

파마리서치 (214450)

제약/바이오

서미화



Ph. D
02 3770 5595
mihwa.seo@yuantakorea.com

RA 이혜인

02 3770 5580
hyein.lee@yuantakorea.com

투자의견	Not Rated (I)
목표주가	0원 (I)
현재주가 (7/13)	83,800원
상승여력	-100%

시가총액	8,474억원
총발행주식수	10,111,930주
60일 평균 거래대금	101억원
60일 평균 거래량	122,540주
52주 고	93,700원
52주 저	53,900원
외인지분율	14.10%
주요주주	정상수 외 6 인 39.83%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(9.2)	13.9	47.5
상대	(13.7)	10.3	10.5
절대(달러환산)	(12.0)	11.9	54.7

PDRN으로 사업 확장

제약사에서 의료기기 회사로 변화하는 중

파마리서치는 의약품, 의료기기, 화장품 사업을 영위하고 있다. 의약품 매출에는 리엔톡스(톡신) 매출이 포함되고, 의료기기 매출에는 콘쥘란(관절강주사), 리쥘란(스킨부스터)의 매출이 포함된다. 화장품 주요 유통채널은 홈쇼핑으로, 매출은 홈쇼핑 방송 횟수에 따른 매출 변동성이 있으며, 국내에서는 마진이 크지 않다. 중국에서는 티몰, 타오바오 등의 온라인몰에 입점되어 있는데 중국 시장에서 리쥘란이 런칭되면서 화장품 매출도 증가하고 있다.

PDRN을 활용한 사업 영역 확장

연어의 생식세포에서 추출한 DNA를 정제한 물질인 PDRN(Polydeoxyribonucleotide)을 이용하여 다양한 제품에 사용하고 있다. PDRN은 염증완화, 상처치료, 신혈관생성에 도움을 주는 것으로 발표되고 있다. 하나의 원재료를 활용하여 의약품 및 의료기기에 적용하였다. 의료기기 주요 매출은 콘쥘란과 리쥘란에서 발생하고 있다.

시장의 변화에 따른 매출 확대

투자포인트는 1) 시장트렌트 변화에 따른 리쥘란 시술 확대, 2) 콘쥘란 급여전환에 따른 매출 증가이다. 리쥘란은 2014년 출시되었는데 출시 초반엔 고가(약 30만원/회당)의 가격과 통증을 동반하는 시술로 관심을 받지 못하였다. 하지만 광고효과를 통해 시술 관심도가 높아지면서 기존 사용처에서 사용량이 증가하고 있다. 콘쥘란은 관절기능 개선 의료기기로 2019년 판매가 시작되었다. 이후 2020년 3월 급여 전환(4월 1일 부로 58,780원으로 조정)이 이뤄지며 판매가 증가하고 있다.

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

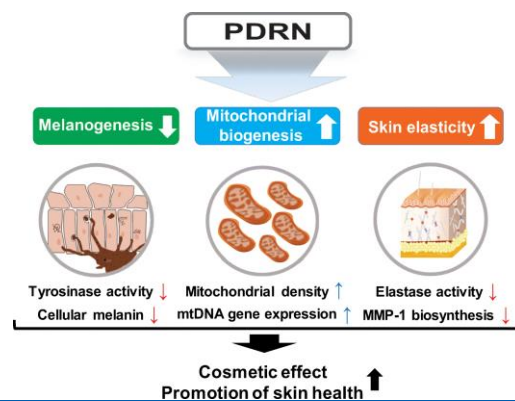
결산 (12월)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
매출액	460	545	643	839	1,087
영업이익	141	148	87	191	334
지배순이익	139	130	144	167	328
PER	38.6	29.9	31.4	22.4	15.6
PBR	3.1	2.1	2.3	1.8	2.1
EV/EBITDA	27.9	18.6	29.0	12.3	58.3
ROE	8.5	7.4	7.7	8.2	15.1

