

2023.4.12



파마리서치 (214450)

리뷰란 수출증가에 대한 관심 지속

Company Analysis | Mid-Small Cap

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

Buy (유지)

목표주가 (상향)	110,000 원
현재주가	88,800 원
상승여력	23.9 %

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSDAQ (04/11)	898.94 pt
시가총액	8,979 억원
발행주식수	10,112 천주
52 주 최고가/최저가	98,300 / 55,500 원
90 일 일평균거래대금	66.97 억원
외국인 지분율	12.0%
배당수익률(23.12E)	1.0%
BPS(23.12E)	40,534 원
KOSDAQ 대비 상대 수익률	1개월 9.5%
	6개월 21.0%
	12개월 -5.3%
주주구성	정상수(외 10인) 39.8%
	국민연금공단(외1인) 7.1%
	브이아이피자산운용(외1인) 6.7%

Stock Price



2023F 리뷰란 매출 내 수출비중 36%(+5%p yoy)

동사 주가는 YTD +27% 상승했다. 이는 과거 비교기업 대비 멀티플 디스카운트 요인이었던 해외 매출 비중이 시장 기대보다 빠르게 올라오면서 예상 EPS와 적정 PER이 모두 상향 조정된 영향으로 보인다.

2023년 리뷰란 매출은 +29% yoy 증가를 전망한다. 리뷰란 수출은 2022년 +42% yoy → 2023F +50% yoy로 가속화되면서, 리뷰란 매출 내 수출 비중은 2022년 31% → 2023F 36%로 확대를 예상한다. 기존 수출국(우크라이나, 싱가포르, 말레이시아, 중국 등)으로의 안정적인 수출 증가뿐만 아니라 올해 1분기부터는 태국향 수출도 의미 있게 발생하고 있는 것으로 추정된다. 하반기에는 중남미로 수출 국가가 확대될 전망이다.

화장품 매출은 리뷰란 의료기기의 브랜드력을 기반으로 전년 대비 +33% 증가한 510 억원을 예상한다. 중국 리오프닝 등의 영향으로 화장품 매출 내 수출 비중도 점진적으로 확대(2023F 57%, +1%p yoy)될 것으로 예상된다.

수출 고성장이 숫자로 확인되면서 비교기업 대비 저평가 요인 해소

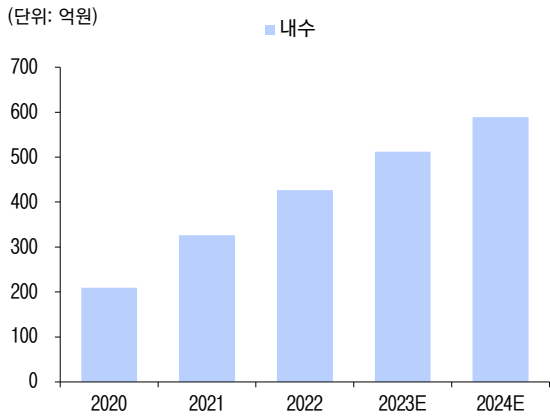
파마리서치에 대해 투자 의견 Buy를 유지하고, 목표주가는 110,000원으로 상향한다. 목표주가 상향은 의료기기와 화장품 수출 증가에 따른 예상 실적 상향과 적정 멀티플 상향에 기인한다(기존 타겟 PER은 비교기업 평균 20% 할인 적용). 2023F 수출 증가율은 리뷰란 +50% yoy, 화장품 +35% yoy이며, 두 사업부의 합산 매출액은 2023F 1,313억원(+30% yoy) → 2024F 1,580억원(+20% yoy), 사업부내 수출비중은 2023F 44%(+3%p yoy) → 2024F 46% 이다. 동사 현재 추가 수준은 2023F 기준 PER 13배 수준이며, 2023F 수출 실적 가속화를 확인하면서 비교기업 대비 저평가는 점차 축소될 것으로 예상된다.

