



Buy(Maintain)

목표주가: 300,000원

주가(11/13): 219,000원

시가총액: 23,016억 원

의료기기 Analyst 신민수
alstn0527@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (11/13)		689.65pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	235,500 원	89,100원
등락률	-7.0%	145.8%
수익률	절대	상대
1M	3.3%	15.5%
6M	56.0%	93.3%
1Y	87.0%	110.0%

Company Data

발행주식수	10,510 천주
일평균 거래량(3M)	210천주
외국인 지분율	13.4%
배당수익률(2024E)	0.4%
BPS(2024E)	44,839원
주요 주주	정상수 외 8 인
	38.2%

투자지표

(십억 원)	2022	2023	2024F	2025F
매출액	194.8	261.0	342.5	431.1
영업이익	65.9	92.3	125.5	163.1
EBITDA	76.5	104.3	137.4	173.7
세전이익	54.0	100.7	128.7	182.8
순이익	43.4	77.3	98.7	140.2
지배주주지분순이익	40.6	76.6	98.7	140.2
EPS(원)	4,013	7,481	9,233	12,000
증감률(% YoY)	-13.3	86.4	23.4	30.0
PER(배)	17.4	14.6	23.7	18.3
PBR(배)	2.06	2.61	4.88	3.90
EV/EBITDA(배)	8.1	9.9	15.5	11.6
영업이익률(%)	33.8	35.4	36.6	37.8
ROE(%)	12.5	19.7	20.6	23.8
순차입금비율(%)	-31.9	-27.5	-35.9	-44.9

자료: 키움증권

Price Trend



☒ 실적 Review

파마리서치 (214450)

하늘이 무너져도 솟아날 연어는 있다



3Q24 매출액은 892억(컨센서스 부합), 영업이익은 349억(컨센서스 +5% 상회)입니다. '리쥬란'이 국내외 성장을 이끌며 의료기기 내수 매출은 비수기임에도 QoQ +14.8%의 고성장세를 시현했습니다. 향후 외국인 관광객들의 본국에서의 '리쥬란' 리필 시술 수요 증가, 신규 국가 진출 확대, 화장품 수출로 인해 해외 매출 비중 상승을 전망합니다. 4배 늘어날 토신 CAPA도 '26년 초 상업화 물량 생산이 진행될 예정입니다. 목표주가는 기준보다 +30% 상향한 300,000원으로 제시합니다.

>>> 3Q24 실적 기대치 상회, 9개분기 연속 매출액 QoQ 성장

3Q24 실적은 매출액 892억 원(YoY +29.7%, QoQ +7.3%; 컨센서스 및 당사 추정치 부합, 영업이익 349억 원(YoY +27.0%, QoQ +12.9%, 영업이익률 39.1%; 컨센서스 대비 +5.4% 상회, 당사 추정치 대비 +7.7% 상회))이다.

'24년 11월부터 시행이 고시된 무릎 관절강 주사 '콘쥬란'의 보험 급여 축소 이슈, 내수 면세점향 화장품 매출액 QoQ 감소 등의 부진한 모습이 없던 것은 아니다. 하지만, '리쥬란'과 해외 화장품 성장세로 회사 체급을 키우는 데에는 문제가 없는 상황이다.

의료기기 내수: 3Q24 매출액 360억(YoY +31.5%)을 기록했다. '리쥬란'을 찾는 우리나라 사람과 외국인 관광객들의 수도 늘고 있고, 다른 토신, 필러, 레이저, EBD와의 결합 시술로 인해 병원에서의 사용량도 증가 추세에 들어왔다. 계절적 비수기와 추석 연휴로 인한 영업일수 감소에도 QoQ +14.8%의 고성장세를 기록했다.