자료: 유안타증권

PDRN을 이용한 다양한 제품군

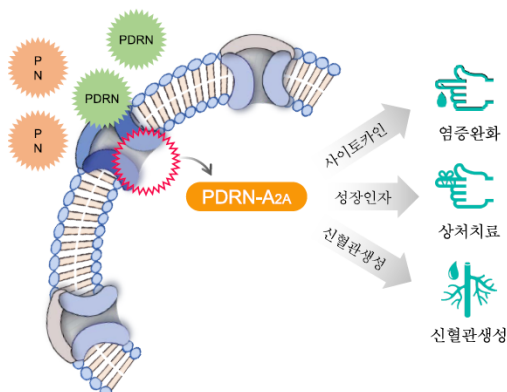
연어의 생식세포에서 추출한 DNA를 정제한 물질인 PDRN(Polydeoxyribonucleotide)을 이용하여 다양한 제품에 사용하고 있다. PDRN은 염증완화, 상처치료, 신혈관생성에 도움을 주는 것으로 발표되고 있다. 하나의 원재료를 활용하여 의약품 및 의료기기에 적용하였다. 의료기기 주요 매출은 콘쥘란(관절강주사)과 리쥘란(스킨부스터)에서 발생하고 있다.

[그림 1] PDRN의 피부노화 지연효과



자료: Applied Biochemistry and Biotechnology volume(2020)

[그림 2] 재생의학&PDRN



자료: 파마리서치

[그림 3] 파마리서치 사업영역

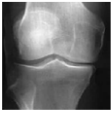
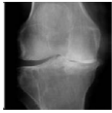
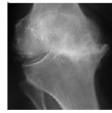


자료: 파마리서치

콘쥘란: 급여전환에 따른 수혜

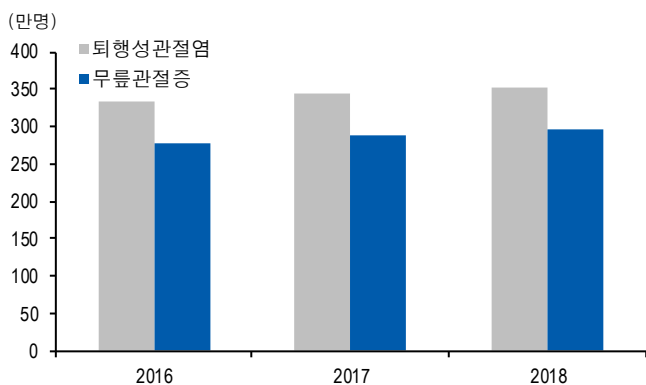
콘쥘란은 관절기능 개선 의료기기로 2019년 판매가 시작되었다. 이후 2020년 3월 급여 전환(4월 1일 부로 58,780원으로 조정)이 이뤄지며 판매가 증가하고 있다. 콘쥘란은 관절염 Grade1-4까지의 증상 환자 중 85%에 해당하는 Grade3까지의 환자가 적용대상이다. 국내는 400만명이상의 퇴행성관절염환자가 존재하며, 2018년 기준 약 1,200억원 규모의 히알루론산 시장규모가 형성되어있다. 콘쥘란은 2020년 1분기부터 6개월동안 5회 급여 적용이 가능 (히알루론산은 6개월 기준 3회 급여 적용)해지면서 매출이 늘어나고 있다.

[그림 4] 콘쥘란 치료대상 환자

	K&L Grade 1	K&L Grade 2	K&L Grade 3	K&L Grade 4
진단/증상	약간의 통증, 보행 지장 없음 	관절 협착 시작, 경사진 곳에서 통증 	관절 협착 심화, 평지에서 통증 관절 	완전 협착, 상시 심한 통증 
환자비율	20%	65%	15%	
유병기간	1~2년	3~7년	8~10년	
치료법, 적용대상	진통소염제/ 스테로이드, 히알루론산/ 콘쥘란	히알루론산, 콘쥘란	콘쥘란	외과적 수술, 카티스템 (메디포스트)

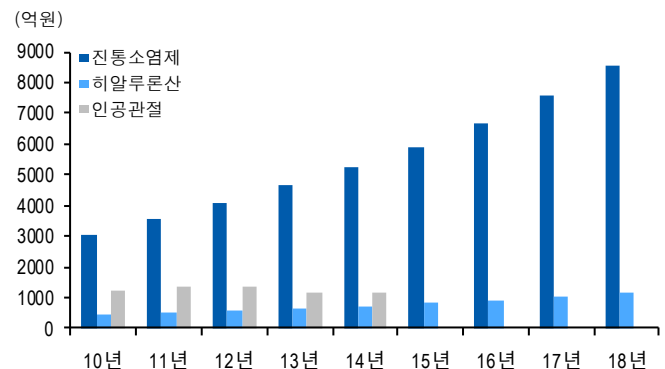
자료: 파마리서치

[그림 5] 연도별 무릎관절염 환자 현황



자료: 건강보험심사평가원, 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 국내 퇴행성 관절염 치료 시장 규모 및 전망



