

파마리서치 (214450)

COMPANY UPDATE

Company Analysis | 의료기기/신성장 | 2024.9.6

리쥘란, 두마리 토끼를 잡다(Feat. 유럽, M&A)

글로벌 사모펀드로부터 2,000억원 투자유치

9/5(목) 당사는 공시를 통해 글로벌 사모펀드 CVC Capital Partners로 3자배정 유상 증자를 발표했다. RCPS 1,175,647주, 발행가액 170,119원, 총 투자유치 금액은 2,000억원으로, 전량 보통주 전환을 가정한 보유 지분율은 10%다. CVC는 룩셈부르크에 본사를 둔 글로벌 사모펀드로 AUM 430억유로(약 286조원) 수준이며, 미국, 유럽, 아시아 등 전세계 130개 회사에 대한 투자 포트폴리오를 보유하고 있다.

유럽 진출과 M&A라는 추가 성장 동력 확보

이번 딜로 CVC가 보유한 네트워크(메디컬 센터, 의료기기/의약품/소비재 유통망, 클리닉 등)를 통한 리쥘란 의료기기, 리쥘란 코스메틱, 톡신 등의 유럽 진출이 예상된다. 의료기기 리쥘란은 이미 유럽 인증을 보유한 상황이기 때문에 바로 유통이 가능한 상황이며, 코스메틱류는 CVC가 보유한 아시아/유럽 내 소비자/의료기기/의약품 유통 네트워크를 통한 유통망 확장이 가능할 것으로 보인다.

투자 받은 현금 2,000억원은 사업영역 확장을 위한 M&A 재원으로 사용될 전망이다. 인수대상으로 제품 라인업을 확장할 수 있는 동시에 R&D 능력을 보유한 회사를 찾고 있으며, 에스테틱 토탈 솔루션 비즈니스 모델을 완성한다는 것이 회사의 목표다.

유럽 수출 숫자로 확인되면 멀티플 리레이팅 가능

당사는 지난 2Q24 실적에서 분기 사상 최대 매출, 영업이익, 수출실적을 기록했고, 이번 딜을 통해 유럽으로의 수출 지역 확장 및 M&A를 통한 중장기 성장 동력을 확보했다는 판단이다. 리쥘란의 유럽 수출 성과 및 CVC 네트워크를 통한 화장품 수출 가속화를 확인하는 시점에 어닝 상향이 가능해 보이며, 중장기 성장 동력을 확보했다는 측면에서 주가는 멀티플 리레이팅이 가능한 시점이라고 판단한다. 참고로, RCPS 신주발행에 따른 주주 가치 약 10% 희석으로 목표주가 변경 요인이 생겼으나, 현재 시점에서 목표주가 23만원을 유지하는 이유는 2025년 예상 실적과 적정 멀티플 상향 가능성이 높기 때문이다.

Financial Data

(억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	1,948	2,610	3,377	3,822	4,200
영업이익	659	923	1,271	1,460	1,608
순이익	434	773	1,052	1,168	1,287
EPS (원)	4,013	7,417	10,196	11,314	12,470
증감률 (%)	-13.1	84.8	37.5	11.0	10.2
PER (x)	17.4	14.8	17.5	15.7	14.3
PBR (x)	2.1	2.6	3.5	2.9	2.5
영업이익률 (%)	33.8	35.3	37.6	38.2	38.3
EBITDA 마진 (%)	39.3	39.9	41.4	41.5	41.2
ROE (%)	12.5	19.7	21.9	20.1	18.6

주: IFRS 연결 기준, 자료: 파마리서치, LS증권 리서치센터

Analyst 조은애
goodkid@ls-sec.co.kr

Buy (유지)

목표주가 (유지)	230,000 원
현재주가	178,000 원
상승여력	29.2 %

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSDAQ (09/05)	725.28 pt
시가총액	18,626 억원
발행주식수	10,464 천주
52 주 최고가/최저가	188,100 / 89,100 원
90 일 일평균거래대금	322.3 억원
외국인 지분율	9.5%
배당수익률(24.12E)	0.7%
BPS(24.12E)	51,235 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1개월 31.5%
	6개월 43.6%
	12개월 96.7%
주주구성	정상수 (외 10인) 38.4%
	국민연금공단 (외 1인) 5.8%
	자사주 (외 1인) 1.2%

