습
통증	●●●	●

출처: SRS

병원 수 증가는  
HB PLUS의 성장

을 주저하던 잠재적 소비층의 구매를 확대시킬 것이고 제품 자체의 완성도가 상승하여 단일 제품으로써 외형성장을 기대할 수 있다. 실제로 판매를 시작한지 약 한 달 만에 재고가 소진되어 추가 생산을 진행할 만큼 시장의 반응은 가히 폭발적이다.

리쥬란 HB PLUS는 취급 병원 수의 가파른 상승세로 인해 큰 단기적 체급 성장이 기대된다. 22년 5월 기준 전국 피부과와 성형외과 중 리쥬란 HB PLUS를 채택한 병원 수는 약 166개로 기존 리쥬란이 판매되고 있는 병원 수가 832개인 것에 비해 현저히 적은 수치이다. 기존 832개의 병원은 동사 영업망 아래에 속하기 때문에 HB PLUS의 병원 보급률은 2년 이내로 기존 보급률을 따라잡을 것이다. 이렇게 신제품 취급 병원 수의 단기적 성장으로 인해 동사의 단기 매출은 급격히 상승할 것으로 기대된다.

(3) 종합 에스테틱 브랜드로 나아가는 리쥬란

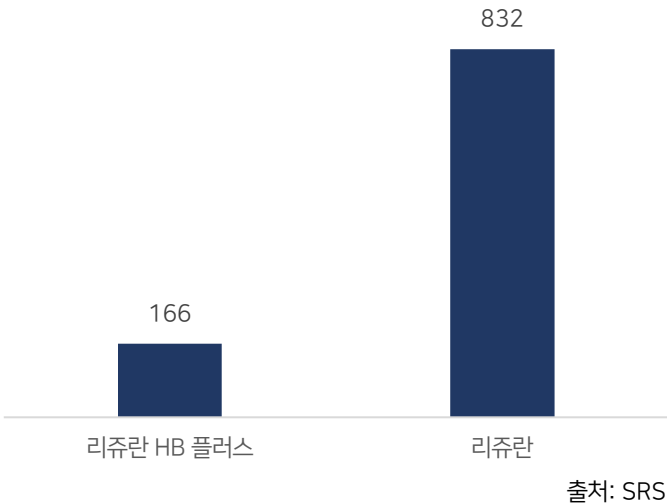
리쥬란 코스메틱의 성장세

당사는 리쥬란 코스메틱을 통해 리쥬란의 제품 포트폴리오를 확대하고 브랜드로서 입지를 공고히 하고 있다. 리쥬란 코스메틱 제품들은 PN의 뛰어난 효과를 필두로 프리미엄 제품으로서 입지를 다지는데 성공하였다. 화장품 분야 매출액은 최근 3개년 간 연평균 46%의 성장률을 보이며 가파른 성장세에 있다. 기존의 판매 채널이었던 홈쇼핑에서 중국의 온라인 채널인 ‘타오바오’와 국내 ‘마켓컬리’와 ‘올리브영’에 입점하며 매출 성장과 마진율 개선을 동시에 노리고 있다. 엔데믹 상황이 전개되며 면세점에 입점한 리쥬란 코스메틱의 단기적인 매출액 성장도 기대된다.

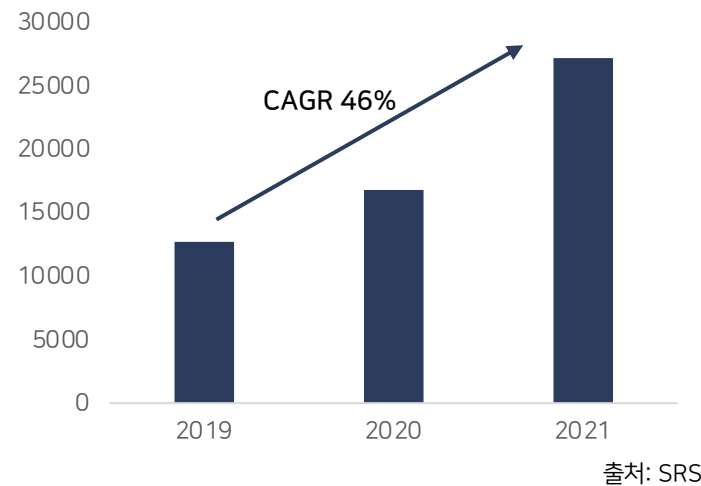
리쥬란의 Lock In 효과

리쥬란 코스메틱 화장품의 진정한 강점은 리쥬란 주사제와의 동시 수요에 있다. 리쥬란 주사제와 코스메틱의 “Lock In” 효과를 기대해볼 수 있다. 당사가 2021년 말, 전자 의료기기 관련 기술을 보유한 ‘메디코슨’을 인수한 이유도 “Lock In” 효과를 극대화하기 위한 것이라고 해석된다. 리쥬란의 효과를 체감한 소비자들이 시술 후에 리쥬란의 화장품으로 관리할 것이다. 피부과 시술부터 스킨 제품까지 피부 관리 사이클에 모두 리쥬란 제품을 소비하는 고객이 늘어날 것으로 예상되는 바, 화장품 부분의 성장세가 앞으로도 기대된다.

자료3-7. 리쥬란 취급 병원 수 (단위: 개)



자료3-8. 리쥬란 코스메틱 매출액 성장 추이 (단위: 백만 원)



투자포인트 3. 중국으로 톡 쏘아올릴 리엔톡스

(1) 중국의 압도적인 Q

포화된 국내 시장

국내 보톡스 시장 규모는 2020년 기준 1,570억, 2023년에는 2,090억 원으로, CAGR 9.6%의 성장이 예상된다. 원가가 낮고 마진이 높은 제품 특성상 경쟁사가 계속해서 진입하여 22년에는 약 15개 이상의 기업이 경쟁할 예정이다.

중국은 기회의 땅

중국 보톡스 시장 규모는 21년 기준 약 \$5-6억, 25년 기준 \$18억으로 CAGR 30% 가량의 가파른 성장이 예상된다. 중국과 국내 시장 규모는 21년 기준 6배, 25년 기준 9배 이상 차이가 벌어진다. 더 면밀히 살펴보면 중국 시장은 두 가지 이유로 매력적이다.

