

파마리서치 (214450)

이새롬 saerom.lee@daishin.com
한경래 kyungrae.han@daishin.com

투자 의견 **BUY**
매수, 유지

6개월 목표주가 **120,000**
상향

현재주가 **90,300**
(21.08.17)

스몰캡업종

다시 서프라이즈, 여유 있는 밸류에이션

투자 의견 매수, 목표주가 120,000원으로 22% 상향

- EPS 기준 21F → 12MF 변경. 12MF EPS 5,240원에 Target PER 22배 적용
- 1) 2Q20부터 매 분기 최대 실적 기록하며 2Q21 서프라이즈 시현, 2) 2021년 연내 연결 자회사 파마리서치바이오 리엔톡스 국내 품목 허가 가능성, 3) 2022년 리쥘란 중국 의료기기 등급 상향으로 수출 확대 기대
- 12MF PER 17배 수준에 불과. 낮은 밸류에이션, 확실한 실적 성장세, 국내 품목 허가 및 중국 수출 확대 가능성 감안 지속적인 기업가치 상승 필요

2Q21 Review

- 2Q21 매출액 388억원(+40.1% YoY), 영업이익 139억원(+72.9% YoY). 컨센서스 매출액 342억원, 영업이익 118억원 상회하는 서프라이즈 기록
- 의약품 117억원(+11.1% YoY), 의료기기 181억원(+51.6% YoY), 화장품 77억원(+77.3% YoY), 기타 12억원(+44.9% YoY)
- 주요 제품별 매출액 [리엔톡스] 동남아 수출 고성장세 이어지며 YoY +101% 증가, [콘쥘란] 분기 70억 중반 수준 견조한 내수 수요 지속, [리쥘란] 국내 마케팅 및 에스테틱 수요 효과 힘입어 최대 판매액 기록, [화장품] 중국 타겟 브랜드 인지도 확산 및 국내 홈쇼핑 효과로 QoQ +53% YoY +77% 증가
- 2Q21 영업이익률 35.9%(+6.8%p YoY). 연결 자회사 원가율 개선 및 고마진 의료기기(리쥘란) 매출 확대로 판관비(+36.5% YoY, +9.3% QoQ) 부담 상쇄
- 2021년 연간 매출액 1,507억원(+38.6% YoY), 영업이익 541억원(+62.0% YoY) 전망. 연간 부분별 매출액은 의약품 444억원(+13.4% YoY), 의료기기 724억원(+45.3% YoY), 화장품 285억원(+70.2% YoY) 예상
- 동사의 성장 동력인 에스테틱(리엔톡스, 리쥘란, 화장품) 제품들의 지속 성장 국면 및 소모성 특징으로 계절성 없는 매분기 우상향 흐름 기대

KOSDAQ	1,011.05
시가총액	913십억원
시가총액비중	0.21%
지분금(보통주)	5십억원
52주 최고/최저	97,000원 / 53,900원
120일 평균거래대금	97억원
외국인지분율	12.68%
주요주주	정상수 외 6인 39.83%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	2.6	18.0	45.6	40.2
상대수익률	6.8	12.4	41.1	15.8



(단위: 십억원, %)

구분	2Q20	1Q21	2Q21		3Q21(F)					
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	28	35	32	39	40.1	12.3	34	39	32.5	-0.5
영업이익	8	12	9	14	72.9	13.2	12	14	46.9	0.1
순이익	10	12	9	11	13.7	-6.4	10	13	62.5	9.3

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	64	84	109	151	170
영업이익	9	19	33	54	63
세전순이익	14	19	40	57	69
총당기순이익	11	15	32	48	56
지배지분순이익	14	17	33	49	60
EPS	1,509	1,764	3,447	5,053	6,173
PER	22.3	20.6	16.6	17.9	14.6
BPS	19,925	21,080	24,743	28,705	34,410
PBR	1.7	1.7	2.3	3.1	2.6
ROE	7.7	8.2	14.4	18.4	19.0