Stock Price



그림1 3자배정 유상증자 대상 CVC Capital Partners

■ 글로벌 네트워크를 보유한 사모펀드

- 미국, 유럽, 아시아 전역에 네트워크를 보유한 Global PE / AUM : 280조원
- 전세계 유수의 오너 일가 및 경영진과의 파트너십을 통해 투자회사 가치 제고에 기여
- 고성장, 현금 창출력이 높은 시장 선도기업에의 투자 경험 다수 보유

■ 시너지를 창출할 수 있는 Healthcare 섹터 내 투자 경험 다

회사명	국가	회사 설명
아시아	Siloam Hospitals	• 인도네시아 23개 지역에서 총 41개 병원 운영, 102명 피부과 전문의 보유
	TMC HEALTH	• 4개 병원, 50개 clinic 운영하는 필리핀 최대 병원 체인
	PRIVIA GROUP	• 프리미엄 산부인과 병원 그룹으로 총 4개의 병원 운영, 매일 ~300명 에스텍 환자 방문
	SOHO	• 의약품 유통 및 건강기능식품 유통업체, 4만개 약국 체인 및 3만명의 healthcare professional coverage
유럽	MEHILÄINEN	• 84개 메디컬 센터 운영중인 핀란드 병원 체인, 핀란드 ~21% 성형외과 의사 보유
	ELSAN	• 140개 시설, 7,500명의 의료진을 보유한 프랑스 선도 병원 체인
	HIGG	• 총 7개 병원 보유한 그리스 최대 규모의 민간 통합 병원 체인

자료: 파마리서치, LS증권 리서치센터

그림2 추진 배경 및 시너지

글로벌 사업 확장

■ EU시장 진출전략 구체화

- Target 국가 선정 및 지사 설립
 - 독일, 프랑스, 스페인, 영국 등
- EU 내 주요 국가 진입 시 현지사와의 영업/마케팅 및 유통 파트너십을 통해 진입 후 점진적으로 내재화 전략 실행
- CVC 보유 현지 병원체인에의 판매기회 활용 및 현지 KOL 네트워크 활용

■ 동남아 사업 확장

- CVC 보유 동남아 병원체인의 의사 네트워크를 활용하여 network clinic 적극 공략 및 병원 체인 내에서의 판매 기회 활용
- B2C 마케팅 강화를 통해 제품 차별성 강조

성장동력 확보

■ Cross-Border M&A

- 유통망 확보 or 제품 다변화
 - 주요 시장 유통조직 확충
 - ex) 2018년 에스트라 사업 인수
 - Aesthetics Total Solution 완성
- R&D 및 기술 확보
 - 당사 보유품목 경쟁력 제고를 위한 M&A