자료: 보건산업진흥원, 유안타증권 리서치센터

리쥬란: 인지도 상승으로 매출 확대

리쥬란은 2014년 출시되었는데 출시 초반에는 고가(약 30만원/회당)의 가격과 통증을 동반하는 시술로 관심을 받지 못하였다. 하지만 광고효과를 통해 시술 관심도가 높아지면서 기존 사용처에서 사용량이 증가하고 있다. 리쥬메이트라는 주입기계가 20년 10월부터 판매되면서 시술 시술 확대에 기여하였다. 4분기는 리쥬란HB가 출시될 예정이다. 리도카인과 히알루론산이 포함된 제품이다. 이 제품을 통해 시장을 더 확대시킬 수 있을 것으로 예상된다. 중국은 2020년 1월 Hangzhou Yxintent와 5년간 245억원의 공급계약을 체결한 상황이다.

[표 1] 리쥬란 단일 공급계약 체결

계약상대방	Hangzhou Yxintent Co., Ltd.
조건부 계약금액	245억원
계약기간	2020-01-16부터 2025-01-15
주요 계약조건	REJURAN® (Almighty, I, S, HB)의 독점판매 계약으로, 계약상대방이 판매,공급지역 내 의료기기 등록을 완료한 시점부터 5년간 공급 - 1차년도 : 5,776,800,000 원 - 2차년도 : 8,166,400,000 원 - 3차년도 : 10,556,000,000 원

자료: 파마리서치, 유안타증권 리서치센터

[그림 7] 리쥬란



자료: 파마리서치

[그림 8] 리쥬메이트 인젝터



자료: 파마리서치

리엔톡스: 22년 국내 출시 예정

리엔톡스는 2018년 바이오씨앤디 M&A를 통해 확보한 보툴리눔독신이다. 현재 국내 임상 3상 중이며, 하반기 품목허가 신청을 통해 22년 출시 예정이다. 리엔톡스 중국판권은 LG화학에 있는데 LG화학은 중국시장에서 필러 이브아르를 판매하고 있어 매출 시너지가 나타날 수 있을 것으로 기대된다.

[그림 9] 리엔톡스 허가 일정

품 목			2020				2021				2022			
			1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
Toxin	100 Unit	국내	3상 IND				3상				품목허가			
	200 Unit	수출용	수출허가				수출				출시			

자료: 파마리서치

회사내용

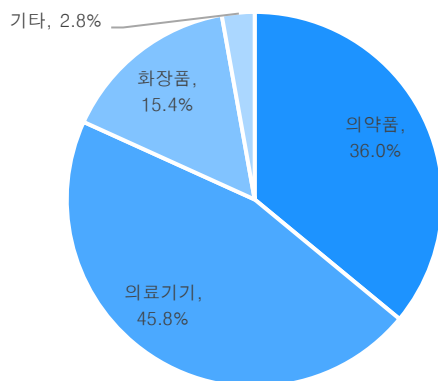
파마리서치는 의약품, 의료기기, 화장품 사업을 영위하고 있다. 의약품 매출에는 리엔톡스(톡신) 매출이 포함되고, 의료기기 매출에는 콘쥘란, 리쥘란의 매출이 포함된다. 화장품 주요 유통채널은 홈쇼핑으로, 매출은 홈쇼핑 방송횟수에 따른 매출 변동성이 있으며, 국내에서는 마진이 크지 않다. 중국에서는 티몰, 타오바오 등의 온라인몰에 입점되어있는데 중국 시장에서 리쥘란이 런칭되면서 화장품 매출도 증가하고 있다.

