

# 파마리서치 (214450)

EARNINGS REVIEW

Company Analysis | 의료기기/신성장 | 2024.11.14

## 리쥬란 수출 레벨업에 주목

### 3Q24 Review: 의료기기 리쥬란 수출 매출 고성장

3Q24 매출액 892억원(+30% yoy, +7% qoq), 영업이익 349억원(+27%, +14% qoq)을 기록, 매출과 이익 모두 컨센서스에 부합하는 수준을 기록했다. 매출총이익률은 72%(-2%p yoy, +1%p qoq)로 상품(의약품, 가정용 미용기기) 원가율 상승(3Q24 67%, +16%p yoy)으로 전년 동기대비 하락했다. 이에 따라, 판관비율 하락 (33%, -1%p yoy, -1%p qoq)에도 영업이익률은 39%(-1%p, +2%p qoq)를 기록했다.

의료기기 매출은 506억원(+47% yoy, +18% qoq)을 기록했다. 지역별로는 내수 360억원(+46% yoy, +15% qoq), 수출 146억원(+50% yoy, +26% qoq)으로 모두 고성장했다. 리쥬란 의료기기 수출 매출이 2022년 분기 평균 50억원 → 2023년 분기 평균 100억원 → 3Q24 150억원으로 고성장 했고, 국가별로는 중국, 인도네시아, 호주 향 매출이 유의미하게 증가한 것으로 파악된다. 리쥬란 내수 매출도 분기 성장세가 지속 중인데, 피어 바이오스티뮬레이터 및 에너지 기반 미용 디바이스와의 혼합 시술 증가, 인바운드 시술 수요 증가에 따라 고성장 중인 것으로 파악된다.

### 리쥬란, 갈더마와 경쟁하는 글로벌 제품으로 도약을 준비 중

바이오스티뮬레이터 시장 M/S 1위 스컬트라(갈더마, 시가총액 226억 달러)의 2024년 예상 매출은 3억달러(약 +16% yoy)다. 동사는 리쥬란 2024년 예상 매출은 1,600억원(+51% yoy)이며, 2025년 예상 매출은 2,100억원(+31% yoy)으로 레벨업 하면서 갈더마와 직접 경쟁하는 바이오스티뮬레이터 제품으로 평가 받을 수 있을 전망이다. 글로벌 바이오스티뮬레이터 시장은 2027년까지 CAGR +20%의 성장 속도가 예상되는데, 동사는 유럽 중심의 신규 진출 국가 확장과 기존 수출 국가(아시아, 동남아 등) 매출 성장이 지속 되면서 시장 성장을 크게 상회하는 매출 증가가 가능해 보인다.

### 유럽 수출 숫자로 확인되는 시점에 멀티플 리레이팅 가능

파마리서치에 대해 투자의견 Buy와 목표주가 275,000원을 유지한다. 동사는 국내와 아시아 매출 중심만으로도 매 분기 사상 최대 매출, 영업이익, 수출실적을 기록 중이다. CVC 네트워크를 통한 유럽 및 동남아 수출 가속화를 확인하는 시점에 추가적인 어닝 상향이 가능해 보이며, 글로벌 탑2 의료기기 시장인 유럽으로의 중장기 성장 동력을 확보했다는 측면에서 주가는 멀티플 리레이팅 가능한 시점이라고 판단한다.

#### Financial Data

(억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	1,948	2,610	3,406	4,114	4,932
영업이익	659	923	1,311	1,601	1,992
순이익	434	773	1,136	1,356	1,667
EPS (원)	4,013	7,417	11,067	13,019	16,005
증감률 (%)	-13.1	84.8	49.2	17.6	22.9
PER (x)	17.4	14.8	19.3	16.4	13.4
PBR (x)	2.1	2.6	4.1	3.3	2.7
영업이익률 (%)	33.8	35.3	38.5	38.9	40.4
EBITDA 마진 (%)	39.3	39.9	42.3	42.2	43.1
ROE (%)	12.5	19.7	23.5	22.3	22.3

주: IFRS 연결 기준, 자료: 파마리서치, LS증권 리서치센터



Analyst 조은애  
goodkid@ls-sec.co.kr

Buy (유지)