■ Global Standard

- 다국적 에스텍 경험을 보유한 인적자원 확보
- 기업운영 효율성 제고
- CVC 네트워크를 활용한 마케팅 및 사업 확장

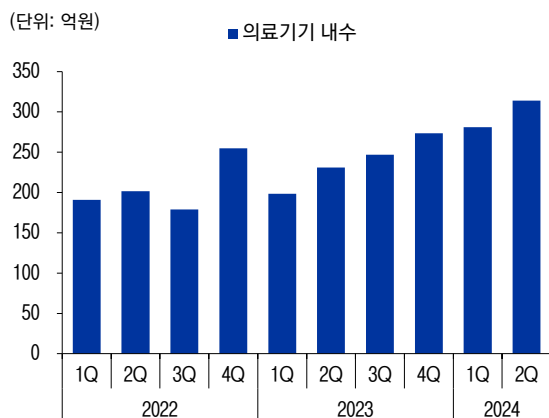
자료: 파마리서치, LS증권 리서치센터

표1 파마리서치 실적 테이블

(단위: 억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	3Q24E	4Q24E	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	554	668	688	700	747	833	869	928	1,541	1,948	2,610	3,377	3,822
% yoy	22%	34%	49%	30%	35%	25%	26%	33%	42%	26%	34%	29%	13%
1. 의약품	124	135	149	137	163	181	170	166	444	456	545	680	755
% yoy	3%	23%	32%	22%	31%	34%	14%	21%	3%	20%	25%	11%	8%
2. 의료기기	302	346	344	369	384	430	450	499	763	1,020	1,361	1,763	1,995
% yoy	33%	41%	50%	16%	27%	24%	31%	35%	53%	34%	33%	30%	13%
3. 화장품	110	168	169	153	177	199	225	238	272	384	600	839	972
% yoy	24%	68%	59%	71%	61%	18%	33%	55%	62%	41%	56%	40%	16%
매출총이익	404	498	506	494	518	593	633	658	1,083	1,415	1,903	2,402	2,733
GPM	73%	75%	74%	73%	69%	71%	73%	73%	70%	73%	73%	71%	72%
판매비	197	262	231	290	251	285	281	313	558	756	980	1,131	1,272
% sales	36%	39%	34%	41%	34%	34%	32%	34%	36%	39%	38%	33%	33%
영업이익	207	236	275	204	267	308	352	345	525	659	923	1,271	1,460
OPM	37%	35%	40%	29%	36%	37%	40%	37%	34%	34%	35%	38%	38%

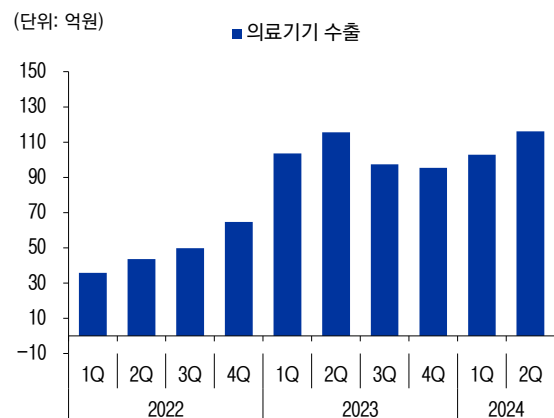
자료: 파마리서치, LS증권 리서치센터

그림1 파마리서치 의료기기 내수 매출 추이



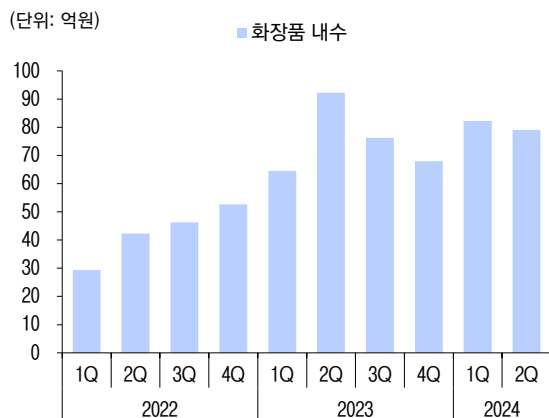
자료: 파마리서치, LS증권 리서치센터

그림2 파마리서치 의료기기 수출 매출 추이



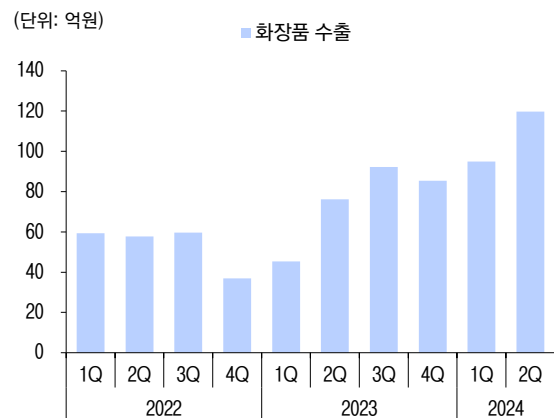
자료: 파마리서치, LS증권 리서치센터

그림3 파마리서치 화장품 내수 매출 추이



자료: 파마리서치, LS증권 리서치센터

그림4 파마리서치 화장품 수출 매출 추이



자료: 파마리서치, LS증권 리서치센터

파마리서치 (214450)

