

파마리서치 (214450)

FS Research

황세환 연구원

admin@fsresearch.net

투자의견	Not Rated
목표주가	-
현재주가(05/09)	87,500원
상승여력	-

시가총액	8,848억원
총발행주식수	10,111,930주
60일 평균 거래량	67,710주
52주 고	99,800원
52주 저	69,400원
외인지분율	12.69%
신용비율	1.15%
자본금	51억원
액면가	500원

주요주주	
정상수 외	39.82
국민연금공단	6.07
브이아이피자산운용	5.38
미전환된 주식수 (좌:행사기간)	
22.10.28~26.09.28	284,055
22.10.28~26.09.28	284,055
주요 자회사 (우:지분율)	
메디코슨	58.7
파마리서치바이오	47.5

FS리서치 텔레그램	FS리서치 홈페이지
	

본격적인 성장은 이제 시작이다

성공DNA를 가진 에스테틱 전문기업

동사는 2001년 설립된 이후 의약품부터 에스테틱 관련 제품들의 라인업을 확대하고 있는 기업이다. 2014년 스킨부스터 시술제품인 리쥘란을 출시하여 시장에 성공적으로 진입하였고 현재는 고객 충성도가 높은 제품이 되었다. 2019년 콘쥘란과 리엔톡스 역시 출시 후 높은 성장세를 지속하고 있고 화장품 역시 리쥘란의 브랜드 인지도를 기반으로 중국과 국내에서 판매량이 빠르게 증가하고 있다. 지난해 인수한 의료기기 회사도 동사의 성공DNA를 생각해본다면 기대해볼만한 포인트이다.

리쥘란의 성장은 제대로 시작도 못했다

리쥘란은 2014년 출시 이후, 최근에도 높은 성장세를 보이고 있는데 매출규모가 커졌는데도 불구하고 높은 성장세를 지속될 것으로 예상된다. 이유는 1) 신제품 출시로 잠재수요를 끌어낼 것으로 기대되고, 2) 영업인력 확충으로 지방 영업 커버리지가 확대될 예정, 3) 제품 효능을 기반으로 수출 증가가 꾸준히 나타날 것으로 전망되며, 4) 아직 국내시장에서의 침투율도 낮아 성장여력이 높다고 판단된다.

내년 성장률이 더 좋을것으로 기대

2023년 영업이익 컨센서스는 809억원인데 당사는 1,062.5억원을 추정하고 있고 이는 전년 대비 50.7% 증가하는 수치이다. 이유는 리쥘란 신제품 효과와 영업인력 확충, 마케팅비 집행의 효과가 내년에 본격적으로 나타날 것으로 예상하기 때문이다. 동사의 제품의 B2C 제품이기 때문에 입소문이 난 후 시간이 지날수록 그 효과가 배가될 것으로 보고 있다. 내년에는 리엔톡스 국내 판매도 시작되고 중국셋다운 이슈가 해소되면 리쥘란 수출 또한 다시 증가세로 전환될 것이기 때문에 전사업부가 높은 성장세를 보일 전망이다.

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

결산(12월)	2019	2020	2021	2022F	2023F
매출액	838.7	1,087.5	1,540.8	1,975.0	2,670.0
영업이익	190.6	334.3	524.9	705.2	1,062.5
영업이익률	22.7	30.7	34.1	35.7	39.8
세전이익	185.3	395.4	560.3	744.2	1,107.5
지배주주순이익	166.7	324.5	468.2	595.4	886.0
PER	21.7	17.4	17.7	14.8	10.0
PBR	1.7	2.3	2.7	2.9	2.9