목표주가 (유지)	275,000 원
현재주가	219,000 원
상승여력	25.6 %

#### 컨센서스 대비

상회	부합	하회
	●	

#### Stock Data

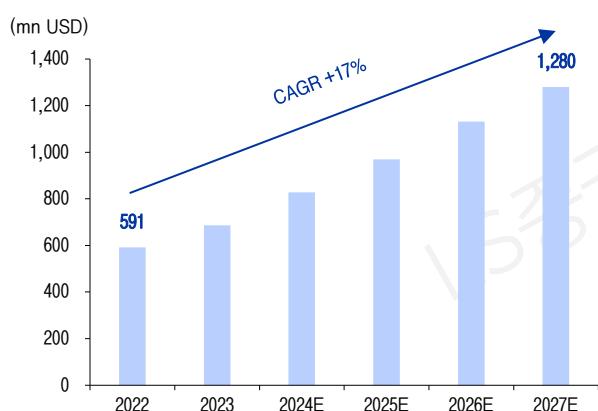
KOSDAQ(11/13)	689.65 pt
시가총액	23,016 억원
발행주식수	10,510 천주
52주 최고가/최저가	235,500 / 89,100 원
90일 일평균거래대금	406.9 억원
외국인 지분율	13.4%
배당수익률(24.12E)	0.6%
BPS(24.12E)	52,389 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월 13.9% 6 개월 75.3% 12 개월 120.4%
주주구성	정상수 (외 9 인) 38.2% 국민연금공단 (외 1 인) 5.8% 자사주 (외 1 인) 1.1%

#### Stock Price



참고로, 화장품 매출은 169억원(+0% yoy, -15% qoq)으로 내수(59억원(-23% yoy, -26% qoq), 수출 111억원(+20% yoy, -8% qoq)을 기록했다. 내수는 면세 매출이 부진했고, 수출은 리쥬란 의료기기 수출 국가 확대가 화장품 브랜드 인지도로 이어지면서 전년 동기대비 증가율은 높게 유지됐다. 의약품은 160억원(+8% yoy, -11% qoq)으로 내수 100억원(+10% yoy, +4% qoq), 수출 60억원(+4% yoy, -30% qoq)을 기록했다. 의약품 내수 수요가 꾸준했고, 특신 수출 매출이 재고 부족으로 감소했다.

그림1 바이오스티뮬레이터 시장 규모



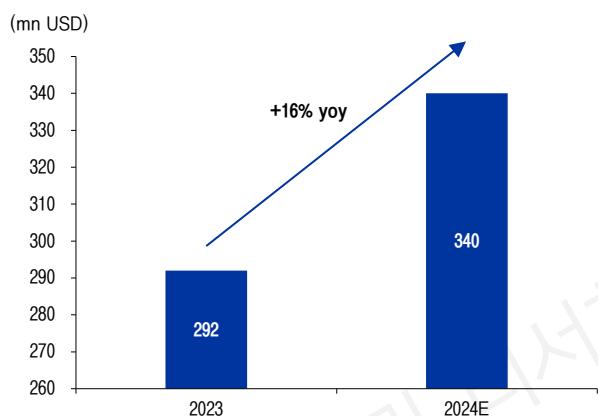
자료: Medical Insight, LS증권 리서치센터

그림2 바이오스티뮬레이터 브랜드별 매출 규모 추정 (2023)



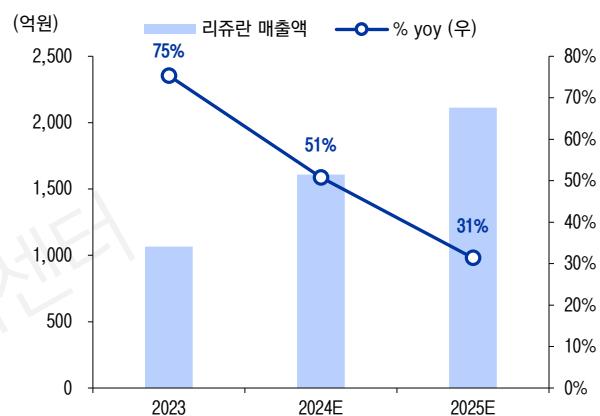
자료: 각 사, Medical Insight, LS증권 리서치센터

그림3 스콜트라(갈더마) 연간 매출과 성장률



자료: 갈더마, Medical Insight, LS증권 리서치센터

그림4 리쥬란 의료기기 연간 매출과 성장을 추이 및 전망



자료: 파마리서치, LS증권 리서치센터

표1 파마리서치 3Q24 Review

(억원)	3Q24	3Q23	yoY	2Q24	qoq	컨센서스	컨센서스 대비
<b>매출액</b>	892	688	+30%	831	+7%	884	+1%
<b>영업이익</b>	349	275	+27%	308	+14%	331	+6%
<b>영업이익률</b>	39%	40%	-1%p	37%	+2%p	37%	+2%p

