

# 파마리서치

| Bloomberg Code (214450 KS) | Reuters Code (214450.KQ)

2023년 1월 16일

## [헬스케어]

원재희 연구원  
 ☎ 02-3772-2669  
 ✉ jhwon@shinhan.com

오강호 수석연구원  
 ☎ 02-3772-2579  
 ✉ snowKH@shinhan.com

## 저평가 구간을 지나는 중



**매수**  
(유지)



현재주가 (1월 13일)  
**67,600 원**



목표주가  
**98,000 원 (상향)**



상승여력  
**45.0%**

- ◆ 4Q22 Pre: 컨센서스에 부합하는 실적 전망
- ◆ 리튬 수출 확대 + 리엔톡스 국내 판매 본격화가 견인하는 호실적
- ◆ PDRN 특허분쟁 승소의 의미는?



투자판단	매수 (유지)
목표주가	98,000 원 (상향)
상승여력	45.0%

KOSPI	2,386.09p
KOSDAQ	711.82p
시가총액	683.6십억원
액면가	500 원
발행주식수	10.1백만주
유동주식수	5.8백만주(57.7%)
52 주 최고가/최저가	98,400 원/55,500 원
일평균 거래량 (60 일)	50,722 주
일평균 거래액 (60 일)	3,351백만원
외국인 지분율	10.36%
주요주주	
정상수 외 5 인	39.81%
국민연금공단	7.12%
절대수익률	
3 개월	21.8%
6 개월	4.0%
12 개월	-14.0%
KOSDAQ 대비 상대수익률	
3 개월	11.5%
6 개월	11.5%
12 개월	18.8%

주가차트



4Q22 Pre: 컨센서스에 부합하는 실적 전망

4분기 연결 기준 매출액 및 영업이익을 각각 506억원(+20.3% YoY, 이하 YoY 생략), 189억원(+49.5%, OPM 37.4%)으로 추정한다. 매출액과 영업이익 모두 컨센서스에 부합하는 무난한 실적이 예상된다.

의료기기 매출액은 285억원(+32%)으로 추정한다. 국내는 계절적 성수기에 따른 리주란 판매 호조, 3분기 부자재 공급 이슈로 발생 지연됐던 콘주란 일부 매출의 4분기 인식(약 15억원) 등에 따른 고성장이 예상된다. 해외 역시 리주란의 말레이시아, 싱가포르향 수출이 꾸준히 이뤄짐에 따라 3분기에 이어 호실적을 달성할 전망이다.

화장품 매출액은 98억원(+36%)으로 추정한다. 국내 대형 로드샵 입점 효과 지속에 따른 판매 호조가 예상된다. 다만 중국 일부 지역 내 코로나19 락다운 발생에 따른 수출 둔화로 인해 화장품 매출액의 성장폭은 일부 제한될 전망이다.

영업이익률은 상여급 지급에 따른 인건비 증대에도 불구하고 원재료·생산·판매 수직계열화에 따른 낮은 원가율 지속, 리주란 수요 확대에 따른 고평가 지속 등에 따라 전분기대비 1.6%p 증가할 전망이다.

2023년 매출액 및 영업이익 각각 +19%, +24% 성장 전망

2023년 연간 기준 매출액 및 영업이익을 각각 2,290억원(+19.4%), 841억원(+23.6%, OPM 36.7%)으로 추정한다. 1) 리주란HB+ 국내 침투 지속과 더불어 2) 상반기 중국 제로 코로나 정책 완화 및 미용시술 수요 회복에 따른 리주란, 리엔톡스 수출 증대, 3) 태국, 베트남, 일본향 수출 본격화, 4) 하반기 리엔톡스 국내 판매 본격화 등에 따른 실적 고성장이 지속이 예상된다.