압도적 Q 증가 기대

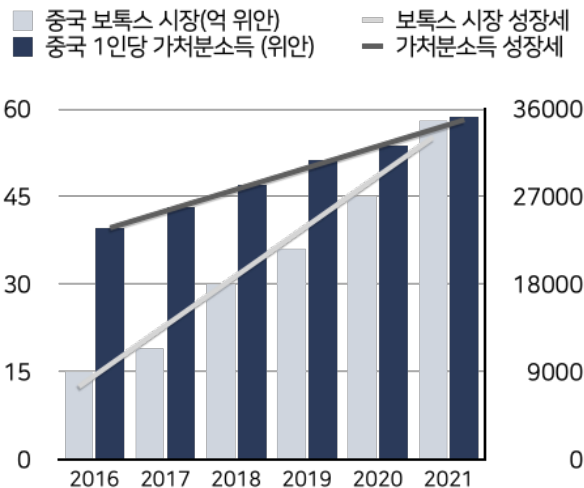
첫째, 아직 시장이 성장 초기 단계에 있다. 중국 내 보톡스 기업은 현재 4개 뿐이다. 중국 의료미용 소비자는 2016년 280만 명에서 2020년 1,520만 명으로 가파르게 증가하고 있다. 20년 중국의 보톡스 경험 인구는 1,400만명으로, 의료미용 소비자의 대부분이 보톡스를 이용함을 알 수 있다. 또한 중국 보톡스 시장의 성장세는 가처분소득의 성장세보다 빠르다. 중국인의 구매력이 상승함에 따라 보톡스 시장에 몰리는 구매력이 늘어남다는 의미다.

화이트마켓 성장 막던  
장애물 없어졌다

둘째로, 2018년 중국 정부의 비허가 수입 보톡스 제품에 대한 강력한 규제가 본격화됨에 따라 그레이 마켓의 공급이 대폭 감소하고 화이트 마켓 공급이 활성화되고 있다. 정부 규제 전 매년 3-4억 위안 수준으로 성장하던 중국의 보톡스 정규 시장 규모는 규제 이후 11억 위안으로 크게 상승했다. 그레이 마켓의 수요를 화이트마켓이 흡수한 것이 주 원인이다. 앞으로도 중국 보톡스 시장은 정규 시장을 중심으로 흘러갈 것이며, 때문에 보톡스 기업에게 중국 정규 시장 진입이 더욱 더 중요해진 상황이다.

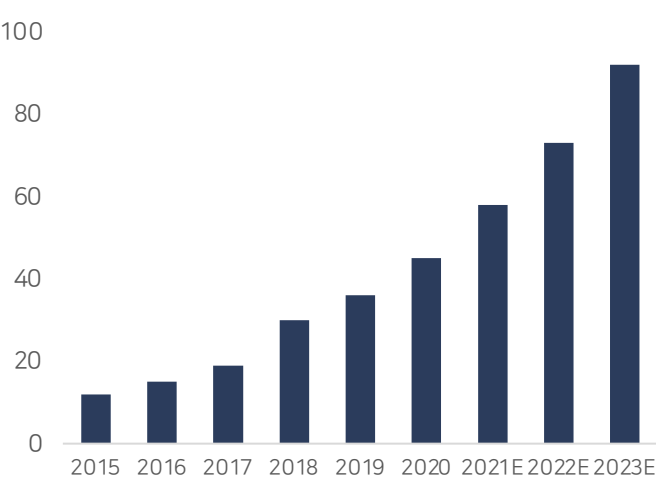
파마리서치에게 중국은 기회의 땅이다. 성장 초기임에도 국내에 비해 압도적인 시장 규모를 가진 중국은 빠른 성장성을 바탕으로 해가 지날 수록 더욱 매력적인 시장이 될 것이다. 따라서 중국 시장 진출은 중장기적으로 파마리서치의 실적을 견인할 것이다.

자료 3-9. 중국 보톡스 시장 규모와 1인당 가처분소득



출처: 중국성형협회, 프렌리서치, SRS

자료 3-10. 중국 의료미용 소비자 (단위: 10만 명)



출처: 중국성형협회, 프렌리서치, SRS

(2) 성장 초입기에 놓인 중국 진출로 인한 가격 상승

높은 매출원가율

리엔톡스의 21년 기준 매출원가율은 약 49%이다. Allergan의 ‘Botox’ 매출원가율은 15%, Ipsen의 ‘Dysport’는 18%인 것에 비해 매우 높은 수치다. 동사의 매출원가율이 높은 원인은 판매단가가 너무 낮게 책정됨에 있다. 동사는 점유율 확보를 위해 리엔톡스의 판매가를 출시 초기 약 30만원에서 현재 약 5만원 수준으로 인하한 상황이다.

높은 중국 P로  
개선될 매출원가율

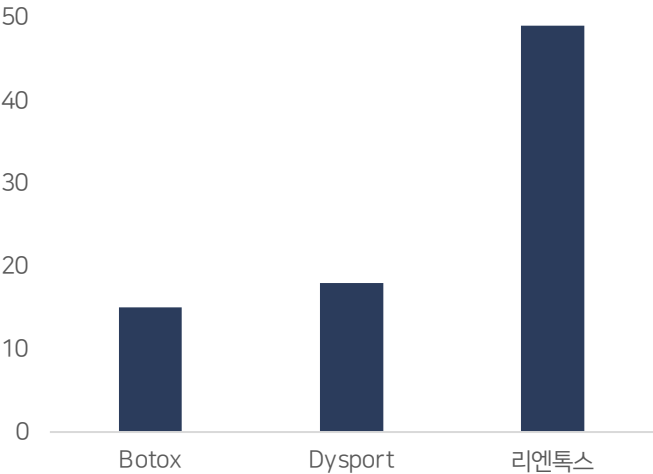
리엔톡스가 진출할 중국 시장은 성장 초기 단계이다. 국내 시장에 출시된 보톡스 제품이 20종이 넘는 데 비해 중국 시장은 4종 밖에 없다. 시술 대상이 소득 수준이 높은 중산층 이상 소비자들이기 때문에 공급가가 국내보다 높게 책정되어 있다. 21년 국내 100유닛당 보톡스 평균 공급가가 5만 6000원인 반면, 21년 중국 시장에 진출한 휴젤 ‘레티보’의 공급가는 약 22만원이다. 리엔톡스가 중국 시장 진출을 통해 기존보다 높은 공급가를 받아, 기존의 높은 매출원가율이 크게 개선될 것으로 보인다.

(3) LG화학을 통한 중국 진출

LG화학과의 파트너십  
강.력.