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출/ 자료: 파마리서치, 대신증권 Research Center

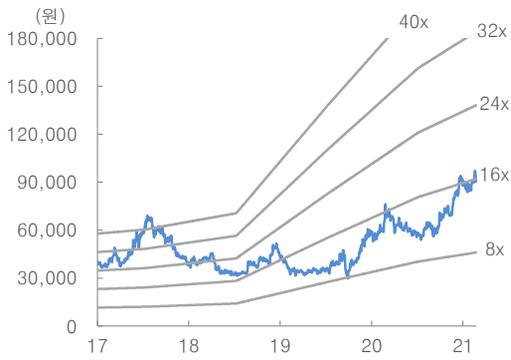
표 1. 파마리서치 목표주가 산출

(단위: 원, 배, %)

		비고	
EPS	5,240	12MF EPS	
Target PER	22	최근 3년간 평균 PER	
목표주가	120,000		
현재주가	90,300	2021.08.17	
현재 PER	17.2	12MF 기준	
상승여력(%)	32.9		

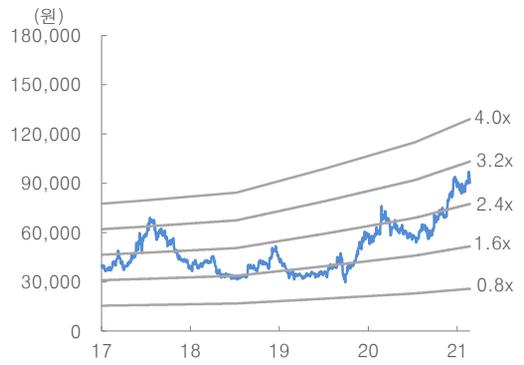
자료: 대신증권 Research Center

그림 1. 12MF PER 밴드



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

그림 2. 12MF PBR 밴드



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

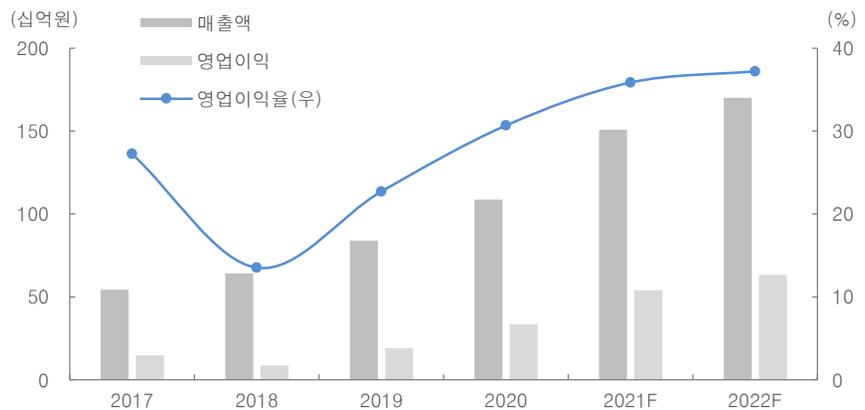
표 2 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	2017	2018	2019	2020	2021F	2022F
매출액	54.5	64.3	83.9	108.7	150.7	170.0
의약품	33.8	42.6	39.7	39.1	44.4	46.6
의료기기	11.0	13.7	28.8	49.8	72.4	84.6
화장품	9.0	5.9	12.7	16.8	28.5	34.2
기타	0.6	2.1	2.6	3.1	5.5	4.7
영업이익	14.8	8.7	19.1	33.4	54.1	63.3
순이익	13.0	14.4	16.7	32.8	48.8	59.6
YoY						
매출액	18.5	18.0	30.5	29.7	38.6	12.8
의약품		26.0	-6.9	-1.4	13.4	4.9
의료기기		24.0	110.5	72.7	45.3	16.8
화장품		-34.7	116.8	31.7	70.2	20.0
기타		232.9	25.9	16.3	78.5	-13.9
영업이익	5.2	-41.4	119.0	75.0	62.0	17.1
순이익	-6.9	11.2	15.7	96.6	48.8	22.2
영업이익률	27.3	13.5	22.7	30.7	35.9	37.2
순이익률	23.8	22.4	19.9	30.1	32.4	35.0