[표 2] 회사내용

회사명	(주)파마리서치	
대표이사	강기석, 김신규	
설립일	1993년 12월 20일	
자본금	51억원	
직원수	235명	
주요제품	PDRN, PN 기반 의약품 및 의료기기	
홈페이지	pharmaresearch.co.kr	
사업장	본사 및 연구소	경기 성남시 분당구 판교로 255번길 62
	공장	강릉시 과학단지 77-19

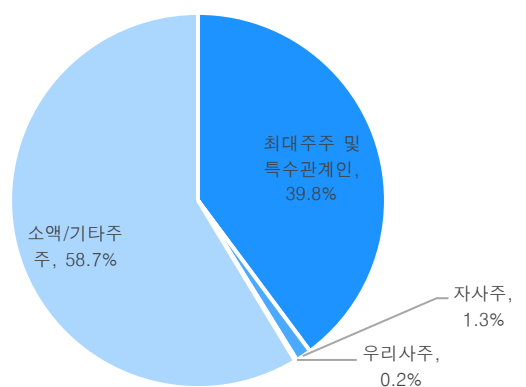
자료: 파마리서치, 유안타증권 리서치센터

[그림 10] 파마리서치 2020년 매출 비중



자료: 파마리서치, 유안타증권 리서치센터

[그림 11] 파마리서치 주주구성



자료: 파마리서치, 유안타증권 리서치센터

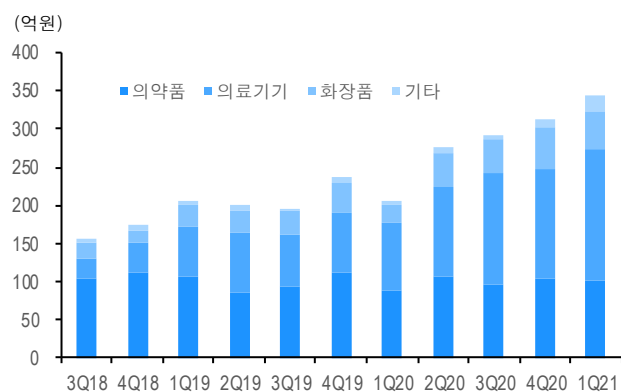
[표 3] 파마리서치 사업별 매출 현황

(단위: 억원)

구 분	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21
의약품	105	112	106	86	93	111	88	105	96	103	100
의료기기	24	40	64	79	67	78	88	120	145	145	172
화장품	22	15	29	27	32	39	24	44	45	55	51
기타	4	7	5	9	3	10	7	8	6	10	22
합계	155	173	205	200	196	238	207	277	291	312	345