아무리 좋은 피부미용 주사제를 사용하더라도 약 6개월 이후부터 효능이 줄어드기 마련이다. 이는 **외국인 관광객들이 본국으로 돌아갔을 때 리필 시술을 받기 위해 '리쥬란'에 대한 해외 수요가 잠재적으로 늘어나고 있음을 시사한다. 결국 의료기기 내수 매출액의 증가는 동사의 최대 약점이었던 '낮은 수출 비중'을 극복할 수 있는 간접적인 투자 지표임을 알 수 있다.**

분기 수출 비중은 36.2%(YoY -0.1%, QoQ -1.6%)로 줄었다. 그러나 '리쥬란' 신규 진출 국가 확대, 외국인 관광객들의 귀국 후 리필 시술 본격화, 해외 화장품 외형 성장 등에 힘입어 **'25년 연간 40.7%로 상승할 것을 전망한다.**

토신 CAPA는 '25년 초에 완공되어 GMP 허가 등의 인증 과정을 거친 후 '26년 초부터 상업화 가동을 시작할 예정이다. **연간 CAPA 300억 원 수준에서 900억 원의 신규 증설을 통해 총 1,200억 원의 생산 능력을 확보하게 된다.**

>>> 귀한 QoQ 성장 시현 및 전망, 목표주가 30만 원 상향

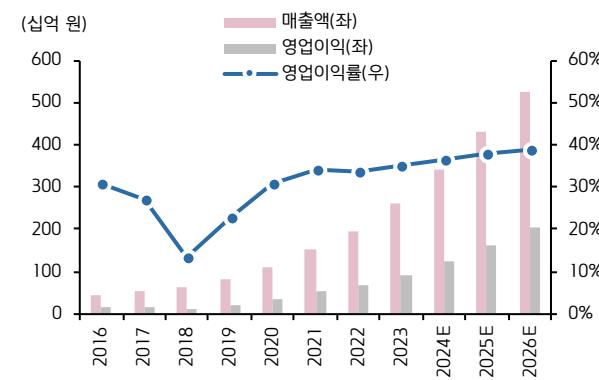
'25년 EPS 전망치 12,000원에 목표 PER 25배를 적용하여 목표주가 300,000원으로 상향한다(기준 230,000원 대비 +30.4%). 4Q24 QoQ 매출액 성장 → '25년 국내 토신 매출 발생과 '리쥬란' 브랜드 고도화 → '26년 토신 CAPA 확보로 인한 공급 부족 현상 해소 및 유럽 진출 가시화 등 실적을 이끌 모멘텀들이 많다. **새롭게 떠오르는 피부미용 대장주 파마리서치 비중 확대를 추천한다.**