오리지널리티 속에 숨은 의미는 크다

파마리서치는 지난 12월 경쟁사와의 특허분쟁 승소를 통해 PDRN 제품의 오리지널리티를 인정 받은 바 있다. 이는 일부 경쟁 제품의 판매 제동에 따른 M/S 확대, 시장 지배력 확대에 따른 고평가 지속 등으로 이어질 전망이다. 향후 오리지널리티는 견조한 실적의 기반이 될 것으로 판단되는 만큼 현 주가에서의 투자매력은 충분하다고 판단한다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2020	108.7	33.4	39.5	32.8	3,276	96.6	24,505	17.5	12.7	2.3	14.4	(18.7)
2021	154.1	52.5	56.0	46.7	4,628	41.3	30,206	17.7	12.2	2.7	17.0	(28.3)
2022F	191.7	68.1	66.2	55.0	5,441	17.6	35,143	12.8	7.6	2.0	16.7	(37.2)
2023F	229.0	84.1	84.8	66.6	6,584	21.0	41,232	10.3	5.6	1.6	17.2	(41.3)
2024F	263.3	100.7	102.2	80.5	7,966	21.0	48,712	8.5	4.3	1.4	17.7	(45.1)

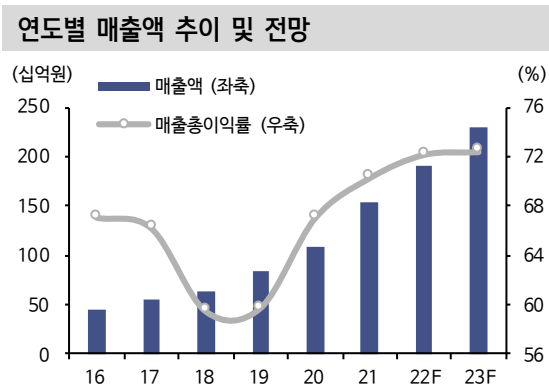
자료: 회사 자료, 신한투자증권

(십억원, %)	4Q22F	4Q21	YoY	3Q22	QoQ	컨센서스	차이
매출액	50.6	42.1	20.3	46.2	9.6	51.0	(0.8)
영업이익	18.9	12.6	49.5	16.5	14.4	19.0	(0.5)
세전이익	19.3	13.0	48.3	19.5	(0.8)	17.9	7.8
(지배주주)순이익	18.2	9.7	88.0	17.4	4.5	15.8	15.2
영업이익률	37.4	30.1		35.8		37.3	
순이익률	36.0	23.0		37.7		31.0	