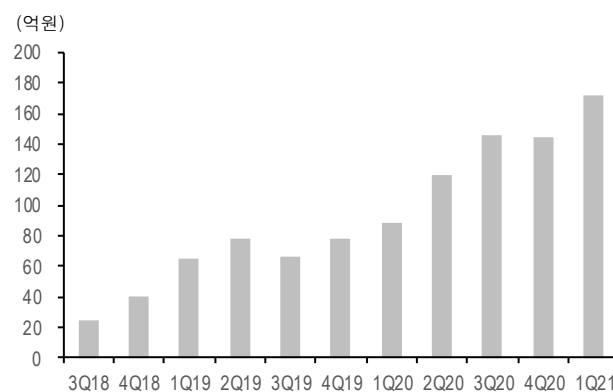
자료: 파마리서치, 유안타증권 리서치센터

[그림 12] 파마리서치 사업별 매출 추이



자료: 파마리서치, 유안타증권 리서치센터

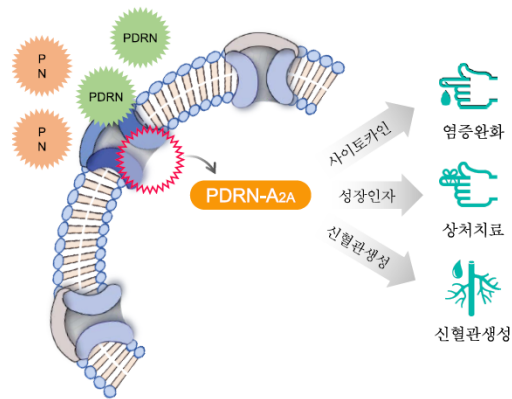
[그림 13] 파마리서치 의료기기 매출 추이



자료: 파마리서치, 유안타증권 리서치센터

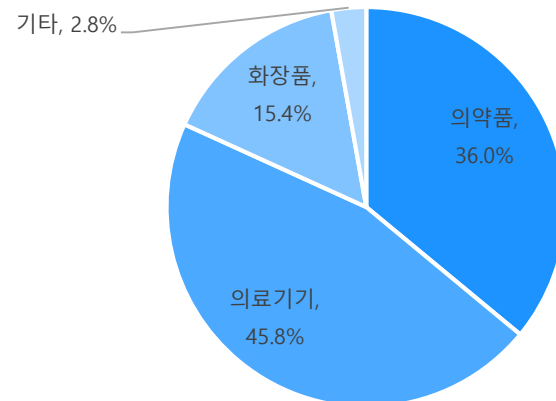
Key Chart

재생의학&PDRN



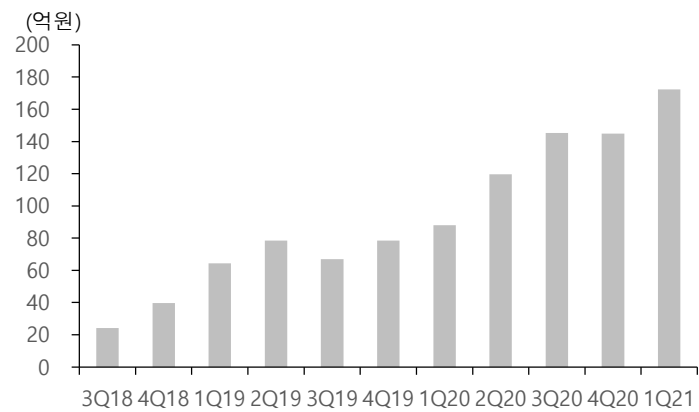
자료: 파마리서치

파마리서치 2020년 매출 비중



자료: 파마리서치, 유안타증권 리서치센터

파마리서치 의료기기 매출 추이



자료: 파마리서치, 유안타증권 리서치센터

파마리서치 (214450) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
매출액	460	545	643	839	1,087
매출원가	151	184	261	338	358
매출총이익	308	361	382	501	729
판관비	167	212	295	310	395
영업이익	141	148	87	191	334
EBITDA	152	161	137	267	418
영업외손익	32	6	57	-5	61
외환관련손익	2	-3	1	5	2
이자손익	25	28	17	-1	3
관계기업관련손익	1	-4	-10	-10	32
기타	5	-16	48	0	25
법인세비용차감전순이익	173	154	144	185	395
법인세비용	35	29	31	37	71
계속사업순이익	138	125	113	149	325
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	138	125	113	149	325
지배지분순이익	139	130	144	167	328
포괄순이익	140	119	120	153	321
지배지분포괄이익	141	124	150	171	324

주: 영업이익 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
영업활동 현금흐름	82	86	52	193	324
당기순이익	138	125	113	149	325
감가상각비	11	12	23	41	48
외환손익	-2	3	-1	-6	1
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-53	-92	-20	-91	-102
기타현금흐름	-13	36	-63	99	52
투자활동 현금흐름	-10	-30	-184	-116	-362
투자자산	-362	-70	77	-186	57
유형자산 증가 (CAPEX)	-14	-68	-286	-96	-348
유형자산 감소	0	0	2	0	0
기타현금흐름	366	108	23	165	-71
재무활동 현금흐름	-46	-57	169	-91	111
단기차입금	0	0	-43	0	150
사채 및 장기차입금	0	0	0	-6	-4
자본	0	-1	0	0	0
현금배당	-19	-28	-28	-30	-30
기타현금흐름	-27	-28	240	-55	-5
연결범위변동 등 기타	2	-5	4	1	-3
현금의 증감	28	-6	41	-14	70
기초 현금	149	176	170	211	197
기말 현금	176	170	211	197	267
NOPLAT	141	148	87	191	334
FCF	68	18	-234	97	-24