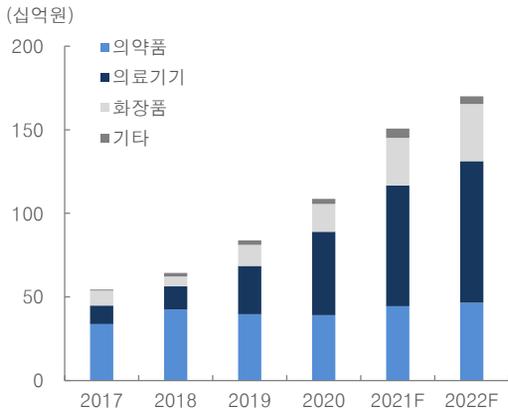
자료: 대신증권 Research Center

그림 3. 파마리서치의 매출액, 영업이익 추이 및 전망



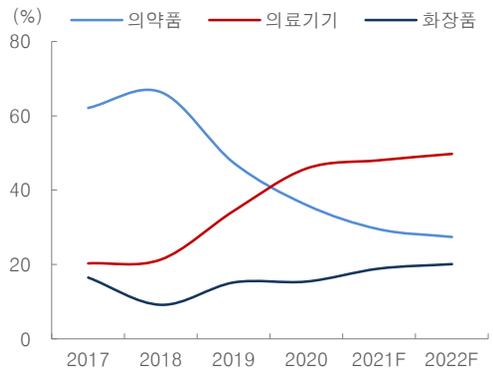
자료: 파마리서치, 대신증권 Research Center

그림 4. 부문별 매출액 추이 및 전망



자료: 파마리서치, 대신증권 Research Center

그림 5. 부문별 매출액 비중 추이



자료: 파마리서치, 대신증권 Research Center

그림 6. 에스테틱 제품 매출액 추이 및 전망



자료: 파마리서치, 대신증권 Research Center

그림 7. 리주란 매출액 및 파마리서치 GPM 추이



자료: 파마리서치, 대신증권 Research Center

1. 기업개요

기업 및 경영진 현황

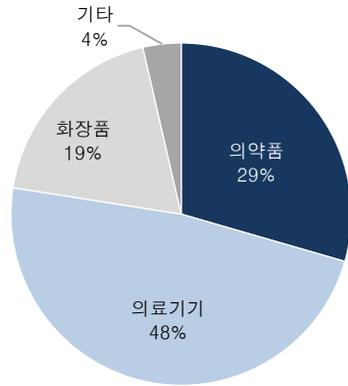
- 자가재생 촉직제를 활용한 의약품, 의료기기, 화장품 등 재생제품 전문 업체
- 퇴행성 관절염 수술 대안 치료제 제조
- 안면미용의료에 적합한 제품 포트폴리오 구축
- 자산 3,386억원, 부채 456억원, 자본 2,930억원 (1H21 기준)
(발행주식수: 10,111,930주, 1H21 기준)

주가 변동요인

- 퇴행성 관절염 치료제의 지속적인 수요 증가 및 급여 적용에 따른 대형종합병원 공급 확대
- 에스테틱 의료기기의 견조한 해외 수요
- 보톡스, 필러, 힐러 등 안면미용에 필수적인 포트폴리오 구축

