

2023.5.18



파마리서치 (214450)

리쥘란이 이끄는 수출 고성장

Company Analysis | Mid-Small Cap

Analyst 조은애
02. 3779 8951 _ goodkid@ebestsec.co.kr

Buy (유지)

목표주가 (상향)	140,000 원
현재주가	118,700 원
상승여력	17.9 %

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSDAQ (05/17)	834.19 pt
시가총액	12,104 억원
발행주식수	10,197 천주
52 주 최고가/최저가	118,700 / 55,500 원
90 일 일평균거래대금	119.2 억원
외국인 지분율	13.3%
배당수익률(23.12E)	0.7%
BPS(23.12E)	40,837 원
KOSDAQ 대비상대수익률	1개월 28.5%
	6개월 69.2%
	12개월 47.0%
주주구성	정상수(외 10인) 39.5%
	국민연금공단(외1인) 7.3%
	브이아이피자산운용(외1인) 6.6%

Stock Price



해외 관련 매출이 이끄는 실적 성장 지속기간에 대한 관심

1Q23 실적을 통해 주요 투자포인트인 리쥘란 의료기기와 코스메틱 매출의 고성장을 확인했고, 실적발표 이후 동사 주가는 +15% 상승했다. 향후에도 투자자들의 관심은 리쥘란 수출증가율과 코스메틱 매출증가율의 지속기간에 집중 될 것으로 예상된다.

1Q23 매출액은 554억원(+22% yoy), 영업이익 207억원(+36% yoy), 영업이익률 37%(+4%p yoy)를 기록했다. 사업부문별로는 의료기기(276억원, +22% yoy), 코스메틱(139억원, +56% yoy)이 고성장했다. 리쥘란 의료기기는 내수에서 분기성장세가 지속됐으며, 신규 아시아 국가 진출로 수출이 고성장(+192% yoy, +61% qoq) 했다. 코스메틱 매출은 리쥘란 의료기기의 브랜드력을 기반으로 139억원(+56% yoy) 고성장을 지속했다. 코스메틱은 면세매출이 의미있게 발생하기 시작하면서 해외 관련 매출(수출+면세)은 68억원(+15% yoy, +85% qoq) 수준을 기록한 것으로 추정한다.

2023년 예상 매출액은 2,417억원(+24% yoy), 영업이익 877억원(+30% yoy), 영업이익률 36%(+1%p yoy) 이다. 리쥘란 의료기기 수출은 신규 수출국가 확대(1H23 아시아 → 2H23 남미)로 성장이 가속화(2022년 +42% yoy → 2023F +118% yoy) 될 것으로 예상된다. 코스메틱 내 해외 관련 매출 비중은 리오프닝(면세 매출 본격화), 리쥘란 의료기기 해외 인지도 상승을 기반으로 2022년 56% → 2023F 57% 확대를 예상한다. 2023년은 대규모 채용에 따른 공격적인 인건비 집행(+24% yoy)를 가정해도 영업이익률 개선이 지속 가능하다고 판단한다.

리쥘란 수출 고성장 사이클 진입(feat. 코스메틱)

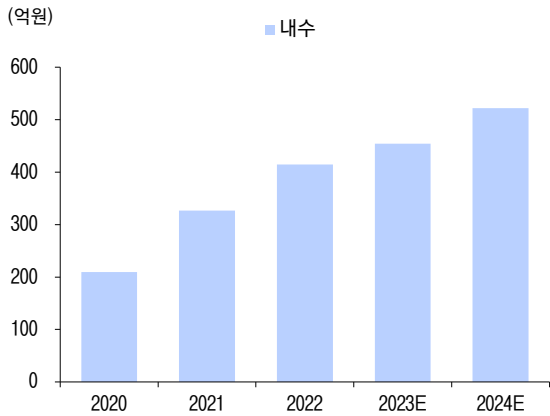
파마리서치에 대해 투자 의견 Buy를 유지하고, 목표주가는 적용 멀티플 상향(동종업계 평균 20% 할증 적용, 1월 20% 할인, 4월 평균 적용, 5월 20% 할증)으로 140,000원으로 상향한다. 수출데이터, 면세 매출 동향, 매분기 실적 등으로 추가 변동성이 커질 순 있으나, 의미있는 성장이 시작되고 있는 리쥘란과 리쥘란 코스메틱 성장률은 시장 기대치를 상회하는 실적을 기록할 가능성이 크다고 판단한다.