파마리서치 실적 추이 및 전망 표

(단위: 십억 원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	55.4	66.8	68.8	70.0	74.7	83.1	89.2	95.5	261.0	342.5	431.1
YoY	22.5%	34.4%	49.0%	30.5%	34.8%	24.4%	29.7%	36.5%	34.0%	31.2%	25.8%
의약품	12.3	13.5	15.0	13.7	16.3	17.9	16.1	17.7	54.5	68.0	74.3
내수	7.8	8.4	9.2	8.2	10.1	9.4	10.0	9.6	33.6	39.1	41.7
수출	4.5	5.1	5.7	5.5	6.2	8.5	6.1	8.1	20.9	28.9	32.6
의료기기	27.6	34.6	37.1	36.8	38.4	43.0	50.7	53.7	136.1	185.7	240.5
내수	17.2	23.1	27.4	27.3	28.1	31.4	36.0	37.6	95.0	133.0	163.9
수출	10.4	11.5	9.7	9.5	10.3	11.6	14.7	16.1	41.2	52.6	76.6
화장품	13.9	16.8	14.0	15.3	17.7	19.9	16.9	21.0	60.0	75.5	103.9
내수	9.3	9.2	4.8	6.8	8.2	8.6	5.9	8.0	30.1	30.7	38.1
수출	4.5	7.6	9.2	8.5	9.5	11.3	11.1	13.0	29.9	44.9	65.8
기타	1.7	1.8	2.7	4.1	2.3	2.3	5.5	3.2	10.3	13.4	12.4
내수	1.5	1.7	2.4	3.8	2.3	2.3	5.0	2.7	9.5	12.3	11.8
수출	0.2	0.1	0.3	0.3	0.0	0.0	0.5	0.5	0.8	1.0	0.6
매출원가	15.0	17.0	18.2	20.6	22.9	23.9	24.6	26.2	70.8	97.6	118.7
매출원가율	27.1%	25.4%	26.5%	29.4%	30.7%	28.7%	27.6%	27.4%	27.1%	28.5%	27.5%
매출총이익	40.4	49.8	50.6	49.4	51.8	59.2	64.6	69.3	190.3	244.9	312.3
매출총이익률	72.9%	74.6%	73.5%	70.6%	69.3%	71.3%	72.4%	72.6%	72.9%	71.5%	72.5%
판매비와관리비	19.7	26.2	23.1	29.0	25.1	28.3	29.6	36.4	98.0	119.4	149.2
판관비율	35.5%	39.2%	33.6%	41.5%	33.6%	34.1%	33.2%	38.1%	37.5%	34.9%	34.6%
영업이익	20.7	23.6	27.5	20.4	26.7	30.9	34.9	33.0	92.3	125.5	163.1
YoY	36.1%	36.0%	66.4%	21.5%	28.6%	30.8%	27.0%	61.9%	40.0%	36.0%	30.0%
영업이익률	37.4%	35.4%	40.0%	29.1%	35.7%	37.2%	39.1%	34.5%	35.3%	36.6%	37.8%
당기순이익	18.3	15.2	28.2	15.6	18.3	28.9	25.5	26.0	77.3	98.7	140.2
YoY	86.0%	55.3%	69.8%	116.3%	-0.1%	90.2%	-9.5%	67.3%	77.9%	27.8%	42.0%
당기순이익률	33.1%	22.7%	41.0%	22.2%	24.5%	34.8%	28.6%	27.2%	29.6%	28.8%	32.5%

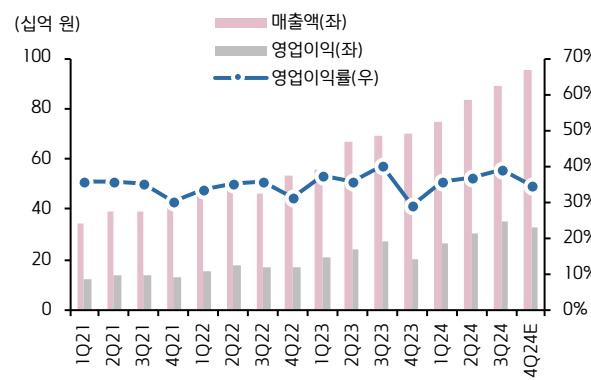
자료: 비올, 키움증권 리서치센터

파마리서치 연간 실적 추이 및 전망



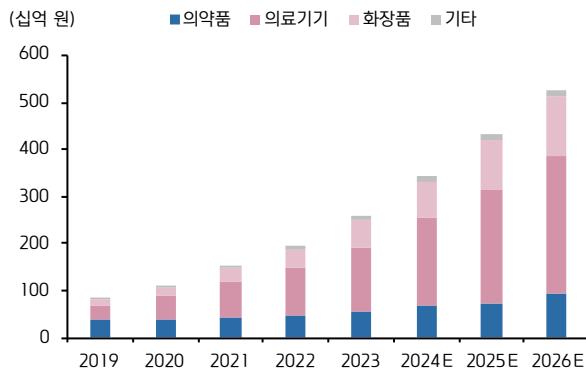
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