자료: FS리서치, 텔레그램-<https://t.me/FSResearch> 홈페이지- <http://www.fsresearch.co.kr/>

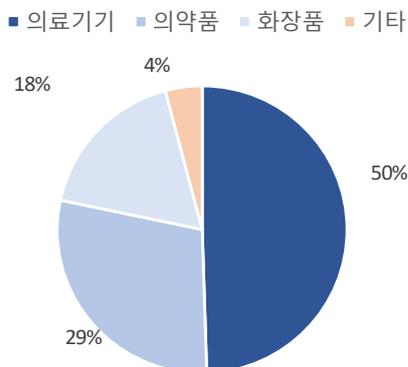
I. 기업 개요

성공DNA를 가진 에스테틱 전문기업

동사는 2001년 설립된 이후 의약품부터 에스테틱 관련 제품들의 라인업을 확대하고 있는 기업이다. 파마리서치의 강점은 한방을 노리고 R&D비용만 지출하는 회사가 아니고 Cash Cow 사업을 만들고, 여기서 번 돈으로 신제품을 늘려가고 신제품의 성공비율도 높은만큼 사업을 안정적으로 성장시킬 수 있는 DNA를 갖고 있다는 점이다. 2021년 기준 매출비중은 의약품이 28.8%, 의료기기가 49.5%, 화장품이 17.6%, 기타 4.1%로 에스테틱 관련된 비중이 70% 이상이다.

의약품 사업부는 해외 의약 소재 및 제품의 국내 판권을 획득하여 수입, 유통하는 비즈니스와 자회사 파마리서치바이오가 생산한 보툴리눔 독신을 유통하는 역할을 하고 있다. 의료기기 사업부는 스킨부스팅 효능이 있는 리쥬란과 퇴행성 관절염 의약품인 콘쥬란이 매출의 대부분을 차지할 것으로 추정된다. 그 외에도 재생의학 의약품인 리쥬비넥스, 리안점안액 등도 의료기기 사업부에 속한다. 화장품 사업부는 '리쥬란 코스메틱'이라는 브랜드로 온라인몰 위주의 판매를 하고 있고 중국에도 온라인몰로 판매되고 있다. 리쥬란이 실사용자들 사이에서 효능이 뛰어나다고 입소문이 나면서 리쥬란 코스메틱까지 긍정적 영향을 미치는 것으로 파악된다. 리쥬란은 중국의 Hangzhou Yxintent와 계약을 맺고 2019년부터 수출하고 있는데, 중국에서 역시 브랜드 인지도가 생기면서 '리쥬란 코스메틱'의 중국 매출이 빠르게 증가하고 있고, 최근 올리브영 온라인몰과 오프라인 매장까지 진출하면서 국내 성장 또한 지속될 전망이다.

그림1. 매출비중



자료:파마리서치, FS리서치

그림2. 리쥬란 코스메틱 화장품 라인업



자료:파마리서치

II. 투자포인트

1) 리쥬란의 확고한 브랜드 인지도

리쥬란은 스킨부스터 역할을 하는 주사제형의 에스테틱 제품으로 보통 물광피부의 효과를 내주고, 피부톤을 개선해주며 피부가 촉촉해진다는 평가를 받고 있다. 당사가 리쥬란에 대한 성장성을 긍정적으로 평가하는 이유는 리쥬란의 제품력에 있다. 리쥬란의 가장 큰 강점은 효과가 확실하고 부작용이 없다는 점이다. 얼굴 성형, 레이저 시술, 보톡스 시술 등 많이 피부미용 시술은 부작용의 위험을 안고 시술을 해야하는 반면 리쥬란은 부작용이 없고, 효과가 확실하다. 당사에서 50여개의 블로그를 조사해본 결과 문제가 되는 부작용은 없고 시술시 통증이 심하다는 점만 단점으로 확인되었다. 조사한 50여개의 블로그에서 매우만족 48%, 만족 20%, 보통 12%였고 불만족이 20%였는데 불만족의 이유는 모두 통증이 심하다는 것이었지 효과가 없다는 리뷰는 거의 없었다. 이러한 제품력이 입소문을 타고 브랜드력을 형성했다는 것이 당사가 리쥬란의 성장잠재력을 보는 가장 큰 이유이다. 브랜드력이 강하면 시장점유율을 굳건히 지킬수 있고, 신규 진입자를 차단할 수 있으며, 무엇보다 제품 판매과정에서 협상력이 높아 고마진을 취할 수 있다. 리쥬란의 브랜드 인지도는 파마리서치의 향후 추가될 신제품의 시장진입도 수월하게 할 것으로 판단된다. 동사의 자회사인 메디코슨에서 의료기기 신제품을 하반기에 출시할 예정이고, 파마리서치바이오는 올해 보툴리눔톡신(보톡스) 국내 판매 허가를 취득할 것으로 예상되는데, 현재 피부과에서 리쥬란은 필수 구비상품으로 판매되는 만큼, 자회사들의 신제품 영업도 수월하게 하는 역할까지 할 것이다.