Financial Data

(억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,541	1,948	2,417	2,854	3,213
영업이익	525	659	877	1,066	1,204
순이익	468	463	720	873	985
EPS (원)	4,617	4,013	7,117	8,629	9,738
증감률 (%)	38.4	-13.1	77.4	21.2	12.9
PER (x)	17.8	17.4	16.7	13.8	12.2
PBR (x)	2.7	2.1	2.9	2.4	2.1
영업이익률 (%)	34.1	33.8	36.3	37.4	37.5
EBITDA 마진 (%)	40.3	39.3	40.5	40.8	40.5
ROE (%)	17.0	12.5	19.0	19.3	18.4

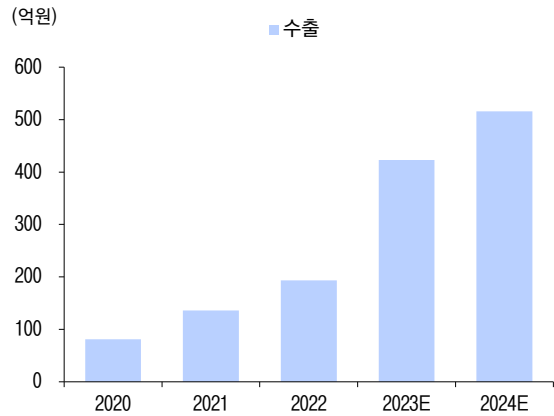
주: IFRS 연결 기준
자료: 파마리서치, 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 리쥘란 내수 매출 추이 및 전망



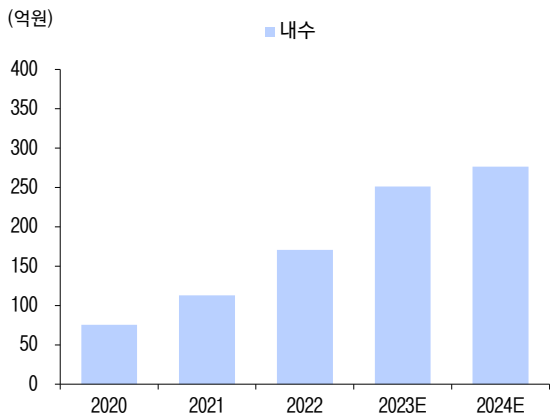
자료: 파마리서치, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 리쥘란 수출 매출 추이 및 전망



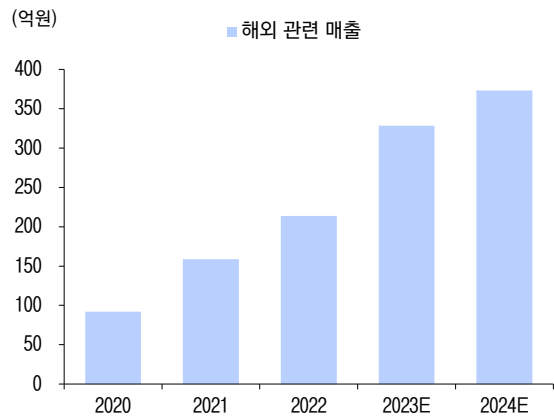
자료: 파마리서치, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 리쥘란 코스메틱 내수 매출 추이 및 전망



자료: 파마리서치, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 리쥘란 코스메틱 수출 매출 추이 및 전망



자료: 파마리서치, 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 파마리서치 12M Forward PER 밴드 차트



자료: 파마리서치, 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 파마리서치 12M Forward PBR 밴드 차트



자료: 파마리서치, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 파마리서치 PER Valuation

	2019	2020	2021	2022	2023E
지배주주순이익 (억원)	167	328	467	406	720
발행주식수 (천주)					10,680
Target PER (x)					21
적정 시가총액 (억원)					14,970
현재주가 (원)					118,700
목표주가 (원)					140,000
상승여력					18%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

주식: 발행주식수는 1Q23말 기준 미상환 전환사채 전환가능주식수 284,055주, 미상환 신주인수권부사채 284,055주 포함

표2 피어 밸류에이션 테이블 (컨센서스 기준)

	시가총액 (억원)	매출액 (억원)			OPM (%)			PER (배)		
		2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
휴젤	13,958	2,817	3,274	3,799	36	31	31	29	19	17
바이오플러스	3,794	567	751	969	45	44	45	20	14	12
휴메딕스	3,120	1,232	1,527	1,814	21	24	24	13	11	10
클래시스	17,101	1,418	1,771	2,119	49	51	52	16	21	17
평균	9,266				38	37	38	19	17	14