파마리서치 분기 실적 추이 및 전망



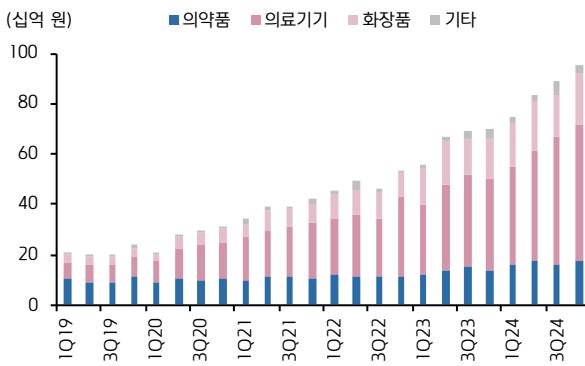
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

파마리서치 사업부별 연간 매출액 추이 및 전망



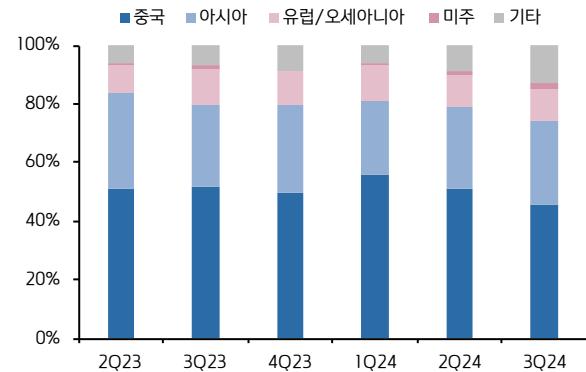
자료: 파마리서치, 키움증권 리서치센터

파마리서치 사업부별 분기 매출액 추이 및 전망



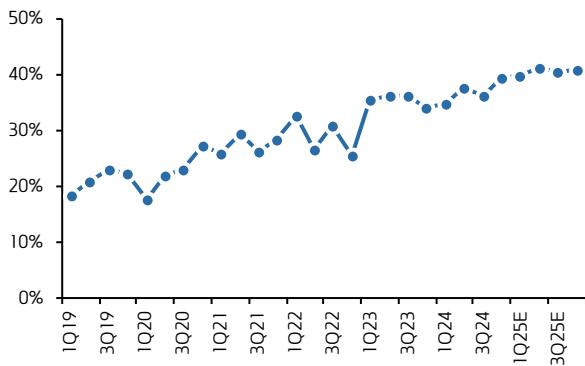
자료: 파마리서치, 키움증권 리서치센터

파마리서치 지역별 분기 수출 비중 추이 및 전망



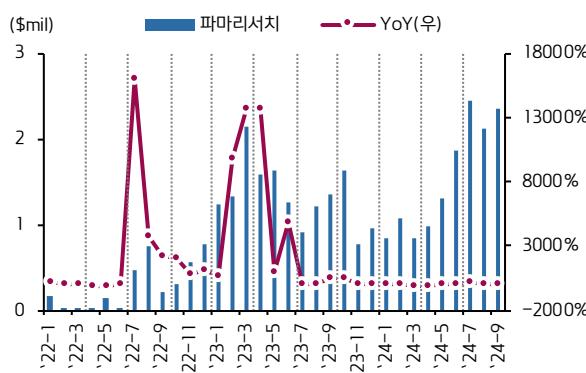
자료: 파마리서치, 키움증권 리서치센터

파마리서치 분기 매출액 수출 비중 추이 및 전망



자료: 파마리서치, 키움증권 리서치센터