그림3. 리쥬란



자료:시장자료

그림4. 신제품 리쥬란HB 플러스 가격

REJURAN[®] HB plus
SPECIAL PROMOTION

효과는 PLUS!! 통증은 DOWN!! 리쥬란 HB 플러스 1CC	25만원
적은 통증으로 재생 탄력 보습 안티에이징을 한번에! 폼페이스 리쥬란HB플러스 2CC+LDM물방울+스마트톡스	50만원
보습 탄력 모공 진주를 혼조 올킬 패키지! 폼페이스 리쥬란HB플러스 2CC+액셀V제네시스 3000샷	75만원

자료:시장자료

II. 투자포인트

2) 리쥬란의 국내 매출 성장은 이제부터 본격 시작

리쥬란의 국내매출 성장 근거로 첫 번째는 침투율이 낮다는 점이다. 당사가 추정 한 국내 리쥬란 시술자는 20만명을 조금 넘는 것으로 추정된다. 블로그 리뷰를 조사한 결과 리쥬란의 주요 고객이라고 판단되는 25~44세의 여성인구는 688만 명이다. 이 연령대는 타 연령대 대비 소득수준도 높은편이어서 실제 구매력이 있다고 판단되는데 당연히 668만명이 모두 리쥬란 시술을 받지않겠지만, 리쥬란 시술자의 비중은 약 3% 수준으로 아직 성장여력이 높다는 판단이다.

리쥬란은 효과는 좋은반면, 시술통증이 크다는 이유 때문에 시술을 못하는 사람들이 많았는데, 신제품인 리쥬란HB는 시술시 통증을 53% 감소시켰다는 임상데이터를 보여준다. 실제로 리쥬란HB의 시술 후기를 보면 맞을만 하다는 의견이 대다수인 것을 확인할 수 있다. 따라서 리쥬란HB는 기존의 단점을 해결하고 잠재고객을 끌어내는 역할을 할 것으로 예상된다. 또한 리쥬란 HB는 시술 단가가 기존 리쥬란 대비 2배정도 높기 때문에 매출 성장 및 수익성 개선에 미치는 영향이 클 것으로 판단된다.

세 번째 근거는 지방지역으로 영업 커버리지 확대이다. 그동안 파마리서치는 서울과 수도권 위주의 영업을 해온 것으로 추정된다. 아무래도 소득이 높고 피부과가 서울 강남에 집중되어 있다보니 영업도 집중해왔는데, 올해 영업인력을 충원하여 영업 커버리지를 확대한다는 계획이다. 리쥬란 시술과 관련된 네이버 블로그 100개를 조사한 결과 서울권 리뷰가 61%, 인천 8%, 세종 7%, 기타 24%를 차지하고 있었다. 반면 25~44세의 거주지역비중은 서울 외 지역이 78%였다. 즉, 지방의 경우 25~44세의 거주인구에 비해서 리쥬란 시술의원이 부족하다고 판단되기에 영업인력 확충을 통한 지방지역 영업 강화는 매출 증가에 확실한 효과가 있을 것으로 기대된다.

표1. 연령별 소득

(단위:십만원)

연령별	19세 이하	20~24세	25~29세	30~34세	35~39세
중위소득	56	181	231	262	260
40~44세	45~49세	50~54세	55~59세	60~64세	65세 이상
235	213	203	191	160	76

출처:통계청

표2. 25~44세 여성인구 지역별 비중

지역별	서울특별시	부산광역시	대구광역시	인천광역시	강원도
인구비중	21.9%	6.2%	4.3%	6.0%	2.4%
광주광역시	대전광역시	울산광역시	세종특별자치시	경기도	경상북도
2.8%	2.9%	2.1%	0.9%	27.9%	4.0%
충청북도	충청남도	전라북도	제주특별자치도	경상남도	전라남도
2.7%	3.6%	2.8%	1.3%	5.6%	2.6%