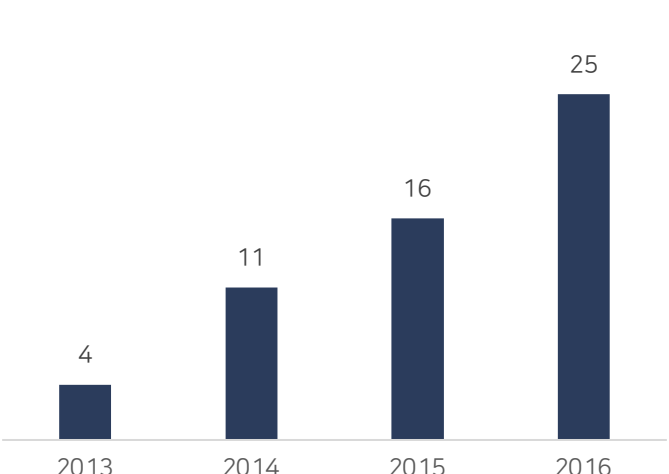
파마리서치바이오는 2019년 LG화학에 리엔톡스에 대한 중국 내 독점판매권을 부여하는 라이선스 계약을 체결했다. LG화학은 2013년에 자사의 필러 ‘이브아르’를 출시하여 4년만에 중국 시장점유율 1위를 달성한만큼 오랜 기간동안 쌓아온 노하우를 바탕으로 파마리서치를 지원할 예정이다. 향후 리엔톡스의 판매 허가가 나면 당사는 LG화학에 제품을 공급하고 LG화학이 유통, 판매, 마케팅까지 책임을 진다. 동사는 납품만 하기 때문에 리엔톡스가 팔리지 않아 손해를 볼 리스크를 감수하지 않아도 되며 해외 영업비용도 들지 않는다. 실제로 비슷한 계약 조건으로 중국 시장에 먼저 진출한 ‘휴젤’의 경우 중국 수출로 인해 2021년 보톡스 부문 매출이 13.8% 증가한데 반해 영업비용의 증가는 2.4%로 미미했기 때문에 보톡스 부문에서의 영업이익이 32.5%까지 증가한 사례가 있다. 동사 역시 리엔톡스의 중국 임상시험부터 제품판매까지 비용을 거의 사용하지 않는다. 또 중국 코스메틱 시장에 성공적으로 정착한 LG화학의 유통망과 인지도를 통해 리엔톡스의 흥행도 기대된다.

자료 3-11. 기업별 보톡스 매출원가율 (단위: %)



출처: 각 사, SRS

자료3-12. 자료3-12. LG화학 이브아르 중국점유율 (단위: %)



출처: LG화학, SRS

1. 매출액 추정

(1) 콘쥘란

2021년 관절염 환자수는 2,566,776명이며, 고령화와 비만으로 인해 2025년 환자 수는 3,204,838명에 이를 것으로 추정했다. 관절강 주사제 시장은 관절염 환자의 증가율만큼 성장하므로 관절강 주사제 시장에 같은 증가율을 적용하였다. 이후 시장 규모가 2025년 까지 일정한 성장률로 성장한다고 가정하여, 2022~2024년의 시장 규모를 산출하였다. 또 관절강 주사제 시장에서 콘쥘란의 시장점유율은 Co-Promotion을 통해 매년 1.6%p씩 상승할 것으로 추정하였다.

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
관절염 환자수 (명)	2,566,776	2,713,267	2,868,118	3,031,807	3,204,838
시장 규모 (원)	689,479,302,056	728,829,215,588	770,424,904,577	814,394,539,761	860,873,606,827
점유율 (%)	5.11	6.69	8.28	9.86	11.45
콘쥘란 매출액 (원)	35,197,918,370	48,758,674,523	63,752,660,854	80,299,301,620	98,526,984,301

① Q 추정

a. 고령화

고령화의 진행은 2020년 기준으로 5년 뒤 인구 변화를 반영하여 2025 인구 이동을 산출하였다. 이후 10세 단위로 끊어 사망률을 구해 추정 인구에서 제외하였고 2025 최종 예상 인구를 추정하였다. (연령별 관절강 주사 소비 인구/ 연령별 전체 인구) = 연령별 관절강 주사제 인구 비율을 산출하였다. (연령별 관절강 주사제 인구비율)\*(2025 예상 연령별 인구)= 2025년 최종 304만명의 2025년 관절강 주사제 소비 환자 수를 산출하였다. 최종적으로 2025년 304만명의 환자 수를 산출했고, 2020년 242만 명의 비해 25% 성장한 수치이다.

b. 비만을

2020년의 비만율은 코로나19로 인해 4.5%p 증가하였고, 2021년도 같은 비만율을 상정하였다. 2022년부터의 비만율은 5년 이동평균법을 채택하여 2025년 비만율은 37.0%로 2019년에 비해 3.2%p 증가한 수치이다. 2025년의 인구를 2021년과 같은 약 5160만명으로 가정하여 약 165만명의 신규 비만 인구를 추정하였다. 이때 비만 인구가 되기 전 관절염을 기존에 갖고 있던 사람을 배제하기 위해, 정상 체중 전체 인구 중 관절염 환자의 비율 평균(1.68%)을 구하여 신규 비만 인구에 곱해주었다. 그 후 투자포인트에서 설명하였듯 [관절염 환자 및 비만 인구/비만 인구] 비율은 일정하기 때문에, 2017~2020년의 평균 비율(9.79%)을 곱해주었다. [2025년 신규 비만 인구 - (기존 관절염 환자(정상 체중 당시))] \* (관절염 환자 및 비만 인구/비만 인구 비율)= 159,703명의 결과로 2025년 159,703명의 비만으로 인한 신규 관절염 환자가 발생할 것이라 추정하였다.

② P 추정: 급여 제도로 안정적인 P 유지

콘쥬란은 2020년 3월 1일부로 건강보험 선별급여항목으로 지정되어 P가 일정한 편이다. 고시된 콘쥬란의 건강보험 상한가격은 58,790원으로 지정되어 있기 때문에 이를 콘쥬란의 P로 볼 수 있다. 다만 본 팀은 보다 상세히 P를 추정하기 위해 (3개년 평균 병원 등급 별 관절강 주사제 사용 비율\*병원 등급 별 콘쥬란 급여 상한가격)=57,920원을 도출하였다. 고시된 상한가격과의 차이가 1,000원 미만인 점을 통해 P가 균일하다는 것을 도출하였다.

콘쥬란 2020년 시장점유율 : 보건복지부 고시에 따르면 2020년 관절강 주사제 시장규모는 약 1,729억원이다. 콘쥬란과 H/A제 관절강 주사제의 시장점유율을 도출하기 위해 먼저 콘쥬란과 H/A주사의 가격 비율을 조정하여 6,522억원의 조정된 시장규모를 도출했다. 2020년의 콘쥬란 매출액은 231억원으로 이를 시장규모에 대입해 3.5%의 시장 점유율을 구하였다.