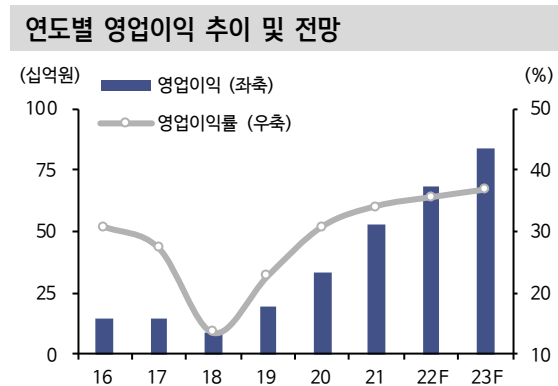
자료: Quantwise, 신한투자증권

(십억원, %)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22F	21	22F	23F
매출액	34.5	38.8	38.7	42.1	45.3	49.7	46.2	50.6	154.1	191.7	229.0
YoY	67.0	40.0	32.9	34.6	31.1	28.1	19.3	20.3	41.7	24.4	19.4
의약품	10.0	11.7	11.7	10.9	12.0	11.0	11.3	11.0	44.4	45.4	55.9
YoY	13.9	11.1	22.7	6.4	20.4	(5.7)	(3.7)	0.9	13.3	2.3	23.2
의료기기	17.2	18.1	19.3	21.6	22.7	24.5	22.9	28.5	76.3	98.6	118.7
YoY	95.6	51.6	32.6	47.3	31.6	35.2	18.8	31.8	52.6	29.3	20.4
화장품	5.1	7.7	7.1	7.2	8.9	10.0	10.6	9.8	27.2	39.3	44.4
YoY	108.9	77.3	58.9	32.1	75.2	29.3	48.7	36.1	62.2	44.7	13.0
기타	2.2	1.2	0.6	2.3	1.7	4.1	1.4	1.2	6.3	8.5	10.0
YoY	239.6	44.9	6.2	177.6	(24.8)	239.4	140.6	(45.8)	119.9	34.1	18.0
매출총이익	24.6	27.3	27.1	29.4	31.9	35.9	33.8	36.8	108.3	138.5	165.9
YoY	83.4	52.8	36.6	34.6	30.0	31.5	24.8	25.4	48.6	27.8	19.8
GPM	71.1	70.4	70.0	69.8	70.5	72.2	73.2	72.8	70.3	72.2	72.4
영업이익	12.3	13.9	13.3	12.6	15.2	17.4	16.5	18.9	52.5	68.1	84.1
YoY	169.5	72.7	40.6	11.4	24.0	25.1	23.9	49.5	57.0	29.7	23.6
OPM	35.6	35.8	34.4	30.1	33.7	35.0	35.8	37.4	34.1	35.5	36.7
당기순이익	12.3	11.5	13.3	9.7	9.3	10.1	17.4	18.2	46.7	55.0	66.6
YoY	151.5	13.7	72.4	(4.2)	(23.9)	(12.1)	31.1	88.0	42.5	17.8	21.0
NPM	35.5	29.6	34.3	23.0	20.6	20.3	37.7	36.0	30.3	28.7	29.1

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

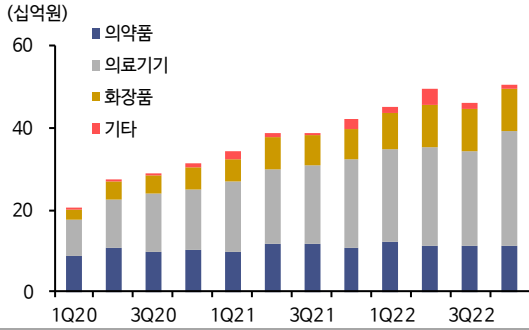


자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정



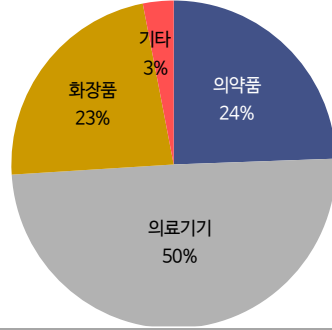
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

### 분기별 매출액 추이 및 전망



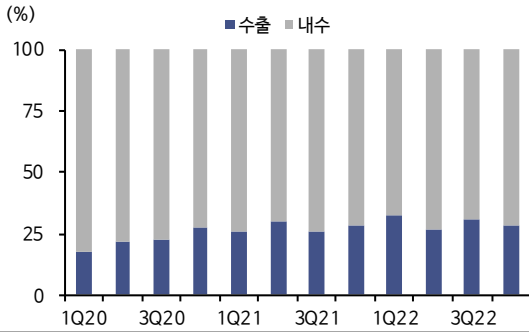
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

### 사업부문별 매출 비중 현황



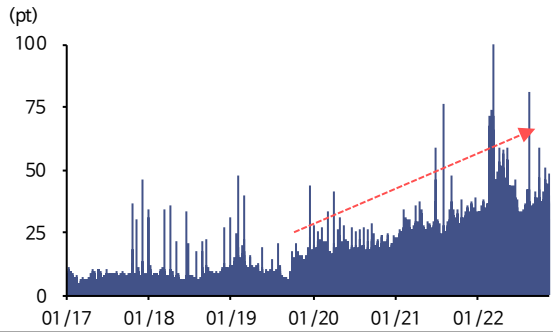
자료: 회사 자료, 신한투자증권 / 주: 2022년 3분기 기준

### 분기별 수출/내수 비중 추이 및 전망



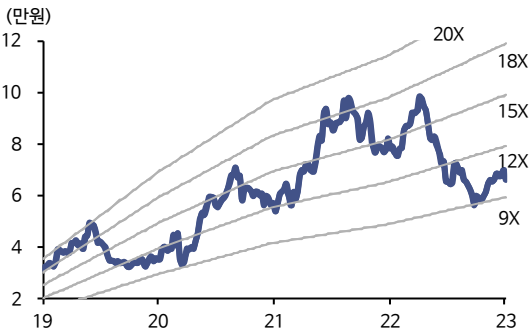
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