Financial Data

(억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,541	1,948	2,366	2,750	3,147
영업이익	525	659	860	1,007	1,171
순이익	468	463	689	825	958
EPS (원)	4,617	4,013	6,814	8,161	9,475
증감률 (%)	38.4	-13.1	69.8	20.0	16.1
PER (x)	17.8	17.4	13.1	10.9	9.4
PBR (x)	2.7	2.1	2.2	1.9	1.6
영업이익률 (%)	34.1	33.8	35.8	36.6	37.2
EBITDA 마진 (%)	40.3	39.3	40.1	40.2	40.2
ROE (%)	17.0	12.5	18.3	18.5	18.2

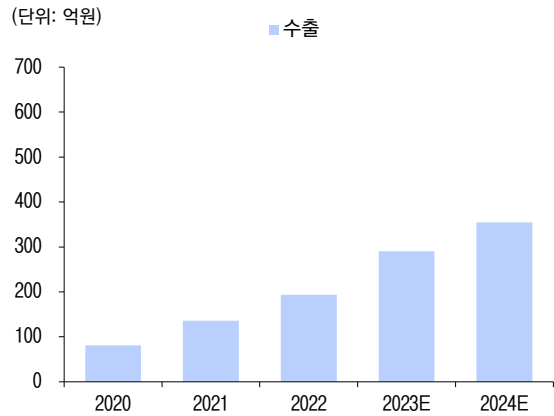
주: IFRS 연결 기준
자료: 파마리서치, 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 리쥬란 내수 매출 추이 및 전망



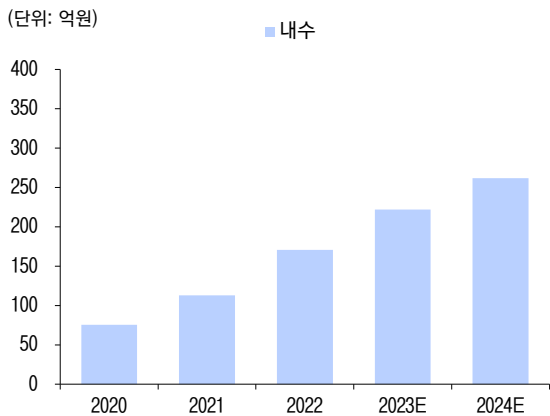
자료: 파마리서치, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 리쥬란 수출 매출 추이 및 전망



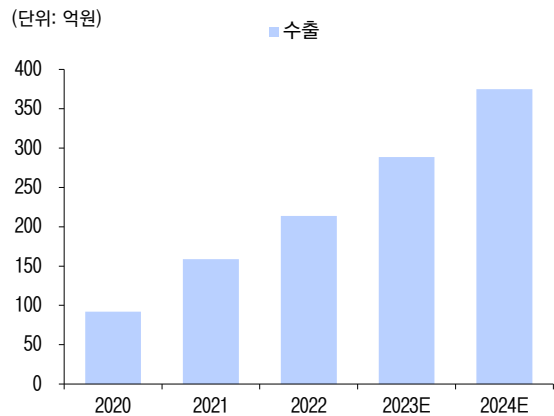
자료: 파마리서치, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 리쥬란 코스메틱 내수 매출 추이 및 전망



자료: 파마리서치, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 리쥬란 코스메틱 수출 매출 추이 및 전망



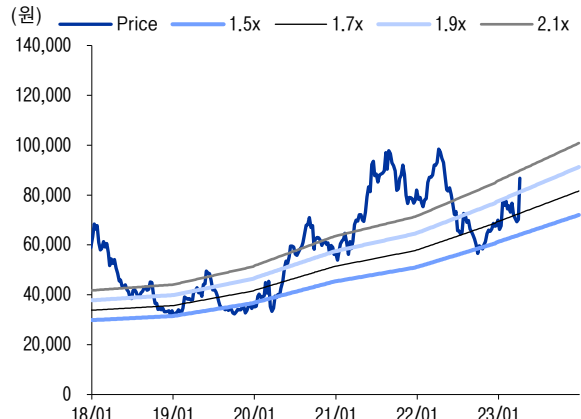
자료: 파마리서치, 이베스트투자증권 리서치센터

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
EPS (원)	1,732	3,337	4,617	4,013	6,803
발행주식수 (천주)					10,680
Target PER (x)					17
적정 시가총액 (억원)					11,718
현재주가 (원)					88,800
목표주가 (원)					110,000
상승여력					24%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

주석: 발행주식수는 2022년말 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	16,547	2,817	3,393	3,869	36	32	33	29	21	18
바이오플러스	3,974	567	765	967	45	45	46	20	17	14
휴메딕스	2,583	1,232	1,482	1,759	21	24	25	13	10	7
클래시스	13,959	1,418	1,694	2,021	49	49	51	16	21	17
평균	9,266				38	38	39	19	17	14