③ 점유율 추정

대원제약, SK케미칼과 당사의 Co-Promotion으로 인한 점유율 확대 추이를 추정하기 위해 HK이노엔과 종근당의 공동 프로모션 사례를 벤치마킹하였다. 위 사례를 벤치마크로 삼은 이유는 두 사례의 유사성에 기인한다. 케이캡과 콘쥬란은 모두 급여처리 되어 수혜를 입은 의약품이다. 또한 콘쥬란과 같이 케이캡은 기존 치료제인 PPI/H2RA와 비교해 효능 측면에서 우위가 있고, 이를 바탕으로 시장 점유율을 잠식해 가고 있다는 점에서도 동질적이다. Co-Promotion 이후 종근당은 케이캡의 점유율을 19년 2%에서 21년 10%의 시장 점유율을 달성하여 2년 만에 약 8%p의 시장 점유율을 추가 확보하였다. 점유율을 추정할 때 영업 사원 한 명이 담당하는 병원 개수가 일정하다는 가정 아래 ETC(전문의약품) 영업사원 수를 조사하였다. 2020년 기준 종근당의 ETC 영업 사원 수는 900명, 대원제약은 300명으로 알려져 있다. 종근당의 ETC 영업 사원 수는 종근당의 전체 영업 사원 수의 97%를 차지한다. 종근당 전체 영업 사원수는 (종근당 ETC 사원 수\*100/97)=928명이다. 종근당과 SK케미칼의 의료분야 매출액 비율을 보면 1 : 0.31 이다. 이에 따른 SK케미칼의 전체 영업 사원 수는 287명이다. SK케미칼의 경우 의료분야에서 ETC 비중이 20%이고, Co-Promotion에 따른 콘쥬란 영업 사원 수는 357명이다. 따라서 SK케미칼과 대원제약의 영업 능력은 종근당과 비교해 약 40%이다. K-CAP 사례에서 2년 간 8%p의 추가 점유율을 확보한 것과 비교해 같은 기간 내 대원제약과 SK케미칼은 추가적으로 8%p\*0.4=3.2%p 확보할 것 이다. 위 점유율 추정 방식에 따라 콘쥬란의 시장점유율이 1.6%p씩 상승한다고 가정하면 2025년 콘쥬란의 관절강 주사제 시장 내 점유율은 11.5%가 될 것이다.

(단위: %)	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
점유율	5.11	6.69	8.28	9.86	11.45

(2) 리주란

(단위: 원)	2022년	2023년	2024년	2025년
a. 리주란 힐러	52,859,315,221	63,505,024,454	76,294,747,937	91,660,283,778
b. 리주란 HB PLUS	6,530,699,031	11,168,998,062	13,266,773,142	15,758,554,942
리주란 매출액 합계	59,390,014,252	74,674,022,516	89,561,521,079	107,418,838,720

a. 리주란 힐러

본 리서치 팀은 리주란 HB PLUS의 출시 이후에도 리주란 힐러 부문 매출액이 기존의 성장률을 유지할 것으로 예상하였다. 신제품 출시 후 두 제품이 서로 잠식하는 카니발라이제이션이 우려 됨에도 불구하고 이와 같이 예상한 이유는 다음과 같다. 우선 스킨부스터 시장은 여전히 가파른 성장세를 보이고 있다. 스킨부스터 시장은 600억원 규모로 시장 태동 단계에 있으며 2022년 1~2월 전년 동기 대비 시술 횟수가 122.9% 성장할 정도로 높은 성장세를 보이고 있다. 두 번째로, 의사들의 시술가 경쟁으로 인해 리주란 힐러의 시술가가 하락하면서, 소비자들의 진입 장벽이 낮아져 수요가 증가할 것으로 예측한다. 스킨부스터 시장의 성장과, 리주란 힐러의 가격적 매력을 고려해 리주란 힐러의 성장세는 견고할 것이다.

① P 추정

2017년 리주란 힐러의 공급가는 75,000원이다. 본 팀은 리주란의 폭발적인 수요 증가에 따른 의사들의 시술 경쟁이 리주란의 시술가를 낮춘 요인으로 보았다. 의사들은 시술가를 낮추더라도 시술 횟수가 증가한다면 전체적인 이윤이 증가한다. 이에 동사의 리주란은 수요 우위 상태에 놓여있다고 판단하였으며, 이에 17년도 공급가액이 현재와 동일할 것이라고 예측한다.

② Q 추정

리주란 힐러의 매출액은 다음과 같은 식으로 도출된다.

리주란 힐러 매출액 = (병원개당 시술 인구수) \* (취급 병원 수) \* (연 평균 시술회수) \* (공급가)

리주란 힐러의 수요가 견고할 것을 가정해 공급가를 고정시킨 채로 병원 개당 시술인구 수와 취급 병원 수가 기존 성장률대로 성장 할 것으로 추정하였다. 이에 병원 개당 시술 인구 수와 취급 병원 수의 성장률로 각각의 5개년 CAGR인 8.52%, 11%를 적용했다. 연 평균 시술 회수는 리주란 시술 시 권고 사항인 4회를 적용했다.

	2021년	2022년	2023년	2024년	2025년
공급가액	75,000	75,000	75,000	75,000	75,000
시술 횟수	4	4	4	4	4
취급병원수	832	903	980	1,063	1,154
병원당 시술 인구 수	176	195	216	239	265
매출액	43,998,206,908	52,859,315,221	63,505,024,454	76,294,747,937	91,660,283,778



b. 리쥘란 HB PLUS

① P 추정

리쥘란 HP PLUS의 공급가는 리쥘란 힐러와의 ASP가 2배 차이나는 것을 고려해, 공급가도 2배 정도인 150,000원으로 추정하였다.

② Q 추정

HB PLUS의 매출액 산출 방식은 리쥘란 힐러와 동일하다.

HB PLUS 매출액 = (병원개당 시술 인구수) \* (취급 병원 수) \* (연 평균 시술회수) \* (공급가)

리쥘란 HB PLUS의 21년 4분기 예상 매출액은 17년도부터 21년 3분기까지의 분기별 매출액 CAGR을 통해 구한 21년 4분기의 예상 리쥘란 매출액을 실제 4분기 리쥘란 매출에서 빼서 구하였다. 22년 1분기 HB PLUS의 매출액 또한 위와 같은 방법으로 구하였다. 그 이유는 다음과 같다.