자료: 파마리서치, 대신증권 Research Center

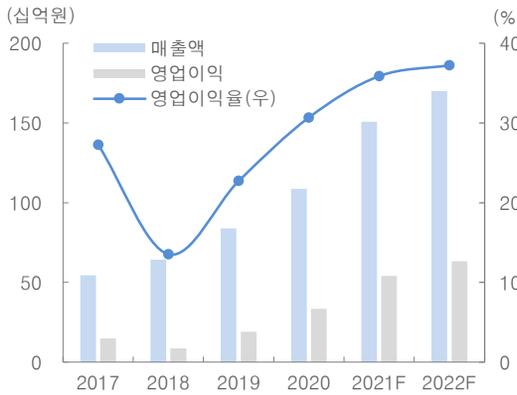
매출 비중(2021년)



자료: 파마리서치, 대신증권 Research Center

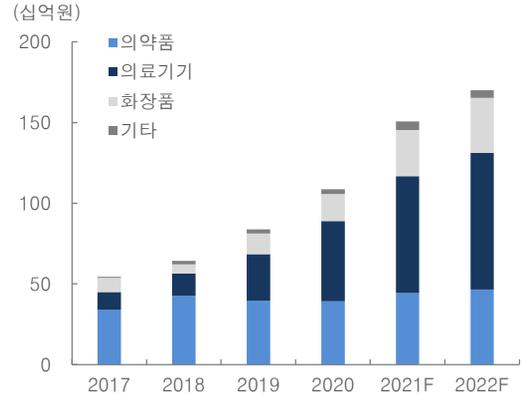
2. Earnings Driver

실적 추이 및 전망



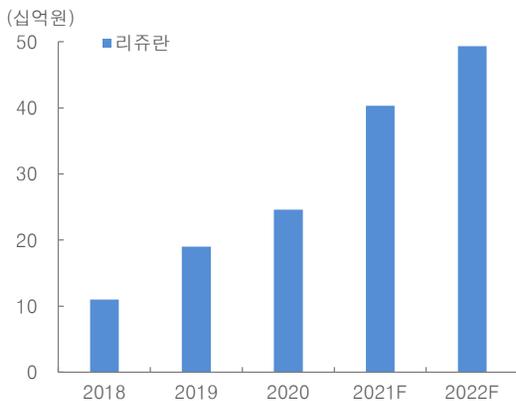
자료: 파마리서치, 대신증권 Research Center

부문별 매출액 추이 및 전망



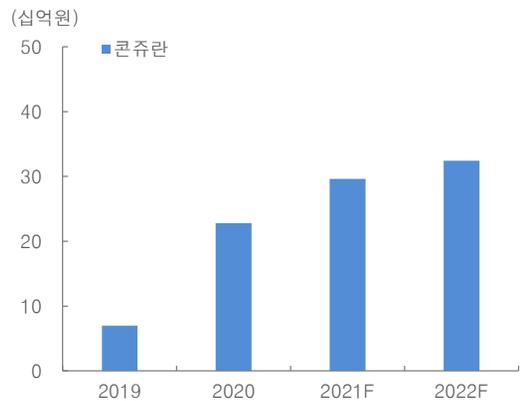
자료: 파마리서치, 대신증권 Research Center

리뷰란 매출액 추이 및 전망



자료: 파마리서치, 대신증권 Research Center

콘쥘란 매출액 추이 및 전망



자료: 파마리서치, 대신증권 Research Center

재무제표

	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	64	84	109	151	170
매출원가	26	34	36	44	50
매출총이익	38	50	73	106	120
판매비외관리비	30	31	39	52	57
영업이익	9	19	33	54	63
영업이익률	13.5	22.7	30.7	35.9	37.2
EBITDA	14	27	39	59	69
영업외손익	6	-1	2	3	4
관계기업손익	-1	-1	-1	0	0
금융수익	10	4	3	4	4
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	2	-3	-3	-1	-3
외환관련손실	0	1	0	0	0
기타	-5	0	3	0	2
법인세비용차감전순이익	14	19	40	57	69
법인세비용	3	-4	-7	-9	-13
계속사업순이익	11	15	32	48	56
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	11	15	32	48	56
당기순이익률	17.5	17.7	29.8	31.8	32.8
비재배지분순이익	-3	-2	0	-1	-4
지배지분순이익	14	17	33	49	60
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	12	15	33	48	56
비재배지분포괄이익	-3	-2	0	-1	-4
지배지분포괄이익	15	17	33	49	60