강원도 강릉시 필러 월간 관세청 수출 데이터

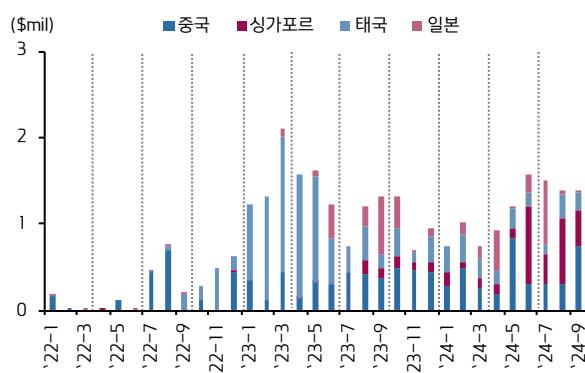


주) 파마리서치 추정

주2) HS 코드: 3304.99.9000

자료: 관세청, 키움증권 리서치센터

강원도 강릉시 주요 국가별 필러 관세청 수출 데이터

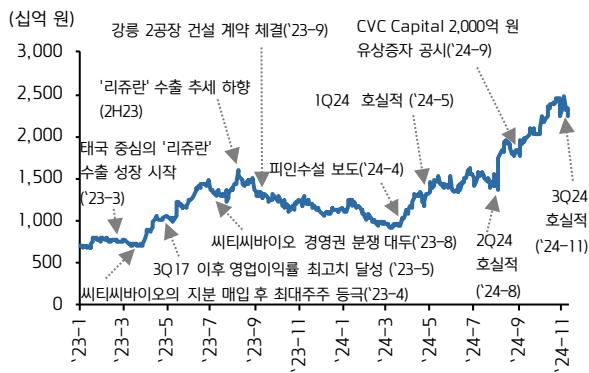


주) 파마리서치 추정

주2) HS 코드: 3304.99.9000

자료: 관세청, 키움증권 리서치센터

파마리서치 시가총액 추이 분석



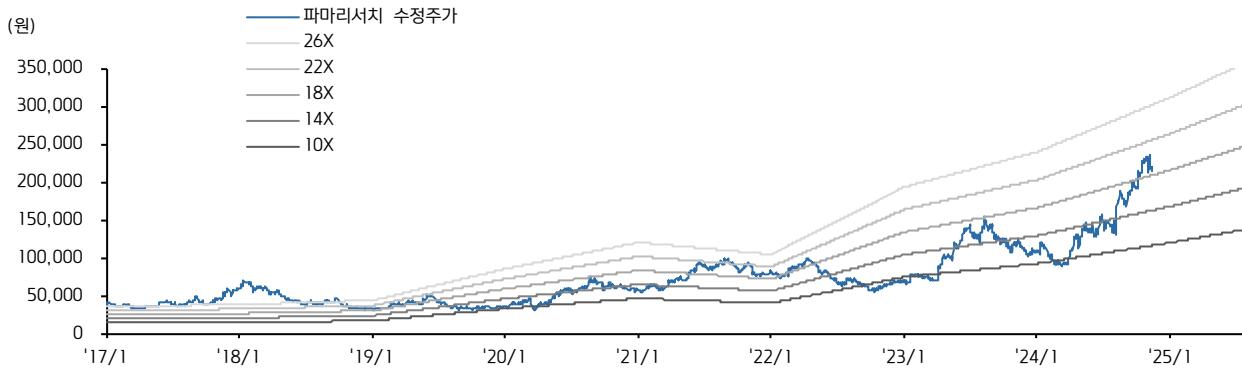
자료: 파마리서치, 언론보도, 키움증권 리서치센터

파마리서치 목표주가 산정 내용

2025년 EPS 전망치	12,000 원
목표 PER	25 배
목표 주가	299,995 원
조정	300,000 원
현재 주가	219,000 원
상승 여력	37.0%