- 1) 일반 리쥘란은 기존의 CAGR로 성장한다고 가정
- 2) 실제 매출액이 CAGR을 넘어선 성장이 있었을 경우, 이는 HB PLUS의 출시효과로 인한 것이라 가정

이를 통해 21년 4분기와 22년 1분기의 HB PLUS 매출액 합계는 약 18억 5,000만원으로 추정했다. 본 팀은 병원 당 시술 인구를 도출하기 위해 위에서 구한 합산 매출액을 공급가 150,000원, 시술횟수 4회, 22년 5월 기준 취급병원수 166곳으로 나누어 병원 개당 시술 인구수를 19명으로 도출했다.

HB PLUS의 취급 병원 수는 2023년까지 현재 리쥘란을 취급하고 있는 병원 수인 832개로 증가할 것으로 예상된다. 리쥘란을 취급하는 병원수가 17~20년까지 연 CAGR 8.5%로 성장하였기 때문에 현재 취급 병원 수 또한 이와 같이 성장할 것이라 가정하여 2023년에 980개로 취급병원 수가 늘 것이라 가정하였다. 병원 수는 2개년 동안 등차적으로 상승한다 가정하여 22년 573개, 23년 980개로 늘어나게 설정하였다. 이렇게 구한 연도별 병원 수와 병원 개당 시술 인구수인 19명을 곱하여 22년 약 64억원, 23년 109원의 매출액을 도출하였다. 23년 이후에는 HB플러스가 빠른 성장을 이룬 후에는 리쥘란의 성장률을 따라 갈 것이라고 가정해 리쥘란의 매출액 CAGR인 18.78%를 적용했다.

c. 화장품 매출액 추정

동사는 화장품 부문에서 19년 이후 3개년간 지속적인 성장성을 보였으며, 올해에는 화장품 관련 TV광고 집행 및 올리브영, 마켓컬리와 같은 유통채널 입점으로 인한 매출액 증가가 예상된다. 다만 경쟁이 치열한 화장품 산업의 특성을 고려해, 매출액을 보수적으로 추정하고자 빠른 성장을 이룬 3개년 매출액의 CAGR이 아닌 5개년 CAGR인 17.58%를 적용하였다.

단위: 백 만원	2019년	2020년	2021년	2022년	2023년	2024년	2025년
화장품 매출액	12,720	16,753	27,165	<u>31,941</u>	<u>37,556</u>	<u>44,159</u>	<u>51,922</u>

(3) 리엔톡스

보톡스 총 매출액 = [a. 국내 매출] + [b. 해외 매출 (25년부터는 중국 제외)] + [c. 중국 매출 (25년부터)]

(단위: 원)	2022년	2023년	2024년	2025년	2026년
a. 국내 매출액		5,980,000,000	6,520,000,000	7,110,000,000	7,750,000,000
b. 해외 매출액	11,636,883,500	12,800,571,900	14,080,629,000	5,722,572,000	6,294,829,000
c. 중국 매출액				3,913,639,370	7,933,017,380
전체 매출액	11,636,883,500	18,780,571,900	20,600,629,000	16,746,211,370	21,977,846,380

a. 국내 매출

리엔톡스는 현재 국내에서 임상 3상까지 마친 상태로 출시를 위한 막바지 상업화 단계에 있다. 2022년 식약청의 허가 이후, 2023년부터 본격적인 매출이 잡힐 것으로 예상된다. 아직 미출시 제품이기에 2019년 종근당의 ‘원더톡스’의 출시 이후 시장 점유율 추이를 참고하여 매출을 추정했다. 참고 사례로 원더톡스를 선택한 이유는 다음과 같다. 1) 파마리서치는 리쥬란과 콘쥬란으로 인해 업계 내외로 인지도가 높으며 의료기관과 형성된 신뢰도 수준이 종근당과 유사하다. 2) 2019년에 출시된 원더톡스는 역시 국내 보톡스 시장이 포화된 상황에서 출시된 제품이다. 3) 국내 보톡스 제품은 단가와 기술력에서 큰 차별점이 없다. 국내 보톡스 시장은 완전 경쟁시장과 흡사하기 때문에 원더톡스의 출시 1년 뒤 점유율을 리엔톡스에 적용시켜 국내 매출을 추정하는 것이 적절하다고 판단한다. 원더톡스의 2020년 매출액은 약 47억으로 시장 점유율 3%를 차지했다. 이를 2023년 출시될 리엔톡스에 적용하여 2023년 이후 파마리서치의 국내 보톡스 매출액을 아래의 표와 같이 추정한다. 국내 보톡스 시장 규모는 2020년 시장 규모(1540억 원)에 CAGR 9.6%를 적용하여 도출했다.

연도 (단위 : 억원)	2023년	2024년	2025년	2026년
국내 매출액	59.8	65.2	71.1	77.5

b. 해외 매출

리엔톡스는 현재 동남아, 일본, 남미, 중국의 그레이 마켓 등에 수출되고 있다. 이에 해외 매출액은 기존 매출액에 글로벌 보톡스 시장 CAGR인 10%를 적용했다. 단 리엔톡스가 중국 정규 시장에 진출하는 25년 이후로는 중국 그레이 마켓을 통한 판매가 중단될 것이기 때문에 25년 이후 예상 중국 매출액을 제외해주었다. 예상 중국 매출액은 21년도 보톡스 수출액의 국가별 비중을 사용해 산출했다.

연도 (단위 : 천 원)	2022년	2023년	2024년	2025년	2026년
해외 매출액	11,636,884	12,800,572	14,080,629	5,722,572	6,294,829

c. 중국 매출

① P 추정

리엔톡스의 중국 공급가는 국내 보톡스 시장에서의 공급가를 참고하여 추정한다. 국내에서 ‘Botox’ 이후로 시장에 진입한 ‘메디톡신’의 공급가는 Botox 가격에서 약 20% 할인된 수준으로 책정됐다. 그 다음 주자인 ‘보툴렉스’의 공급가는 메디톡신에서 20% 할인한 수준으로 책정됐다. 그 결과 2021년 신규 보톡스 공급가는 3만원 대까지 하락했다. 즉 시장 규모가 작은 국내에서 경쟁이 심화되어 점유율 확보를 위해 후발주자는 직전 진입 기업의 공급단가에서 약 20% 가격을 할인한다. 하지만 25년 기준 국내와 중국 보톡스 시장의 규모는 9배 가량 벌어진다. 중국은 시장 초기라 진출기업이 4개밖에 없는 상태이고, 시장 성장률에 따라 향후 국내와 시장 규모 차이가 훨씬 더 커질 것이기에 동사의 중국 진출 시 공급가를 국내 사례와 같이 할인하는 경우는 없을 것이다. 따라서 동사의 리엔톡스 공급가를 중국에 먼저 진출한 국내 기업인 휴젤의 ‘레티보’의 공급가인 22만원과 같다고 추정한다.