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

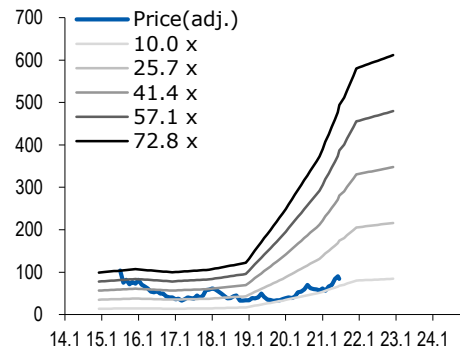
재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
유동자산	1,265	1,123	1,058	1,045	1,274
현금및현금성자산	176	170	211	197	267
매출채권 및 기타채권	107	154	172	206	237
재고자산	54	51	123	139	208
비유동자산	529	767	1,524	1,655	1,924
유형자산	208	272	661	739	940
관계기업 등 지분관련자산	8	50	81	116	122
기타투자자산	260	383	283	314	303
자산총계	1,793	1,890	2,582	2,699	3,198
유동부채	62	69	155	186	358
매입채무 및 기타채무	37	43	105	100	81
단기차입금	0	0	0	0	150
유동성장기부채	0	0	6	10	17
비유동부채	7	0	238	229	196
장기차입금	0	0	18	12	8
사채	0	0	0	0	0
부채총계	69	69	393	415	554
지배지분	1,716	1,789	1,976	2,091	2,454
자본금	47	47	47	48	49
자본잉여금	1,226	1,226	1,241	1,267	1,334
이익잉여금	469	570	690	828	1,126
비지배지분	8	33	213	193	190
자본총계	1,725	1,822	2,189	2,284	2,644
순차입금	-1,100	-906	-551	-481	-495
총차입금	0	0	203	209	324

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
EPS	1,469	1,369	1,453	1,676	3,273
BPS	18,272	19,149	19,939	21,315	24,843
EBITDAPS	1,611	1,706	1,398	2,693	4,191
SPS	4,854	5,754	6,546	8,444	10,906
DPS	300	300	300	300	500
PER	38.6	29.9	31.4	22.4	16.2
PBR	3.1	2.1	2.3	1.8	2.1
EV/EBITDA	27.9	18.6	29.0	12.3	11.5
PSR	11.7	7.1	7.0	4.4	4.9

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
매출액 증가율 (%)	22.7	18.5	18.0	30.5	29.7
영업이익 증가율 (%)	-12.4	5.2	-41.4	119.0	75.4
지배순이익 증가율 (%)	8.0	-6.9	11.2	15.7	96.6
매출총이익률 (%)	67.1	66.2	59.5	59.7	67.0
영업이익률 (%)	30.7	27.3	13.5	22.7	30.7
지배순이익률 (%)	30.3	23.8	22.4	19.9	30.1
EBITDA 마진 (%)	33.2	29.6	21.4	31.9	38.4
ROIC	36.8	30.0	7.8	11.4	18.3
ROA	8.0	7.0	6.4	6.3	11.1
ROE	8.5	7.4	7.7	8.2	14.4
부채비율 (%)	4.0	3.8	18.0	18.2	21.0
순차입금/자기자본 (%)	-64.1	-50.7	-27.9	-23.0	-20.2
영업이익/금융비용 (배)	525.2	1,908.2	10.8	8.1	18.7

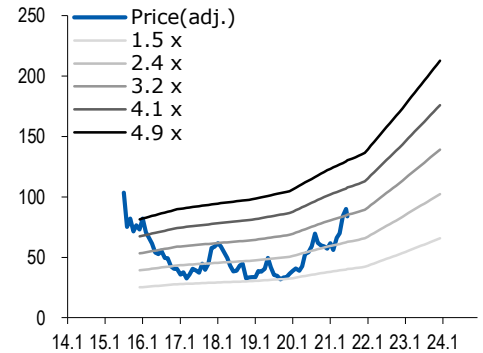
P/E band chart

(천원)



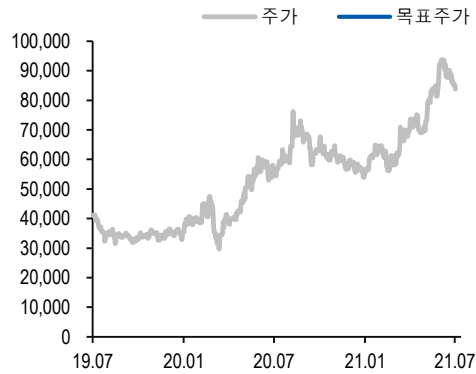
P/B band chart

(천원)



파마리서치 (214450) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-07-14	Not Rated	-	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.0
Buy(매수)	94.3
Hold(중립)	5.7
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-07-11

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 서미화)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.