자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

표3 파마리서치 실적테이블

(단위: 억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	453	497	462	536	554	1,087	1,541	1,948	2,417	2,854
% yoy	31%	28%	19%	28%	22%	30%	42%	26%	24%	18%
1. 의약품	120	110	113	113	123	391	444	456	463	469
% yoy	20%	-6%	-4%	3%	2%	13%	3%	2%	1%	1%
% sales	27%	22%	24%	21%	22%	36%	29%	23%	19%	16%
2. 의료기기	227	245	229	319	276	500	763	1,020	1,272	1,623
% yoy	32%	35%	19%	48%	22%	73%	53%	34%	25%	28%
% sales	50%	49%	50%	60%	50%	46%	49%	52%	53%	57%
3. 코스메틱	89	100	106	90	139	168	272	384	580	650
% yoy	75%	29%	49%	24%	56%	32%	62%	41%	51%	12%
% sales	20%	20%	23%	17%	25%	15%	18%	20%	24%	23%
1. 내수	304	365	319	399	335	836	1,116	1,387	1,504	1,777
% sales	67%	73%	69%	74%	60%	77%	72%	71%	62%	62%
2. 해외 관련 매출	149	132	143	138	219	251	425	561	912	1,077
% sales	33%	27%	31%	26%	40%	23%	28%	29%	38%	38%
매출총이익	319	359	338	399	404	729	1,083	1,415	1,769	2,098
GPM	71%	72%	73%	73%	73%	67%	70%	73%	73%	73%
판매비와관리비	167	185	173	231	197	395	558	756	892	1,032
% sales	37%	37%	37%	43%	36%	36%	36%	39%	37%	36%
고정비	58	68	65	107	53	186	245	299	343	386
% sales	13%	14%	14%	20%	10%	36%	36%	39%	37%	36%
변동비	108	117	107	124	0	209	313	457	549	645
% sales	24%	24%	23%	23%	0%	19%	20%	23%	23%	23%
영업이익	152	174	165	168	207	334	525	675	877	1,066
OPM	34%	35%	36%	31%	37%	31%	34%	35%	36%	37%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

파마리서치 (214450)

재무상태표

(억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	2,068	2,473	2,756	3,527	4,400
현금 및 현금성자산	417	729	1,608	2,301	3,072
매출채권 및 기타채권	287	351	364	399	449
재고자산	173	245	298	321	352
기타유동자산	1,191	1,149	486	506	527
비유동자산	2,209	2,307	2,320	2,335	2,352
관계기업투자등	449	407	424	441	459
유형자산	1,095	1,180	1,190	1,199	1,207
무형자산	428	378	350	324	300
자산총계	4,276	4,781	5,076	5,861	6,752
유동부채	480	543	442	438	441
매입채무 및 기타채무	173	211	205	196	194
단기금융부채	208	206	106	106	106
기타유동부채	99	126	131	136	142
비유동부채	513	521	223	220	222
장기금융부채	449	462	162	157	157
기타비유동부채	64	60	61	63	65
부채총계	993	1,064	665	658	663
지배주주지분	3,054	3,435	4,129	4,922	5,807
자본금	51	51	51	51	51
자본잉여금	1,524	1,576	1,576	1,576	1,576
이익잉여금	1,540	1,909	2,563	3,356	4,241
비지배주주지분(연결)	229	282	282	282	282
자본총계	3,284	3,717	4,411	5,204	6,089

현금흐름표

(억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	653	594	776	893	987
당기순이익(손실)	468	434	720	873	985
비현금수익비용가감	166	357	143	102	100
유형자산감가상각비	60	68	71	71	72
무형자산상각비	36	38	31	29	27
기타현금수익비용	-23	237	41	2	2
영업활동 자산부채변동	84	-105	-86	-81	-98
매출채권 감소(증가)	-10	-48	-14	-35	-50
재고자산 감소(증가)	29	-84	-53	-23	-31
매입채무 증가(감소)	70	25	-6	-10	-2
기타자산, 부채변동	-6	2	-13	-14	-15
투자활동 현금흐름	-938	-119	567	-115	-116
유형자산처분(취득)	-206	-170	-81	-80	-80
무형자산 감소(증가)	-28	-5	-3	-3	-3
투자자산 감소(증가)	72	-272	665	-18	-18
기타투자활동	-775	328	-14	-14	-15
재무활동 현금흐름	430	-93	-465	-85	-100
차입금의 증가(감소)	480	-30	-400	-5	0
자본의 증가(감소)	-50	-60	-65	-80	-100
배당금의 지급	50	60	-65	-80	-100
기타재무활동	0	-3	0	0	0
현금의 증가	150	313	879	693	771
기초현금	267	417	729	1,608	2,301
기말현금	417	729	1,608	2,301	3,072