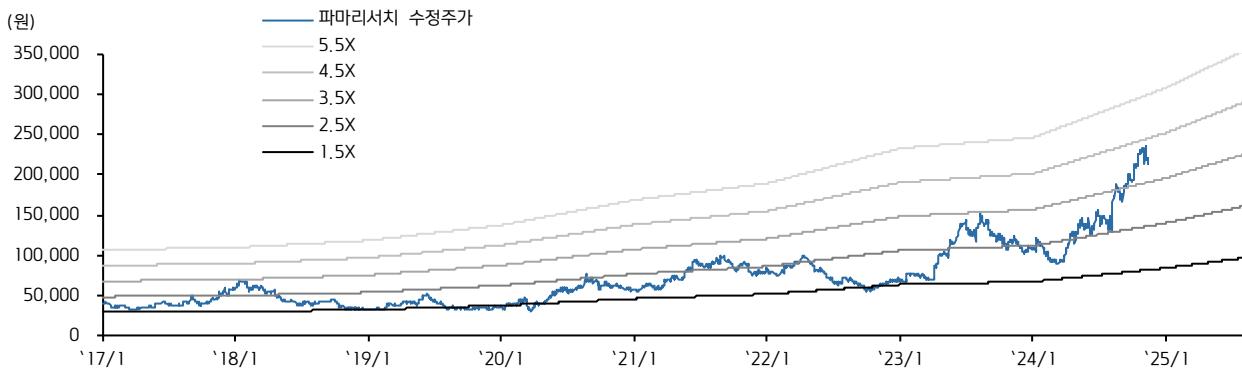
자료: 키움증권 리서치센터

파마리서치 12개월 선행 PER BAND CHART



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

파마리서치 12개월 선행 PBR BAND CHART



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

파마리서치 '리쥬란' 품목 해외 인허가 획득 국가

REJURAN

Asia

Europe/Oceania

America

Middle East

- 우크라이나
- 싱가포르
- 벨라루스
- 말레이시아
- 리투아니아
- 인도네시아
- 튀르키예
- 태국
- 호주
- 베트남
- 뉴질랜드
- 카자흐스탄
- 체코
- 필리핀
- 덴마크
- 중국*
- 스웨덴
- 대만
- 핀란드
- 노르웨이
- 멕시코
- 칠레
- 아랍에미레이트

주) 별표(*) 표시는 2등급 의료기기 허가

주2) 빨간 글씨는 신규 업데이트

자료: 파마리서치, 키움증권 리서치센터

파마리서치 품목 해외 인허가 계획 국가

CLEVIEL

Asia

CONJURAN

Asia

REJURAN

Asia

REJURAN COSMETIC

Asia

- 중국

- 대만

- 우즈베키스탄
- 중국
- 일본

Europe/Oceania

Europe/Oceania

- 불가리아
- 유럽CE(MDR)

America

America

- 미국

Middle East

Middle East

- 이집트
- 이스라엘

주) 빨간 글씨는 신규 업데이트

자료: 파마리서치, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

12 월 결산, IFRS 연결	(단위: 십억 원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	194.8	261.0	342.5	431.1	524.7
매출원가	53.2	70.8	97.6	118.7	144.1
매출총이익	141.5	190.3	244.9	312.3	380.6
판관비	75.6	98.0	119.4	149.2	176.6
영업이익	65.9	92.3	125.5	163.1	204.0
EBITDA	76.5	104.3	137.4	173.7	213.4
영업외손익	-11.9	8.4	3.2	19.7	26.2
이자수익	5.3	7.4	10.7	15.7	22.2
이자비용	3.8	3.0	3.0	3.0	3.0
외환관련이익	1.2	1.5	1.5	1.5	1.5
외환관련손실	1.0	1.9	1.8	1.8	1.8
증속 및 관계기업손익	-2.8	0.7	0.7	0.7	0.7
기타	-10.8	3.7	-4.9	6.6	6.6
법인세차감전이익	54.0	100.7	128.7	182.8	230.1
법인세비용	10.6	23.4	29.9	42.5	53.6
계속사업순손익	43.4	77.3	98.7	140.2	176.6
당기순이익	43.4	77.3	98.7	140.2	176.6
지배주주순이익	40.6	76.6	98.7	140.2	176.6
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	26.4	34.0	31.2	25.9	21.7
영업이익 증감율	25.6	40.1	36.0	30.0	25.1
EBITDA 증감율	23.3	36.3	31.7	26.4	22.9
지배주주순이익 증감율	-13.0	88.7	28.9	42.0	26.0
EPS 증감율	-13.3	86.4	23.4	30.0	25.9
매출총이익률(%)	72.6	72.9	71.5	72.4	72.5
영업이익률(%)	33.8	35.4	36.6	37.8	38.9
EBITDA Margin(%)	39.3	40.0	40.1	40.3	40.7
지배주주순이익률(%)	20.8	29.3	28.8	32.5	33.7