자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

표3 파마리서치 실적 테이블

(억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	345	388	387	420	453	497	462	536	1,087	1,541	1,948	2,366	2,750
% yoy	67%	40%	33%	35%	31%	28%	19%	28%	30%	42%	26%	21%	16%
1. 의약품	100	117	117	109	120	110	113	113	391	444	456	463	468
% yoy					20%	-6%	-4%	3%	13%	3%	1%	1%	1%
% sales	29%	30%	30%	26%	27%	22%	24%	21%	36%	29%	23%	20%	17%
2. 의료기기	172	181	193	216	227	245	229	319	500	763	1,020	1,289	1,528
% yoy					32%	35%	19%	48%	73%	53%	34%	26%	19%
% sales	50%	47%	50%	51%	50%	49%	50%	60%	46%	49%	52%	54%	56%
3. 화장품	51	77	71	72	89	100	106	90	168	272	384	510	637
% yoy					75%	29%	49%	24%	32%	62%	41%	33%	25%
% sales	15%	20%	18%	17%	20%	20%	23%	17%	15%	18%	20%	22%	23%
매출총이익	246	273	271	294	319	359	338	399	729	1,083	1,415	1,728	2,014
GPM	71%	70%	70%	70%	71%	72%	73%	73%	67%	70%	73%	73%	73%
판매비와관리비	123	134	134	167	167	185	173	231	395	558	756	880	1,007
% sales	36%	35%	35%	40%	37%	37%	37%	43%	36%	36%	39%	37%	37%
고정비	54	63	59	69	58	68	65	107	186	245	299	343	386
% sales	16%	16%	15%	16%	13%	14%	14%	20%	36%	36%	39%	37%	37%
변동비	68	71	75	98	108	117	107	124	209	313	457	537	621
% sales	20%	18%	19%	23%	24%	24%	23%	23%	19%	20%	23%	23%	23%
영업이익	123	139	137	126	152	174	165	168	334	525	675	848	1,007
OPM	36%	36%	35%	30%	34%	35%	36%	31%	31%	34%	35%	36%	37%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

파마리서치 (214450)

재무상태표

(억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	2,068	2,473	2,677	3,461	4,394
현금 및 현금성자산	417	729	1,543	2,262	3,083
매출채권 및 기타채권	287	351	357	384	440
재고자산	173	245	292	309	345
기타유동자산	1,191	1,149	486	506	527
비유동자산	2,209	2,307	2,305	2,286	2,249
관계기업투자등	449	407	424	441	459
유형자산	1,095	1,180	1,175	1,151	1,104
무형자산	428	378	350	324	300
자산총계	4,276	4,781	4,982	5,748	6,642
유동부채	480	543	380	408	437
매입채무 및 기타채무	173	211	143	166	190
단기금융부채	n/a	n/a	106	106	106
기타유동부채	n/a	n/a	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	603	628	659
지배주주지분	3,054	3,435	4,098	4,838	5,701
자본금	51	51	51	51	51
자본잉여금	1,524	1,576	1,576	1,576	1,576
이익잉여금	1,540	1,909	2,532	3,272	4,135
비지배주주지분(연결)	229	282	282	282	282
자본총계	3,284	3,717	4,379	5,120	5,983

현금흐름표

(억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	653	594	695	889	971
당기순이익(손실)	468	434	688	825	958
비현금수익비용가감	166	357	142	100	95
유형자산감가상각비	60	68	70	69	67
무형자산상각비	36	38	31	29	27
기타현금수익비용	-23	237	41	2	2
영업활동 자산부채변동	84	-105	-135	-36	-82
매출채권 감소(증가)	-10	-48	-6	-28	-56
재고자산 감소(증가)	29	-84	-47	-17	-36
매입채무 증가(감소)	70	25	-68	23	24
기타자산, 부채변동	-6	2	-13	-14	-15
투자활동 현금흐름	-938	-119	583	-80	-56
유형자산처분(취득)	-206	-170	-65	-45	-20
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	-90	-95
차입금의 증가(감소)	480	-30	-400	-5	0
자본의 증가(감소)	-50	-60	-65	-85	-95
배당금의 지급	-50	-60	-65	-85	-95
기타재무활동	-859	183	0	0	0
현금의 증가	150	313	813	720	820
기초현금	267	417	729	1,543	2,262
기말현금	417	729	1,543	2,262	3,083