재무상태표

(억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	2,473	2,565	3,635	4,626	5,724
현금 및 현금성자산	729	672	1,822	2,822	3,901
매출채권 및 기타채권	351	347	366	356	357
재고자산	245	502	529	492	472
기타유동자산	1,149	1,043	918	955	994
비유동자산	2,307	2,788	2,866	2,905	2,947
관계기업투자등	407	970	959	998	1,038
유형자산	1,180	1,231	1,262	1,253	1,244
무형자산	378	320	315	311	308
자산총계	4,781	5,353	6,500	7,531	8,671
유동부채	543	659	774	757	757
매입채무 및 기타채무	211	190	203	220	242
단기금융부채	206	330	391	351	321
기타유동부채	126	139	180	187	194
비유동부채	521	72	139	140	137
장기금융부채	462	13	82	82	77
기타비유동부채	60	59	57	58	60
부채총계	1,064	731	912	898	894
지배주주지분	3,435	4,331	5,288	6,333	7,477
자본금	51	52	52	52	52
자본잉여금	1,576	1,754	1,756	1,756	1,756
이익잉여금	1,909	2,608	3,563	4,608	5,753
비지배주주지분(연결)	282	291	300	300	300
자본총계	3,717	4,622	5,588	6,633	7,778

현금흐름표

(억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	594	649	1,113	1,349	1,445
당기순이익(손실)	434	773	1,063	1,168	1,287
비현금수익비용가감	357	278	223	127	126
유형자산감가상각비	68	84	90	90	89
무형자산상각비	38	35	36	36	35
기타현금수익비용	237	62	9	2	2
영업활동 자산부채변동	-105	-307	-141	54	32
매출채권 감소(증가)	-48	-3	-13	10	-1
재고자산 감소(증가)	-84	-282	-32	37	20
매입채무 증가(감소)	25	-3	-91	17	22
기타자산, 부채변동	2	-19	-5	-9	-9
투자활동 현금흐름	-119	-447	-58	-186	-188
유형자산처분(취득)	-170	-120	-117	-81	-80
무형자산 감소(증가)	-5	-6	-32	-32	-32
투자자산 감소(증가)	-272	-220	115	-60	-62
기타투자활동	328	-100	-24	-13	-14
재무활동 현금흐름	-93	-260	92	-162	-178
차입금의 증가(감소)	-30	-188	92	-40	-35
자본의 증가(감소)	-63	-72	-97	-122	-143
배당금의 지급	63	75	97	122	143
기타재무활동	0	0	97	0	0
현금의 증가	313	-57	1,150	1,000	1,079
기초현금	417	729	672	1,822	2,822
기말현금	729	672	1,822	2,822	3,901