② 매출액 추정

(1) 리엔톡스 중국 진출 이후 중국 보툴리눔 독신 시장 규모 추정

중국 내 보툴리눔 독신 시장이 성장 초기 단계이며, 2025년까지 중국 보툴리눔 독신 시장 CAGR을 30%의 높은 수치로 추정한다. 이에 따른 25년 중국의 예상 시장 규모는 약 2조 1,420억이다. 중국 필러 시장의 성장률이 시장이 본격적으로 성장한 5년 이후부터 점차 감소한 것을 고려해, 2025년 이후 부터는 중국 기존 성장률에 할인을 적용해주었다. 할인율은 26년부터 30년까지 중국 시장 성장률(30%)이 현재 국내 시장 성장률(6.7%)이 되기까지의 역성장률인 CAGR 35%를 적용하였다. 시장 성장률의 증가세가 35%씩 꺾인다는 뜻이다. 고로 26년 중국 보톡스 시장 규모 성장률은 25년 시장 규모에서 시장성장률 30%에서 0.65를 곱한 19.5%이다.

(2) 진출 이후 예상 시장 점유율

LG화학은 중국 필러 시장 진출 이후 3년만에 시장 점유율 1위를 달성하고, 6년간 시장 1위 자리를 유지하고 있다. ASAPS(American Society for Aesthetic Plastic Surgery)의 설문조사에 따르면 보톡스 시술 경험이 있는 피부과 환자 10명 중 7명이 필러 역시 맞은 경험이 있다고 답했다. 또한 우리나라 피부과, 성형외과를 100곳 조사한 결과 66곳이 보톡스와 필러를 함께 패키징 상품으로 판매했다. 그리하여 보톡스와 필러의 상관계수는 0.7로 채택했다. LG화학은 진출 3년 만에 점유율 25%를 달성해 유지하고 있는 가운데 보톡스와 필러 간의 상관계수가 0.7인 것을 고려해 리엔톡스의 중국 내 독점 공급을 맡은 LG화학의 보톡스 시장 목표 점유율이 약 14%라고 추정한다. 공급 계약 단위가 5년 주기로 갱신되는 것을 고려해, 2025년 중국 시장 진출 이후 점유율이 점차 상승하여 첫 공급 주기인 5년 안에는 목표 점유율인 14%를 달성할 것이다. 성장률은 필러와 보톡스를 함께 공급하는 것을 고려하여 LG화학의 필러 제품인 이브아르의 최근 성장률인 66.3%를 대입해주었다.

(3) 공급가 할인

국내 기업들은 중국 내 보툴리눔 독신을 판매를 위해 중국 공급업체와의 계약을 맺은 뒤, 국내에서 제품을 중국 공급업자에게 수출해 이를 중국 현지 유통사가 직접 공급하는 방식으로 채택하고 있다. 중국에 선제적으로 진출한 휴젤 레티보의 공급가가 판매가 대비 40% 수준인 것을 고려하여 동사의 리엔톡스 공급가도 판매가에 60% 할인을 적용시켜주었다.

(4) 라이선스 할인

LG화학과의 중국 독점 공급 계약은 라이선스 계약이다. 일반적으로 제품의 특허를 가진 라이선서가 로열티의 75%, 라이선시는 25%를 가져가는 업계의 로열티 비율을 그대로 적용시켜 주었다.

**중국 매출액 추정 : (1) 중국 보톡스 시장 규모 \* (2) 예상 시장 점유율 \* (3) [1-공급가 할인] \* (4) [1-라이선스 할인]**

리엔톡스가 중국에 진출한 2025년 이후 5개년 중국 예상 매출액에 사용한 논리는 다음과 같다.

- 1) 중국 진출 이후 년도 별 예상 중국 시장 규모를 나열한다.
- 2) 해당 년도 별 예상 시장 점유율을 구해, 리엔톡스를 통해 중국 내에서 발생할 매출액을 구한다

연도	2025년	2026년	2027년	2028년	2029년	2030년
중국 시장 규모	21,421	26,097	30,244	33,741	36,580	38,820
* 예상 점유율	1.83%	3.04%	5.06%	8.41%	14%	14%
= 예상 판매액	391	793	1,530	2,839	5,121	5,435
* 공급가 할인	60%	60%	60%	60%	60%	60%
* 라이선스 할인	25%	25%	25%	25%	25%	25%
= 예상 매출액	117	238	459	852	1,536	1,620

2. 비용 추정

1) 매출원가

매출원가는 2개년 실적을 이용해 사업부별 매출원가율을 가정한 뒤 매출액에 곱해서 구해주었다. 화장품은 화장품 제조업계별 매출원가율이 크게 차이 나지 않음을 파악하여 산업 평균 매출원가율 45.25%를 가정하였다. 보톡스는 동사의 자회사인 파마리서치바이오에서 생산하며, 매출은 전부 보톡스 판매에서 발생하므로 3년 평균 매출원가율 50%를 적용하였다. 의약품(상품)의 매출은 의약품 전체 매출에서 리엔톡스 매출을 제하여 구했다. 동사의 상품은 의약품만 존재하기 때문에 상품 매출원가를 이용하여 매출원가율 50.27%를 산출하였다. 리쥘란의 매출원가율은 유사한 시술 제품인 필러 매출원가율에 리쥘란의 가격 프리미엄과 원재료 가격 차이를 고려해 16.74%를 산출하였다. 또한 콘쥘란은 리쥘란과 매출원가는 유사하나, 공급가 차이가 있는 점을 고려해 가격 차이에 따른 매출원가율 21.36%를 도출하였다.