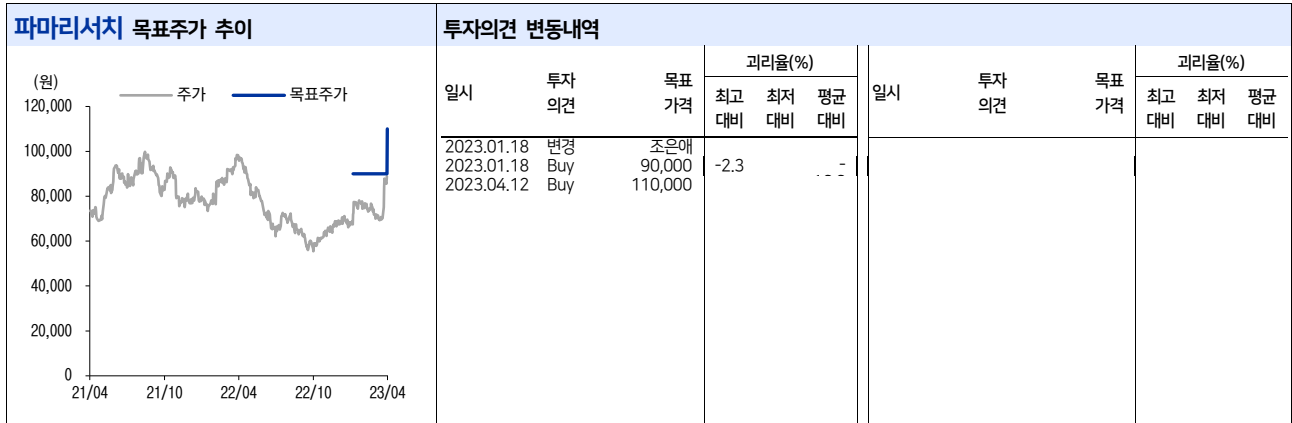
자료: 파마리서치, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,541	1,948	2,366	2,750	3,147
매출원가	458	532	638	736	840
매출총이익	1,083	1,415	1,728	2,014	2,306
판매비 및 관리비	558	756	880	1,007	1,135
영업이익	525	659	848	1,007	1,171
(EBITDA)	620	765	949	1,105	1,264
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	860	1,032	1,198
계속사업법인세비용	92	106	172	206	240
계속사업이익	468	463	688	825	958
중단사업이익	n/a	n/a	0	0	0
당기순이익	468	463	688	825	958
지배주주	467	406	688	825	958
총포괄이익	463	463	688	825	958
매출총이익률 (%)	70.3	72.7	73.0	73.2	73.3
영업이익률 (%)	34.1	33.8	35.8	36.6	37.2
EBITDA 마진률 (%)	40.3	39.3	40.1	40.2	40.2
당기순이익률 (%)	30.4	23.7	29.1	30.0	30.4
ROA (%)	12.5	9.0	14.1	15.4	15.5
ROE (%)	17.0	12.5	18.3	18.5	18.2
ROIC (%)	16.9	19.2	26.0	30.2	34.9

주요 투자지표

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
투자지표 (x)					
P/E	17.8	17.4	13.1	10.9	9.4
P/B	2.7	2.1	2.2	1.9	1.6
EV/EBITDA	13.7	8.3	8.1	6.3	4.9
P/CF	13.1	8.9	10.8	9.7	8.5
배당수익률 (%)	0.7	0.9	1.0	1.1	1.1
성장성 (%)					
매출액	41.7	26.4	21.5	16.2	14.4
영업이익	57.0	25.6	28.7	18.7	16.3
세전이익	41.7	1.5	51.2	20.0	16.1
당기순이익	44.3	-1.2	48.7	20.0	16.1
EPS	38.4	-13.1	69.5	20.0	16.1
안정성 (%)					
부채비율	30.2	28.6	13.8	12.3	11.0
유동비율	430.8	455.9	705.5	848.5	1,004.4
순차입금/자기자본(x)	6.1	-20.3	-29.4	-39.3	-47.3
영업이익/금융비용(x)	40.0	17.2	21.8	59.8	70.7
총차입금 (십억원)	656	668	268	263	263
순차입금 (십억원)	202	-753	-1,285	-2,010	-2,831
주당지표(원)					
EPS	4,617	4,013	6,803	8,161	9,475
BPS	30,206	33,970	40,522	47,845	56,382
CFPS	6,269	7,826	8,207	9,147	10,415
DPS	600	650	850	950	1,000



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 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)	투자이견 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 기준 ±15%로 변경
				100.0%	투자이견 비율은 2022.4.1 ~ 2023.3.31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)