자료: 파마리서치, LS증권 리서치센터

표2 파마리서치 예상 실적 변경

(억원)	변경전		변경후		증감	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	3,375	3,847	3,406	4,114	+1%	+7%
영업이익	1,256	1,445	1,297	1,585	+3%	+10%
순이익	1,099	1,217	1,057	1,343	-4%	+10%

자료: LS증권 리서치센터

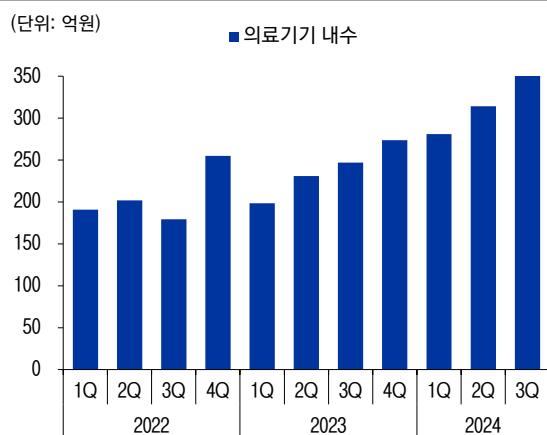
그림5 강원 강릉시 필러류 수출데이터



---

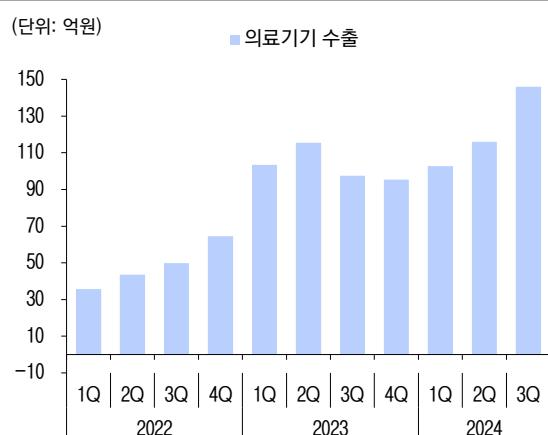
자료: TRASS, LS증권 리서치센터

그림6 파마리서치 의료기기 내수 매출 추이



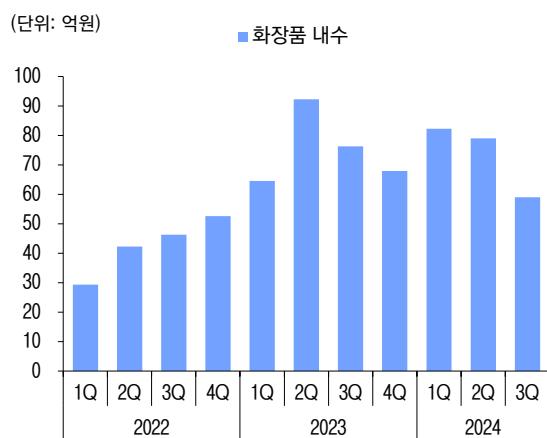
자료: 파마리서치, LS증권 리서치센터

그림7 파마리서치 의료기기 수출 매출 추이



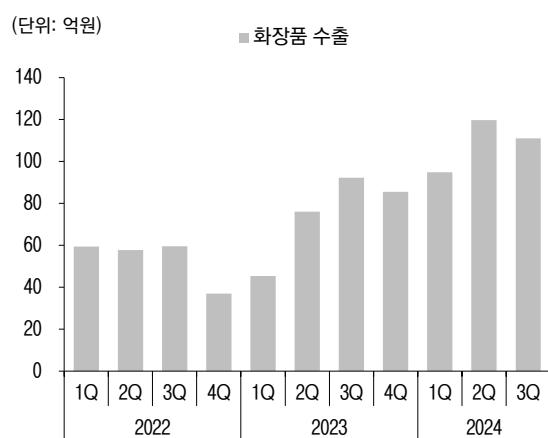
자료: 파마리서치, LS증권 리서치센터

그림8 파마리서치 화장품 내수 매출 추이



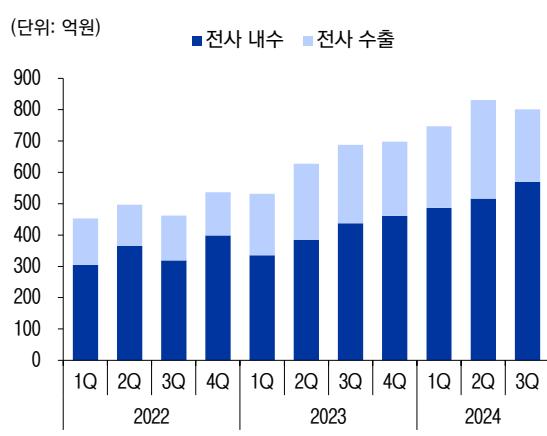
자료: 파마리서치, LS증권 리서치센터

그림9 파마리서치 화장품 수출 매출 추이



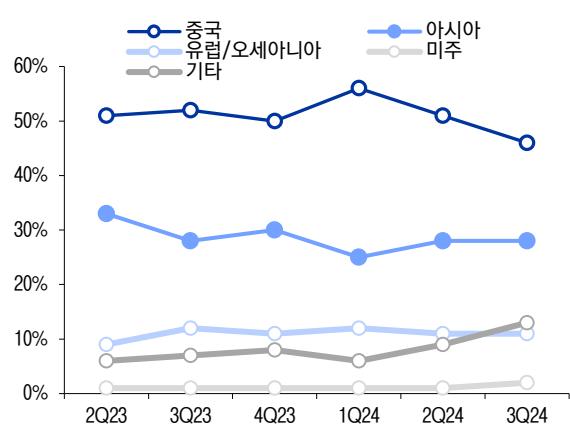
자료: 파마리서치, LS증권 리서치센터

그림10 파마리서치 내수, 수출 매출 추이



자료: 파마리서치, LS증권 리서치센터

그림11 수출 국가별 매출 비중



자료: 파마리서치, LS증권 리서치센터

표3 파마리서치 실적 테이블

(단위: 억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2021	2022	2023	2024E	2025E
<b>매출액</b>	554	668	688	700	747	831	892	936	1,541	1,948	2,610	3,406	4,114
% yoy	22%	34%	49%	30%	35%	24%	30%	34%	42%	26%	34%	31%	21%
1. 의약품	124	135	149	137	163	181	160	166	444	456	545	670	755