자료: 파마리서치, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,541	1,948	2,417	2,854	3,213
매출원가	458	532	648	757	856
매출총이익	1,083	1,415	1,769	2,098	2,357
판매비 및 관리비	558	756	892	1,032	1,153
영업이익	525	659	877	1,066	1,204
(EBITDA)	620	765	978	1,166	1,302
금융손익	26	16	20	33	35
이자비용	13	38	39	17	17
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	10	-107	-8	-8	-8
세전계속사업이익	560	569	889	1,091	1,231
계속사업법인세비용	92	106	169	218	246
계속사업이익	468	463	720	873	985
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	468	463	720	873	985
지배주주	467	406	720	873	985
총포괄이익	463	463	720	873	985
매출총이익률 (%)	70.3	72.7	73.2	73.5	73.4
영업이익률 (%)	34.1	33.8	36.3	37.4	37.5
EBITDA 마진률 (%)	40.3	39.3	40.5	40.8	40.5
당기순이익률 (%)	30.4	23.7	29.8	30.6	30.7
ROA (%)	12.5	9.0	14.6	16.0	15.6
ROE (%)	17.0	12.5	19.0	19.3	18.4
ROIC (%)	16.9	19.2	27.4	31.9	34.9

주요 투자지표

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
투자지표 (x)					
P/E	17.8	17.4	16.7	13.8	12.2
P/B	2.7	2.1	2.9	2.4	2.1
EV/EBITDA	13.7	8.3	11.0	8.6	7.1
P/CF	13.1	8.9	13.9	12.3	11.1
배당수익률 (%)	0.7	0.9	0.7	0.8	1.0
성장성 (%)					
매출액	41.7	26.4	24.1	18.1	12.6
영업이익	57.0	25.6	33.0	21.6	12.9
세전이익	41.7	1.5	56.2	22.7	12.9
당기순이익	44.3	-1.2	55.6	21.2	12.9
EPS	38.4	-13.1	77.4	21.2	12.9
안정성 (%)					
부채비율	30.2	28.6	15.1	12.6	10.9
유동비율	430.8	455.9	623.4	805.7	996.8
순차입금/자기자본(x)	6.1	-20.3	-30.6	-39.4	-46.3
영업이익/금융비용(x)	40.0	17.2	22.5	63.3	72.7
총차입금 (억원)	656	668	268	263	263
순차입금 (억원)	202	-753	-1,351	-2,049	-2,821
주당지표(원)					
EPS	4,617	4,013	7,117	8,629	9,738
BPS	30,206	33,970	40,837	48,676	57,428
CFPS	6,269	7,826	8,528	9,632	10,727
DPS	600	650	800	1,000	1,150

파마리서치 목표주가 추이		투자 의견 변동내역																																																			
		<table border="1"> <thead> <tr> <th rowspan="2">일시</th> <th rowspan="2">투자 의견</th> <th rowspan="2">목표 가격</th> <th colspan="3">과리율(%)</th> </tr> <tr> <th>최고 대비</th> <th>최저 대비</th> <th>평균 대비</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2023.01.18</td> <td>변경</td> <td>조은애</td> <td></td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>2023.01.18</td> <td>Buy</td> <td>90,000</td> <td>-1.3</td> <td>-16.4</td> <td></td> </tr> <tr> <td>2023.04.12</td> <td>Buy</td> <td>110,000</td> <td>7.9</td> <td>-8.3</td> <td></td> </tr> <tr> <td>2023.05.18</td> <td>Buy</td> <td>140,000</td> <td></td> <td></td> <td></td> </tr> </tbody> </table>		일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			최고 대비	최저 대비	평균 대비	2023.01.18	변경	조은애				2023.01.18	Buy	90,000	-1.3	-16.4		2023.04.12	Buy	110,000	7.9	-8.3		2023.05.18	Buy	140,000				<table border="1"> <thead> <tr> <th rowspan="2">일시</th> <th rowspan="2">투자 의견</th> <th rowspan="2">목표 가격</th> <th colspan="3">과리율(%)</th> </tr> <tr> <th>최고 대비</th> <th>최저 대비</th> <th>평균 대비</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> </tr> </tbody> </table>		일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			최고 대비	최저 대비	평균 대비						
일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)																																																		
			최고 대비	최저 대비	평균 대비																																																
2023.01.18	변경	조은애																																																			
2023.01.18	Buy	90,000	-1.3	-16.4																																																	
2023.04.12	Buy	110,000	7.9	-8.3																																																	
2023.05.18	Buy	140,000																																																			
일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)																																																		
			최고 대비	최저 대비	평균 대비																																																

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 돕기 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 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 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 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후12개월)	투자 의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도) 합계	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	91.3% 8.7%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±15%로 변경
				100.0%	투자 의견 비율은 2022.4.1 ~ 2023.3.31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)