	2022F	2023F	2024F	2025F
총 매출원가	57,561,023,820	69,406,889,293	79,487,064,987	87,807,582,547
콘쥘란 (21.36%)	10,414,852,878	13,617,568,358	17,151,930,826	21,045,363,847
리쥘란 (16.74%)	9,941,888,386	12,500,431,369	14,992,598,629	17,981,913,602
화장품(45.25%)	14,453,302,500	16,994,090,000	20,144,847,500	23,494,705,000
보톡스(50%)	5,772,790,256	9,316,609,766	10,219,498,232	8,307,410,298
의약품(50.27%)	16,978,189,800	16,978,189,800	16,978,189,800	16,978,189,800

2) 판매비와 관리비

판매비와 관리비는 16개의 항목으로 구성되어 있으며, 변동비와 고정비, 준고정비로 분류하였다. 변동비는 매출액 증가율과 연동하여 구하였고, 고정비는 과거 데이터를 이용하여 산출하였다. 광고선전비 지출을 특별히 고려하였는데, 최근 광고선전비 지출의 대폭 확대가 리쥘란 브랜드 인지도 제고를 위해 이루어진 것이며, 리쥘란과 화장품 매출과 광고선전비가 유의미한 양(+)의 상관관계가 있음을 파악하였다. 동사가 리쥘란 브랜드의 매출 성장을 위해 지속적으로 광고선전비를 높은 수준으로 유지할 것이라 판단하였으며, 이러한 추세를 반영하기 위해 리쥘란과 화장품의 매출성장률을 가중평균한 뒤 곱해주어 계산하였다.

(단위: 원)	2021	2022F	2023F	2024F	2025F
급여	13,968,000,000	17,688,155,805	21,859,018,835	25,756,633,754	29,218,401,266
퇴직급여	1,832,000,000	2,403,584,000	3,165,520,128	3,899,920,798	5,058,197,275
복리후생비	2,405,000,000	2,895,382,177	3,567,119,430	4,194,848,781	4,752,382,841
여비교통비	888,000,000	938,971,200	992,868,147	1,049,858,779	1,110,120,672
감가상각비	2,752,000,000	3,508,337,459	4,184,053,449	5,098,945,101	6,982,136,337
무형자산상각비	3,592,000,000	3,435,081,282	3,331,635,035	3,737,253,278	4,136,985,374
대손상각비	- 384,000,000	- 399,750,000	- 606,437,500	- 674,796,875	- 516,246,094
지급수수료	10,646,000,000	12,816,731,249	15,790,250,916	18,568,964,706	21,036,951,237
지급임차료	42,000,000	63,666,667	72,555,556	59,407,407	65,209,877
경상연구개발비	6,738,000,000	6,443,646,346	6,249,598,236	7,010,471,211	7,760,302,742
세금과공과	314,000,000	277,000,000	295,500,000	286,250,000	290,875,000
접대비	463,000,000	550,923,700	655,544,111	780,031,937	928,160,002
도서인쇄비	73,000,000	79,666,667	74,555,556	75,740,741	76,654,321
소모품비	518,000,000	388,666,667	405,888,889	437,518,519	410,691,358
광고선전비	9,339,000,000	8,372,170,250	10,298,255,528	12,303,637,069	14,624,116,114
기타GA	2,658,000,000	2,801,000,000	2,915,333,333	2,791,444,444	2,835,925,926
총합	55,844,000,000	62,263,233,468	73,251,259,647	85,376,129,649	98,770,864,248

3) 영업 외 수익 및 비용

기타수익 및 비용은 3개년 평균치를 적용하였으며, 금융수익 중 이자수익은 매출액에서 차지하는 비중의 3개년 평균치를, 금융원가 중 이자비용은 추정기간 발생할 부채를 구한 뒤 이자율을 적용하여 구했다. ~~법인세율은 동사가 중소기업에서 중견기업으로 분류되는 시점을 ~라 예상하여 유효세율로 계산하였다.~~

3. SoTP 밸류에이션

본 리서치 팀은 적정주가 산출을 위해 SoTP Valuation 방식을 채택하였다. 당사는 크게 의료기기, 의약품, 화장품, 그리고 보톡스 까지 4개의 사업 부문을 영위하고 있다. 보톡스 부문의 경우 중국향 매출액이 25년부터 본격적으로 발생하기 때문에 이를 반영하기 위해 DCF Valuation 방식을 채택하였다. 나머지 3개 부문은 사업 부문별로 시장에서 크게 상이한 PER를 부여받기 때문에, 보다 정확한 산출을 위하여 동사의 사업 부문마다 다른 Peer Group을 선정하여, 각 부문별로 Peer PER를 도출해 적용하였다.

(1)의료기기 부문

동사의 의료기기 사업 분야의 Peer Group은 관절강 주사제 시장에서 콘쥘란과 직접 경쟁하는 제품을 영위하는 휴메딕스, 휴온스, 녹십자웰빙, 뷰티 바이오 시장에서 스킨부스터, 필러 제품 등을 영위하는 휴젤, 바이오플러스, 제테마, 의료기기 사업을 영위하는 클래시스, 루트로닉, 비올, 이루다를 Peer Group으로 선정하였으며 10개 기업을 사용한 Peer PER는 24.62이다.

(2) 의약품 부문

당사 의약품 부문의 Peer PER 도출을 위한 Peer Group에 동국제약, 위더스제약, 종근당, 하나제약, 휴온스 5개 기업을 선정하였다. 선정 기준으로는 의약품 매출이 전체 매출의 대부분을 차지할 것, 치료 목적의 전문 의약품을 취급하면서 건강 유지 및 웰빙 추구의 의약품도 취급하거나, 앰플 주사제와 같은 비슷한 제품을 취급할 것이었다. 이 5개의 기업의 PER를 산술 평균으로 도출한 결과 Peer PER은 19.05이다.

(3) 화장품 부문

화장품 부문의 Peer 그룹으로는 네오팜, 코스메카코리아, 한국콜마, 클리오,엔에프씨, 코리아나를 선정하였다. 네오팜과 한국콜마의 동사와 동일하게 화장품과 제약 부문 사업을 함께 영위하는 점을 고려해 선정하였다. 엔에프씨, 코리아나, 코스메카코리아와 클리오는 주요 사업 부문이 화장품 제조인 점을 고려해 선정하였다. 위 3개 기업의 Peer PER는 25.44이다.

(단위: 원)	당기순이익(원)	Peer PER	사업 가치(원)
의료기기(콘쥘란+리쥘란)	45,421,823,975	24.62	1,074,226,137,009
의약품	5,264,126,141	19.05	84,805,072,137
화장품	3,653,885,794	25.44	64,600,700,840
보톡스-DCF			77,225,532,467

합계 (단위: 원)
131,123,055,842

(4) 보톡스 부문 - DCF Valuation

파마리서치는 자회사인 파마리서치 바이오를 통해 보톡스 사업을 전개하고 있기 때문에 파마리서치 바이오의 재무지표를 사용하여 DCF Valuation을 진행하였다. 먼저 Cost of equity 추정을 위해 무위험수익률을 미국 국채 10년물의 역사적 수익률을 사용하였다. US MRP는 S&P 500과 무위험 수익률의 차이인 4.84%이다. 기업의 Beta는 Damodaran의 Data를 참고하여 전세계 Health Care Products, Drugs(Biotechnology) 산업의 Unlevered Beta를 구한 뒤, 다시 당사의 부채비율을 가중해주었고 이는 1.11이다. 가장 안정적이고 역사적 time series가 긴 미국의 data 를 사 용 하 였 으 므 로 CDS(Country Default Spread)를 대륙별 매출액 비중(국내 5%,아시아 5%, 중국 90%)에 따라 가중평균하였다. 이에 따라 Lamda\*CDS는 0.57%이다. 이를 다 더한 COE는 11.1%로 계산했다.