% yoy	3%	23%	32%	22%	31%	34%	8%	21%	3%	20%	25%	13%	12%
% sales	22%	20%	22%	20%	22%	22%	18%	18%	29%	23%	21%	20%	18%
2. 의료기기	302	346	344	369	384	430	506	548	763	1,020	1,361	1,868	2,369
% yoy	33%	41%	50%	16%	27%	24%	47%	48%	53%	34%	33%	37%	27%
% sales	54%	52%	50%	53%	51%	52%	57%	59%	49%	52%	52%	55%	58%
3. 화장품	110	168	169	153	177	199	169	198	272	384	600	743	859
% yoy	24%	68%	59%	71%	61%	18%	0%	29%	62%	41%	56%	24%	16%
% sales	20%	25%	24%	22%	24%	24%	19%	21%	18%	20%	23%	22%	21%
<b>매출총이익</b>	404	498	506	494	518	592	646	708	1,083	1,415	1,903	2,464	3,020
GPM	73%	75%	74%	73%	69%	71%	72%	73%	70%	73%	73%	72%	73%
<b>판관비</b>	197	262	231	290	251	285	296	335	558	756	980	1,168	1,435
% sales	36%	39%	34%	41%	34%	34%	33%	36%	36%	39%	38%	34%	35%
고정비	73	101	83	100	98	105	108	127	245	299	356	438	529
% sales	13%	15%	12%	14%	13%	13%	12%	14%	36%	39%	38%	34%	35%
변동비	124	161	148	191	154	180	188	208	313	457	624	730	905
% sales	22%	24%	21%	27%	21%	22%	21%	22%	20%	23%	24%	21%	22%
<b>영업이익</b>	207	236	275	204	267	308	349	373	525	659	923	1,297	1,585
OPM	37%	35%	40%	29%	36%	37%	39%	40%	34%	34%	35%	38%	39%