### 리뷰란 검색어 유입량 추이



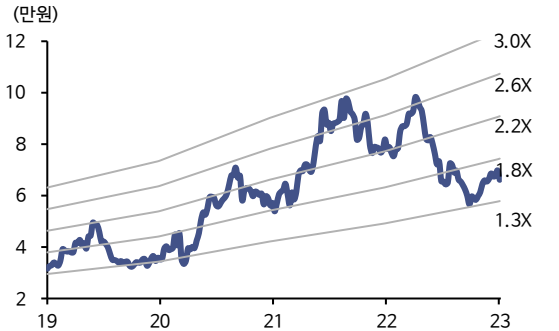
자료: Naver, 신한투자증권

### 파마리서치 12MF PER Band



자료: Quantwise, 신한투자증권 추정

### 파마리서치 12MF PBR Band



자료: Quantwise, 신한투자증권 추정

파마리서치 목표주가 산출		
(십억원, 배, 천주, 원, %)		비고
<b>파마리서치 기업가치</b>	<b>992.7</b>	
A. 파마리서치 23F (지배)순이익	66.6	국내 주요 미용의료기기/용품 업체 23F 평균 PER
B. Target PER	14.9	13.0→ 14.9
보통주주식수	10,112	
<b>적정주가 산출</b>	<b>98,000</b>	86,000→ 98,000
현재 주가	67,600	1월 13일 증가
<b>상승여력</b>	<b>45.0</b>	

자료: Quantwise, 신한투자증권 추정

**재무상태표**

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
<b>자산총계</b>	<b>319.8</b>	<b>427.6</b>	<b>484.5</b>	<b>541.6</b>	<b>610.5</b>
유동자산	127.4	206.8	266.0	314.1	370.1
현금및현금성자산	26.7	41.7	77.0	100.4	131.4
매출채권	22.8	27.7	34.5	41.2	47.4
재고자산	20.8	17.3	21.6	25.8	29.6
비유동자산	192.4	220.9	218.5	227.5	240.4
유형자산	94.0	109.5	103.6	108.5	117.2
무형자산	39.3	42.8	40.1	38.0	36.3
투자자산	42.5	49.7	55.9	62.1	68.0
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>55.4</b>	<b>99.3</b>	<b>107.8</b>	<b>103.4</b>	<b>97.4</b>
유동부채	35.8	48.0	54.9	49.0	41.6
단기차입금	15.0	15.8	15.8	10.8	5.3
매입채무	1.9	2.9	3.7	4.4	5.0
유동성장기부채	0.6	0.7	0.7	1.0	1.0
비유동부채	19.6	51.3	52.9	54.4	55.8
사채	0.0	41.2	41.2	41.2	41.2
장기차입금(장기금융부채 포함)	12.8	3.7	3.7	3.7	3.7
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>264.4</b>	<b>328.4</b>	<b>376.7</b>	<b>438.3</b>	<b>513.1</b>
자본금	4.9	5.1	5.1	5.1	5.1
자본잉여금	133.4	152.4	153.3	154.3	155.4
기타자본	(5.3)	(5.3)	(5.3)	(5.3)	(5.3)
기타포괄이익누계액	(0.2)	(0.8)	(0.8)	(0.8)	(0.8)
이익잉여금	112.6	154.0	203.1	263.6	338.2
<b>지배주주지분</b>	<b>245.4</b>	<b>305.5</b>	<b>355.4</b>	<b>417.0</b>	<b>492.6</b>
비지배주주지분	19.0	22.9	21.3	21.3	20.5
*총차입금	32.4	65.6	65.9	61.5	56.2
*순차입금(순현금)	(49.5)	(93.0)	(140.1)	(181.0)	(231.5)