파마리서치 바이오는 현재 약 200만 바이알의 생산능력을 보유하고 이는 연 매출 400억원을 감당할 수 있다. 28년 예상 매출액이 450억원을 달성하기 때문에 추가 증설이 필요하다. 공장 증설까지 약 3년이 소요되기 때문에 25년부터 해당 Capex지출이 발생할 것으로 가정하였다. 또한 향후 매출액을 감당하기 위해선 약 450만 바이알의 생산능력을 증가시켜야 함으로써 대응제약의 증설 사례를 벤치마킹하여 400억원의 Capex지출이 3년 평균 발생한다고 가정했다.

순운전자본은 매출액 증가분에 따라 증가한다고 가정하였다. 성숙기 기업에 속하는 메디톡스는 순운전자본 증감분이 매출액의 5%를 차지한다. 파마리서치 바이오는 19년도부터 보톡스 매출액이 발생하여 사업 초기에 속하기 때문에 해당 사례를 벤치마킹하였다.

위의 과정을 거쳐 각 사업 년도의 FCFE를 도출하였고 이를 COE로 나누어 22년 약 1,627억원의 사업가치를 도출하였다.

(5) Target Price 100,000원, Upside 100%

본 팀은 SoTP 밸류에이션 방법에 따라 사업부 별 가치를 합산해 주었다. 총 사업 가치에서 순차입금을 제하고, 발행 주식 수(보통주식 수+전환주식 수)로 나누어 목표 주가 121,500원을 산출하였다. Upside 47.26%가 확인되는 바, 최종적으로 매수 의견을 제시한다.

총 사업 가치 (원)	131,123,055,842
발행 주식 수	10,680,040 (10,111,930+568,110)
적정 주가 (원)	121,500
현재 주가 (원)	82,500
상승 여력	47.26%

(연결)손익계산서

단위: 억원	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
매출액	1540.8	1855.0	2285.4	2687.5	3083.9
매출원가	457.5	575.6	694.1	794.9	878.1
매출총이익	1083.3	1279.4	1591.3	1892.7	2205.8
판매관리비	558.4	614.4	727.9	853.7	993.1
영업이익	524.9	665.0	863.4	1038.9	1212.7
EBITDA	630.8	770.2	981.2	1174.9	1354.6
영업외손익	35.4	29.6	42.0	59.3	62.4
금융손익	32.7	33.6	42.4	52.9	61.8
투자손익	6.7	5.1	7.4	6.4	6.3
기타영업외손익	(4.0)	(9.2)	(7.8)	0.0	(5.7)
세전이익	560.3	694.6	905.4	1098.2	1275.1
당기순이익	468.2	569.1	741.8	899.0	1038.3
매출액		20.4	23.2	17.6	14.7
영업이익		26.7	29.8	20.3	16.7
EPS	4717	5329	6946	8418	9722

(연결)재무상태표

단위: 억원	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
유동자산	2,068	2,138	2,385	2,706	3,060
현금및현금성자산	417	352	461	646	865
매출채권	277	385	474	557	639
유동성금융자산	1,151	1,151	1,151	1,151	1,151
재고자산	173	209	257	302	347
기타유동자산	49	42	42	49	57
비유동자산	2,209	2,299	2,796	3,392	4,023
유형자산	1,095	1,182	1,675	2,179	2,713
무형자산	428	455	459	541	626
기타비유동자산	686	662	662	673	684
자산총계	4,276	4,437	5,181	6,098	7,083
유동부채	480	360	424	499	580
매입채무	29	42	51	58	64
단기차입금	158	-	-	-	-
기타부채	293	318	373	441	516
비유동부채	513	509	508	512	512
장기차입금	7	6	4	4	-
전환사채	206	206	206	206	206
기타비유동부채	300	297	298	302	306
부채총계	993	869	932	1,011	1,092
자본금	51	51	51	51	51
자본잉여금	1,501	1,501	1,501	1,501	1,501
이익잉여금	1,540	2,049	2,731	3,570	4,476
자본총계	3,284	3,564	4,245	5,085	5,990

주요 투자지표

단위: 억원	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
주당지표(원)					
EPS	4,717	5,329	6,946	8,418	9,722
BPS	30,618	33,367	39,751	47,608	56,085
Multiple(배)					
P/E	17.7	14.7	11.2	9.3	8.0
P/B	2.7	2.3	2.0	1.6	1.4
수익성(%)					
영업이익률	34.1	35.9	37.8	38.7	39.3
EBITDA마진	40.9	41.5	42.9	43.7	43.9
순이익률	30.4	30.7	32.5	33.5	33.7
ROE	17.0	16.0	17.5	17.7	17.3
ROA	10.9	12.8	14.3	14.7	14.7
안정성및기타					
부채비율(%)	30.2	30.4	30.4	30.6	30.8
이자보상배율(배)	40.0	45.4	58.3	71.0	82.8
배당성향(배)	12.8	12.8	12.8	12.8	12.8

(연결)현금흐름표

단위: 억원	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	653	400	565	715	868
당기순이익	468	569	742	899	1,038
현금유출이없는비용및 수익	166	212	262	321	407
유형및무형자산상각비	96	99	116	145	200
영업관련자산부채변동	84	(298)	(327)	(367)	(411)
매출채권및기타채권의 감소	(38)	(107)	(89)	(83)	(82)
재고자산의감소	29	(209)	(257)	(302)	(347)
매입채무및기타채무의 증가	4	13	9	7	6
투자활동현금흐름	(938)	(200)	(408)	(491)	(542)
CAPEX	206	200	408	491	542
투자자산의손증	3	0	0	0	0
재무활동현금흐름	0	0	0	0	0
사채및차입금의증가	(6)	(1)	(2)	0	(4)
배당금지급	(60)	(60)	(60)	(60)	(133)
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가	150	(19)	95	164	190
기초현금	267	417	398	493	657
기말현금	417	398	493	657	846