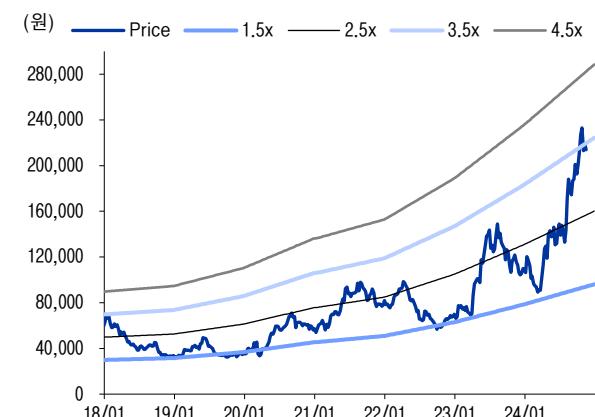
자료: 파마리서치, LS증권 리서치센터

그림12 파마리서치 12M FWD PER 밴드 차트



자료: 파마리서치, FnGuide, LS증권 리서치센터

그림13 파마리서치 12M FWD PBR 밴드 차트



자료: 파마리서치, FnGuide, LS증권 리서치센터

## 파마리서치 (214450)

### 재무상태표

(억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	2,473	2,565	3,667	4,842	6,325
현금 및 현금성자산	729	672	1,454	2,566	3,934
매출채권 및 기타채권	351	347	369	383	419
재고자산	245	502	533	530	554
기타유동자산	1,149	1,043	1,310	1,363	1,419
비유동자산	2,307	2,788	2,910	2,955	3,001
관계기업투자등	407	970	920	957	996
유형자산	1,180	1,231	1,370	1,354	1,338
무형자산	378	320	328	340	350
자산총계	4,781	5,353	6,577	7,797	9,326
유동부채	543	659	770	769	794
매입채무 및 기타자무	211	190	205	237	284
단기금융부채	206	330	379	339	309
기타유동부채	126	139	186	193	201
비유동부채	521	72	76	78	75
장기금융부채	462	13	19	19	14
기타비유동부채	60	59	57	59	60
부채총계	1,064	731	846	847	868
지배주주지분	3,435	4,331	5,455	6,675	8,182
자본금	51	52	52	52	52
자본잉여금	1,576	1,754	1,834	1,834	1,834
이익잉여금	1,909	2,608	3,652	4,871	6,379
비지배주주지분(연결)	282	291	275	275	275
자본총계	3,717	4,622	5,731	6,950	8,457

### 현금흐름표

(억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	594	649	1,265	1,494	1,768
당기순이익(손실)	434	773	1,125	1,343	1,651
비현금수익비용가감	357	278	260	137	137
유형자산감가상각비	68	84	93	97	96
무형자산상각비	38	35	37	38	40
기타현금수익비용	237	62	-10	2	2
영업활동 자산부채변동	-105	-307	-47	14	-21
매출채권 감소(증가)	-48	-3	-19	-14	-36
재고자산 감소(증가)	-84	-282	-42	4	-24
매입채무 증가(감소)	25	-3	12	32	47
기타자산, 부채변동	2	-19	3	-8	-8
투자활동 현금흐름	-119	-447	-467	-218	-221
유형자산처분(취득)	-170	-120	-212	-81	-80
무형자산 감소(증가)	-5	-6	-45	-50	-50
투자자산 감소(증가)	-272	-220	-205	-75	-79
기타투자활동	328	-100	-5	-12	-12
재무활동 현금흐름	-93	-260	-20	-164	-179
차입금의 증가(감소)	-30	-188	80	-40	-35
자본의 증가(감소)	-63	-72	-97	-124	-144
배당금의 지급	63	75	97	124	144
기타재무활동	0	0	-3	0	0
현금의 증가	313	-57	782	1,112	1,368
기초현금	417	729	672	1,454	2,566
기말현금	729	672	1,454	2,566	3,934