현금흐름표

12 월 결산, IFRS 연결	(단위: 십억 원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	59.4	64.9	67.8	106.0	139.7
당기순이익	43.4	77.3	98.7	140.2	176.6
비현금항목의 가감	35.7	27.8	18.9	25.2	28.5
유형자산감가상각비	6.8	8.4	8.9	8.1	7.3
무형자산감가상각비	3.8	3.5	3.0	2.6	2.2
지분법평가손익	-8.7	-1.8	0.0	0.0	0.0
기타	33.8	17.7	7.0	14.5	19.0
영업활동자산부채증감	-10.5	-30.7	-27.6	-29.5	-31.1
매출채권및기타채권의감소	-4.8	-0.3	-10.8	-11.8	-12.4
재고자산의감소	-8.4	-28.2	-15.7	-17.0	-18.0
매입채무및기타채무의증가	2.5	-0.3	-0.4	-0.2	-0.1
기타	0.2	-1.9	-0.7	-0.5	-0.6
기타현금흐름	-9.2	-9.5	-22.2	-29.9	-34.3
투자활동 현금흐름	-11.9	-44.7	-3.2	-3.4	-3.7
유형자산의 취득	-17.2	-12.1	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-0.5	-0.6	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	4.6	-55.7	-4.0	-4.0	-4.0
단기금융자산의감소(증가)	4.3	18.2	-4.7	-5.0	-5.2
기타	-3.3	5.5	5.5	5.6	5.5
재무활동 현금흐름	-9.3	-26.0	-10.7	-11.6	-11.6
차입금의 증가(감소)	-1.4	-16.8	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.7	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-6.3	-7.5	-9.7	-9.9	-9.9
기타	-1.6	-1.7	-1.7	-1.7	-1.7
기타현금흐름	-6.9	0.0	12.8	12.8	12.8
현금 및 현금성자산의 순증가	31.3	-5.7	66.7	103.8	137.2
기초현금 및 현금성자산	41.7	72.9	67.2	133.9	237.8
기말현금 및 현금성자산	72.9	67.2	133.9	237.8	375.0