**현금흐름표**

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
<b>영업활동으로인한현금흐름</b>	<b>32.4</b>	<b>65.3</b>	<b>58.2</b>	<b>63.9</b>	<b>77.5</b>
당기순이익	32.5	46.8	53.4	66.6	79.8
유형자산상각비	4.8	6.0	5.9	7.0	7.6
무형자산상각비	3.6	3.6	3.5	3.0	2.6
외환환산손실(이익)	0.1	(0.1)	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.4	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	(3.2)	(0.7)	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(10.2)	8.4	(3.6)	(11.7)	(11.4)
(법인세납부)	(5.9)	(10.1)	(12.7)	(18.2)	(22.5)
기타	10.3	11.6	11.9	17.4	21.6
<b>투자활동으로인한현금흐름</b>	<b>(36.2)</b>	<b>(93.8)</b>	<b>(7.1)</b>	<b>(19.1)</b>	<b>(23.1)</b>
유형자산의증가(CAPEX)	(34.8)	(20.6)	0.0	(19.1)	(18.4)
유형자산의감소	0.0	0.0	0.0	7.2	2.1
무형자산의감소(증가)	(0.6)	(2.8)	(0.8)	(0.9)	(0.9)
투자자산의감소(증가)	65.9	108.6	(6.1)	(6.1)	(5.8)
기타	(66.7)	(179.0)	(0.2)	(0.2)	(0.1)
<b>FCF</b>	<b>(7.9)</b>	<b>41.0</b>	<b>59.2</b>	<b>43.7</b>	<b>57.5</b>
<b>재무활동으로인한현금흐름</b>	<b>11.1</b>	<b>43.0</b>	<b>(4.8)</b>	<b>(9.4)</b>	<b>(10.2)</b>
차입금의 증가(감소)	14.6	49.4	0.3	(4.4)	(5.2)
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(3.0)	(5.0)	(6.0)	(6.0)	(6.0)
기타	(0.5)	(1.4)	0.9	1.0	1.0
기타현금흐름	0.0	0.0	(10.9)	(12.0)	(13.2)
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(0.3)	0.3	0.0	0.0	0.0
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>7.0</b>	<b>15.0</b>	<b>35.3</b>	<b>23.4</b>	<b>31.0</b>
기초현금	19.7	26.7	41.7	77.0	100.4
기말현금	26.7	41.7	77.0	100.4	131.4

자료: 회사 자료, 신한투자증권

**포괄손익계산서**

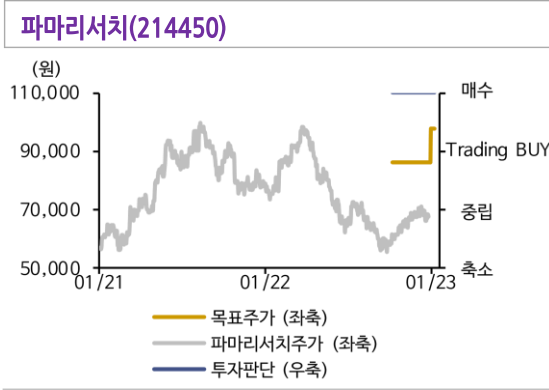
12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
<b>매출액</b>	<b>108.7</b>	<b>154.1</b>	<b>191.7</b>	<b>229.0</b>	<b>263.3</b>
증감률 (%)	29.7	41.7	24.4	19.4	15.0
<b>매출원가</b>	<b>35.8</b>	<b>45.8</b>	<b>53.3</b>	<b>63.1</b>	<b>71.3</b>
<b>매출총이익</b>	<b>72.9</b>	<b>108.3</b>	<b>138.5</b>	<b>165.9</b>	<b>192.0</b>
매출총이익률 (%)	67.0	70.3	72.2	72.4	72.9
<b>판매관리비</b>	<b>39.5</b>	<b>55.8</b>	<b>70.4</b>	<b>81.7</b>	<b>91.3</b>
<b>영업이익</b>	<b>33.4</b>	<b>52.5</b>	<b>68.1</b>	<b>84.1</b>	<b>100.7</b>
증감률 (%)	75.4	57.0	29.7	23.6	19.7
영업이익률 (%)	30.7	34.1	35.5	36.7	38.3
영업외손익	6.1	3.5	(1.9)	0.7	1.5
금융손익	0.2	3.3	(2.3)	0.5	0.4
기타영업외손익	2.7	(0.4)	0.2	(0.1)	0.4
종속 및 관계기업관련손익	3.2	0.7	0.2	0.3	0.7
<b>세전계속사업이익</b>	<b>39.5</b>	<b>56.0</b>	<b>66.2</b>	<b>84.8</b>	<b>102.2</b>
법인세비용	7.1	9.2	12.7	18.2	22.5
계속사업이익	32.5	46.8	53.4	66.6	79.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>32.5</b>	<b>46.8</b>	<b>53.4</b>	<b>66.6</b>	<b>79.8</b>
증감률 (%)	118.5	44.3	14.1	24.6	19.8
순이익률 (%)	29.8	30.4	27.9	29.1	30.3
(지배주주)당기순이익	32.8	46.7	55.0	66.6	80.5
(비지배주주)당기순이익	(0.3)	0.1	(1.6)	0.0	(0.8)
총포괄이익	32.1	46.2	53.4	66.6	79.8
(지배주주)총포괄이익	32.4	46.1	53.3	66.5	79.6
(비지배주주)총포괄이익	(0.3)	0.1	0.1	0.1	0.1
<b>EBITDA</b>	<b>41.8</b>	<b>62.0</b>	<b>77.4</b>	<b>94.1</b>	<b>110.9</b>
증감률 (%)	56.2	48.5	24.7	21.7	17.8
EBITDA 이익률 (%)	38.4	40.3	40.4	41.1	42.1