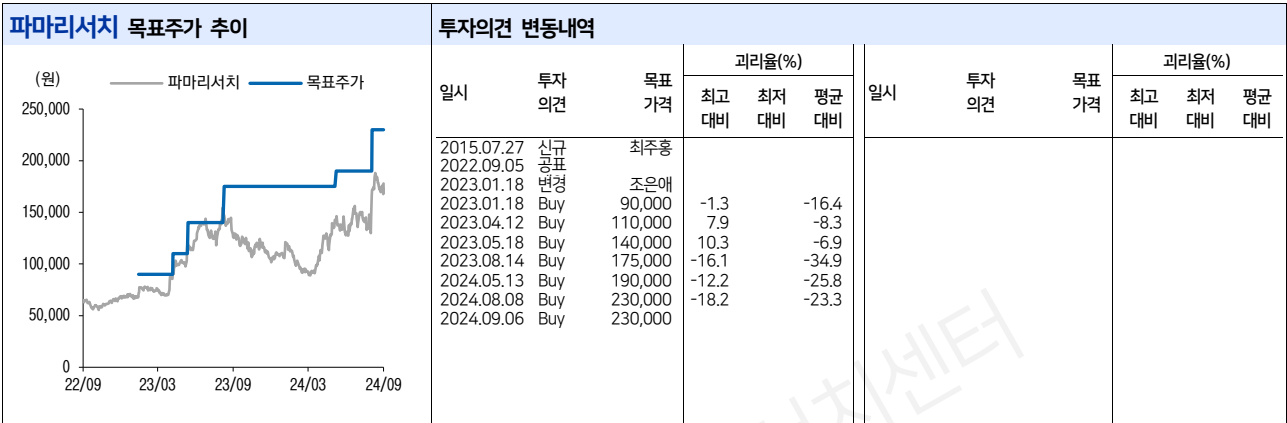
자료: 파마리서치, LS증권 리서치센터

손익계산서

(억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	1,948	2,610	3,377	3,822	4,200
매출원가	532	708	975	1,089	1,201
매출총이익	1,415	1,903	2,402	2,733	2,999
판매비 및 관리비	756	980	1,131	1,272	1,392
영업이익	659	923	1,271	1,460	1,608
(EBITDA)	765	1,043	1,398	1,586	1,732
금융손익	16	40	43	32	37
이자비용	38	30	34	34	31
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-135	44	15	5	5
세전계속사업이익	540	1,007	1,329	1,497	1,650
계속사업법인세비용	106	234	300	329	363
계속사업이익	434	773	1,029	1,168	1,287
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	434	773	1,029	1,168	1,287
지배주주	406	766	1,052	1,168	1,287
총포괄이익	395	784	1,029	1,168	1,287
매출총이익률 (%)	73	73	71	72	71
영업이익률 (%)	34	35	38	38	38
EBITDA 마진률 (%)	39	40	41	41	41
당기순이익률 (%)	22	30	30	31	31
ROA (%)	9	15	18	17	16
ROE (%)	13	20	22	20	19
ROIC (%)	19	27	36	42	47

주요 투자지표

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
투자지표 (x)					
P/E	17.4	14.8	17.5	15.7	14.3
P/B	2.1	2.6	3.5	2.9	2.5
EV/EBITDA	8.3	9.9	11.0	9.0	7.6
P/CF	8.9	10.8	13.4	13.3	12.2
배당수익률 (%)	0.9	0.9	0.7	0.8	1.0
성장성 (%)					
매출액	26.4	34.0	29.4	13.2	9.9
영업이익	25.6	40.0	37.8	14.9	10.1
세전이익	-3.5	86.3	32.0	12.6	10.2
당기순이익	-7.2	77.9	33.2	13.4	10.2
EPS	-13.1	84.8	37.5	11.0	10.2
안정성 (%)					
부채비율	28.6	15.8	16.3	13.5	11.5
유동비율	455.9	389.2	469.8	610.7	756.4
순차입금/자기자본(x)	-20.3	-21.0	-33.4	-44.1	-52.3
영업이익/금융비용(x)	17.2	30.9	37.4	42.7	51.3
총차입금 (십억원)	668	343	472	432	397
순차입금 (십억원)	-753	-971	-1,867	-2,929	-4,065
주당지표(원)					
EPS	4,013	7,417	10,196	11,314	12,470
BPS	33,970	41,966	51,235	61,363	72,449
CFPS	7,826	10,181	12,457	12,544	13,691
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 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 당사에 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 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 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자이견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비	Overweight (비중확대)			
	업종 비중 기준	Neutral (중립)			
	투자등급 3 단계	Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준	Buy (매수)	+15% 이상 기대	92.7%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 $\pm 15\%$ 로 변경
	투자등급 3 단계	Hold (보유)	-15% ~ +15%	7.3%	
		Sell (매도)	-15% 이하 기대		
		합계		100.0%	투자이견 비율은 2023.7.1 ~ 2024.6.30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)