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

12 월 결산, IFRS 연결	(단위: 십억 원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	247.3	256.5	354.9	493.0	666.5
현금 및 현금성자산	72.9	67.2	134.0	237.7	375.0
단기금융자산	112.6	94.4	99.1	104.0	109.2
매출채권 및 기타채권	35.1	34.7	45.5	57.3	69.8
재고자산	24.5	50.2	65.9	83.0	101.0
기타유동자산	2.2	10.0	10.4	11.0	11.5
비유동자산	230.7	278.8	270.9	264.2	258.7
투자자산	45.2	100.9	104.9	108.8	112.8
유형자산	118.0	123.1	114.1	106.1	98.8
무형자산	37.8	32.0	29.0	26.4	24.2
기타비유동자산	29.7	22.8	22.9	22.9	22.9
자산총계	478.1	535.3	625.8	757.2	925.2
유동부채	54.3	65.9	65.5	65.3	65.3
매입채무 및 기타채무	21.1	19.0	18.6	18.4	18.4
단기금융부채	20.6	33.0	33.0	33.0	33.0
기타유동부채	12.6	13.9	13.9	13.9	13.9
비유동부채	52.1	7.2	7.2	7.2	7.2
장기금융부채	46.2	1.3	1.3	1.3	1.3
기타비유동부채	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9
부채총계	106.4	73.1	72.7	72.5	72.4
자본지분	343.5	433.1	524.0	655.6	823.6
자본금	5.1	5.2	5.8	5.8	5.8
자본잉여금	157.6	175.4	175.4	175.4	175.4
기타자본	-5.3	-4.6	-4.6	-4.6	-4.6
기타포괄손익누계액	-4.7	-3.6	-2.3	-1.0	0.3
이익잉여금	190.9	260.8	349.6	480.0	646.7
비자본지분	28.2	29.1	29.1	29.1	29.1
자본총계	371.7	462.2	553.0	684.7	852.7
투자지표					
12 월 결산, IFRS 연결	(단위: 원, %, 배)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	4,013	7,481	9,233	12,000	15,111
BPS	33,970	41,966	44,839	56,106	70,485
CFPS	7,826	10,268	11,001	14,157	17,554
DPS	660	950	950	950	950
주가배수(배)					
PER	17.4	14.6	23.2	17.8	14.2
PER(최고)	24.9	21.1	26.2		
PER(최저)	13.7	8.7	9.4		
PBR	2.06	2.61	4.77	3.81	3.04
PBR(최고)	2.94	3.77	5.39		
PBR(최저)	1.62	1.55	1.94		
PSR	3.63	4.29	6.68	5.80	4.77
PCFR	8.9	10.7	19.5	15.1	12.2
EV/EBITDA	8.1	9.9	15.1	11.3	8.6
주요비율(%)					
배당성향(%), 보통주, 현금	15.2	12.5	10.0	7.0	5.6
배당수익률(%), 보통주, 현금	0.9	0.9	0.4	0.4	0.4
ROA	9.6	15.2	17.0	20.3	21.0
ROE	12.5	19.7	20.6	23.8	23.9
ROIC	25.4	35.8	41.8	50.6	58.5
매출채권회전율	6.1	7.5	8.5	8.4	8.3
재고자산회전율	9.3	7.0	5.9	5.8	5.7
부채비율	28.6	15.8	13.1	10.6	8.5
순차입금비율	-31.9	-27.5	-35.9	-44.9	-52.8
이자보상배율	17.2	30.9	42.0	54.6	68.3
총차입금	66.8	34.3	34.3	34.3	34.3
순차입금	-118.7	-127.3	-198.7	-307.4	-449.9
EBITDA	76.5	104.3	137.4	173.7	213.4
FCF	4,013	7,481	9,233	12,000	15,111

Compliance Notice

- 당사는 11월 13일 현재 '파마리서치(214450)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접으로 작성되었음을 확인합니다.

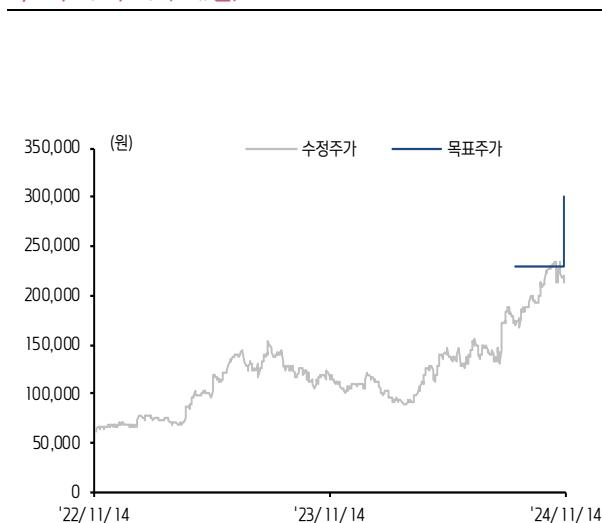
고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일제의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
파마리서치 (214450)	2024-08-27	Buy(Initiate)	230,000원	6개월	-11.12	2.39
	2024-11-14	Buy(Maintain)	300,000원	6개월		

목표주가 추이 (2개년)



*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2023/10/01~2024/09/30)

매수	중립	매도
94.87%	5.13%	0.00%