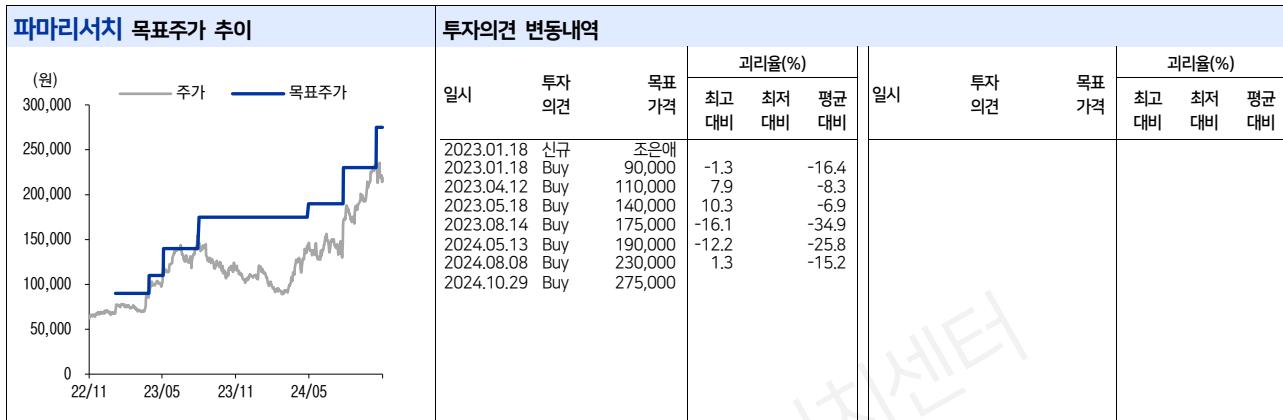
자료: 파마리서치, LS증권 리서치센터

### 손익계산서

(억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	1,948	2,610	3,406	4,114	4,932
매출원가	532	708	942	1,094	1,264
매출총이익	1,415	1,903	2,464	3,020	3,668
판매비 및 관리비	756	980	1,168	1,435	1,695
영업이익	659	923	1,297	1,585	1,973
(EBITDA)	765	1,043	1,427	1,720	2,108
금융손익	16	40	109	110	112
이자비용	38	30	-4	-14	-13
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-135	44	3	5	5
세전계속사업이익	540	1,007	1,408	1,700	2,090
계속사업법인세비용	106	234	283	357	439
계속사업이익	434	773	1,125	1,343	1,651
종단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	434	773	1,125	1,343	1,651
지배주주	406	766	1,141	1,343	1,651
총포괄이익	395	784	1,125	1,343	1,651
매출총이익률 (%)	73	73	72	73	74
영업이익률 (%)	34	35	38	39	40
EBITDA 마진률 (%)	39	40	42	42	43
당기순이익률 (%)	22	30	33	33	33
ROA (%)	9	15	19	19	19
ROE (%)	13	20	23	22	22
ROIC (%)	19	27	38	45	55

### 주요 투자지표

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
투자지표 (x)					
P/E	17.4	14.8	20.0	17.0	13.8
P/B	2.1	2.6	4.2	3.4	2.8
EV/EBITDA	8.3	9.9	14.7	11.5	8.7
P/CF	8.9	10.8	16.5	15.4	12.8
배당수익률 (%)	0.9	0.9	0.5	0.6	0.7
성장성 (%)					
매출액	26.4	34.0	30.5	20.8	19.9
영업이익	25.6	40.0	40.5	22.2	24.5
세전이익	-3.5	86.3	39.8	20.7	23.0
당기순이익	-7.2	77.9	45.6	19.4	23.0
EPS	-13.1	84.8	47.7	17.7	23.0
안정성 (%)					
부채비율	28.6	15.8	14.8	12.2	10.3
유동비율	455.9	389.2	476.4	629.8	796.9
순차입금/자기자본(x)	-20.3	-21.0	-34.8	-45.8	-54.7
영업이익/금융비용(x)	17.2	30.9	-342.5	-111.7	-154.5
총차입금 (억원)	668	343	398	358	323
순차입금 (억원)	-753	-971	-1,995	-3,184	-4,627
주당지표(원)					
EPS	4,013	7,417	10,958	12,897	15,858
BPS	33,970	41,966	52,389	64,100	78,574
CFPS	7,826	10,181	13,296	14,212	17,175
DPS	660	950	1,200	1,400	1,600



### Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 조은애).

본 자료는 고객의 증권투자를 돋기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.  
따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- \_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- \_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다..
- \_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- \_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

### 투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	93.9% 6.1%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2023.10.1 ~ 2024.9.30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)