**주요 투자지표**

12월 결산	2020	2021	2022F	2023F	2024F
EPS (당기순이익, 원)	3,243	4,641	5,283	6,584	7,887
EPS (지배순이익, 원)	3,276	4,628	5,441	6,584	7,966
BPS (자본총계, 원)	26,401	32,472	37,251	43,340	50,741
BPS (지배지분, 원)	24,505	30,206	35,143	41,232	48,712
DPS (원)	500	600	600	600	600
PER (당기순이익, 배)	17.6	17.7	13.2	10.3	8.6
PER (지배순이익, 배)	17.5	17.7	12.8	10.3	8.5
PBR (자본총계, 배)	2.2	2.5	1.9	1.6	1.3
PBR (지배지분, 배)	2.3	2.7	2.0	1.6	1.4
EV/EBITDA (배)	12.7	12.2	7.6	5.6	4.3
배당성향 (%)	15.1	12.8	10.9	9.0	7.4
배당수익률 (%)	0.9	0.7	0.9	0.9	0.9
<b>수익성</b>					
EBITDA 이익률 (%)	38.4	40.3	40.4	41.1	42.1
영업이익률 (%)	30.7	34.1	35.5	36.7	38.3
순이익률 (%)	29.8	30.4	27.9	29.1	30.3
ROA (%)	11.0	12.5	11.7	13.0	13.8
ROE (지배순이익, %)	14.4	17.0	16.7	17.2	17.7
ROIC (%)	17.3	26.0	32.7	37.7	40.6
<b>안정성</b>					
부채비율 (%)	21.0	30.2	28.6	23.6	19.0
순차입금비율 (%)	(18.7)	(28.3)	(37.2)	(41.3)	(45.1)
현금비율 (%)	74.5	86.8	140.2	205.1	315.9
이자보상배율 (배)	18.7	40.0	38.6	49.3	63.8
<b>활동성</b>					
순운전자본회전율 (회)	4.4	6.1	8.1	7.0	5.8
재고자산회수기간 (일)	58.2	45.2	37.0	37.7	38.4
매출채권회수기간 (일)	72.2	59.9	59.3	60.4	61.4

자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 투자 의견 및 목표주가 추이



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	-	-

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: 원재희, 오강호)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주권사로 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 투자 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	섹터	◆ 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우
	◆ Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10%		◆ 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우
	◆ 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20%		◆ 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우
	◆ 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하		

### 신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 01월 13일 기준)

매수 (매수)	95.80%	Trading BUY (중립)	2.45%	중립 (중립)	1.75%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------