	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
EPS	1,509	1,764	3,447	5,053	6,173
PER	22.3	20.6	16.6	17.9	14.6
BPS	19,925	21,080	24,743	28,705	34,410
PBR	1.7	1.7	2.3	3.1	2.6
EBITDAPS	1,450	2,697	3,944	5,994	6,908
EV/EBITDA	20.7	11.9	13.6	14.4	11.9
SPS	6,546	8,456	10,964	15,198	17,145
PSR	5.1	4.3	5.2	5.9	5.3
CFPS	940	2,876	4,845	6,583	7,786
DPS	300	300	300	300	300

	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
성장성					
매출액 증가율	180	30.5	29.7	38.6	12.8
영업이익 증가율	-41.4	119.0	75.0	62.0	17.1
순이익 증가율	-10.0	31.8	118.5	47.8	16.1
수익성					
ROIC	7.5	11.1	17.8	26.4	27.8
ROA	3.9	7.2	11.3	15.9	16.2
ROE	7.7	8.2	14.4	18.4	19.0
안정성					
부채비율	180	182	210	163	128
순차입금비율	-25.2	-21.1	-17.9	-26.1	-34.5
이자보상배율	10.8	8.1	0.0	0.0	0.0

	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
유동자산	106	104	127	166	221
현금및현금성자산	21	20	27	56	103
매출채권 및 기타채권	17	21	26	33	38
재고자산	12	14	21	24	28
기타유동자산	55	50	54	53	53
비유동자산	152	165	192	196	199
유형자산	66	74	94	98	102
관계기업투자금	8	12	12	13	13
기타비유동자산	78	80	86	85	84
자산총계	258	270	320	362	421
유동부채	15	19	36	33	31
매입채무 및 기타채무	11	10	7	7	8
차입금	0	0	15	13	12
유동성채무	1	1	1	1	1
기타유동부채	4	8	14	12	11
비유동부채	24	23	20	18	16
차입금	2	1	1	1	1
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	22	22	19	17	16
부채총계	39	42	55	51	48
자배지분	198	209	245	285	341
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	124	127	131	127	127
이익잉여금	69	83	113	159	215
기타지분변동	0	-5	-3	-5	-5
비재배지분	21	19	19	26	32
자본총계	219	228	264	311	373
순차입금	-55	-48	-47	-81	-129

	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	5	19	26	45	53
당기순이익	11	15	32	48	56
비현금항목의 가감	-2	14	16	17	22
감가상각비	5	8	6	5	5
외환손익	0	-1	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	-7	7	10	12	16
자산부채의 증감	-2	-9	-15	-11	-11
기타현금흐름	-2	0	-7	-9	-13
투자활동 현금흐름	-18	-12	-21	-11	-10
투자자산	17	-22	0	0	0
유형자산	-28	-10	-10	-10	-10
기타	-7	20	-11	-1	-1
재무활동 현금흐름	17	-9	9	-8	-7
단기차입금	-4	0	15	-2	-1
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	-1	0	0	0
유상증자	0	2	0	0	0
현금배당	-3	-3	-3	-3	-3
기타	24	-8	-3	-3	-3
현금의 증감	4	-1	7	30	46
기초 현금	17	26	20	27	56
기말 현금	21	25	27	56	103
NOPLAT	7	15	27	45	51
FCF	-13	13	23	41	47

자료: 파마리서치, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:이새롬)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

파마리서치(214450) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

제시일자	21.08.18	21.05.25
투자의견	Buy	Buy
목표주가	120,000	98,000
과리율(평균.%)		(9.97)
과리율(최대/최소.%)		(1.02)

제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균.%)	
과리율(최대/최소.%)	

제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균.%)	
과리율(최대/최소.%)	

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20210815)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	92.1%	7.0%	0.9%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상