출처:통계청

II. 투자포인트

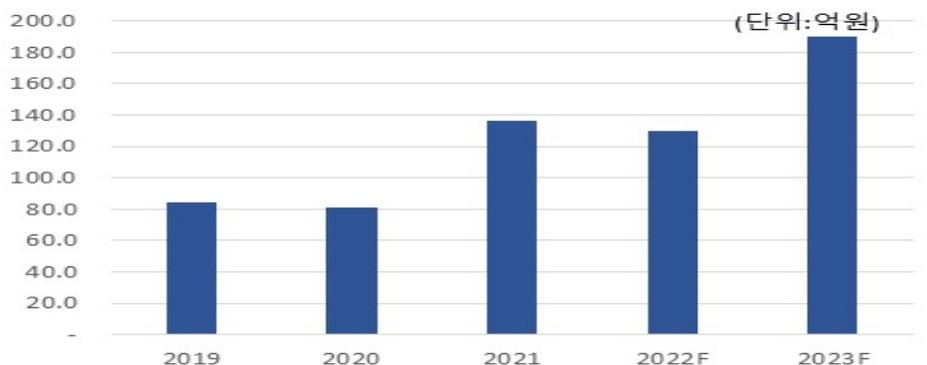
3) 리쥘란의 해외 매출 증가는 밸류에이션을 상승시킬 포인트

2020년은 의료기기의 수출이 코로나19로 인해 소폭 역성장하였지만, 2021년은 전년 대비 67.2%의 높은 성장세를 보였다. 팬데믹의 완화 기조속에 중국향 물량이 증가했을 것으로 추정되고, 기타 국가에 수출되는 물량 또한 확대됐을 것으로 판단된다. 올해는 중국이 3월부터 봉쇄조치에 들어감에 따라 보수적으로 전년과 유사한 수출 실적을 기록할 것으로 추정하였다. 하지만 내년에는 정상적인 영업이 가능해지고 현지에서 리쥘란의 인지도가 지속 상승할 것으로 판단하여 46% 성장한 190억원의 수출을 기록할 것으로 추정된다.

리쥘란의 해외 매출이 발생하고 있는 점이 밸류에이션을 높이는 포인트라고 생각하는 근본적인 이유는 리쥘란의 제품력이다. 2014년 국내에서 리쥘란이 출시된 이후 확실한 효과와 부작용이 없는 점이 어필이 되며 꾸준히 매출이 성장하고 있고 사용자들이 높은 효과를 몸소 느끼고 있으며, 보톡스나 필러와는 달리 대체제가 거의 없다는 점은 타 국가에서도 그대로 적용되면서 해외 매출이 꾸준히 성장할 것으로 예상된다는 점이다.

당사가 추정하는 2022년 리쥘란 해외매출은 130억정도로 국내 매출의 1/3에도 못미치는 수준이다. 그만큼 영업망이 조직적으로 구축되고 브랜드 인지도가 생길 시간만 있다면 제품력을 기반으로 국내 매출수준까지 빠르게 증가할 가능성이 얼마든지 열려있다고 판단되기에 현재 매출이 발생하는 것만으로도 다른 에스테틱 업체보다 프리미엄을 받을 수 있는 요인이라고 판단된다.

그림5. 의료기기 사업부 해외매출(대부분 리쥘란)



자료: 파마리서치, FS리서치

II. 투자포인트

4) 콘쥘란 역시 침투율이 미미하다

동사는 2019년 PN제형의 퇴행성 관절염 환자 대상으로 콘쥘란을 출시하였다. 콘쥘란은 퇴행성 관절염 중증도 이하(K-L grade I, II, III) 환자를 대상으로 하며 2020년 보험급여를 받았고, 2021년 4월 보험 상한금액이 59,950원에서 58,780원으로 조정되었다. 6개월내 최대 5회 투여가 가능하기 때문에 1인당 최대 30만원 가까이 매출이 발생되고, 병의원급의 정형외과와 대학병원에서 시술이 가능하다. 중증도 이하의 퇴행성 관절염 주사는 스테로이드, 히알루론산 주사, 콘쥘란이 있다. 스테로이드는 통증 감소 효과는 탁월한데 부작용을 야기할 수 있다. 히알루론산은 부작용없이 관절의 외부충격을 흡수하는 역할을 해주지만, 연골자체의 근본적 치료는 어렵다. 콘쥘란 역시 관절염을 근본적으로 치료하는 것은 쉽지않겠지만, 부작용이 없고 관절 보호 기능과 조직재생의 효능을 갖고 있다.

건강보험심사평가원에 따르면 2020년 관절강주사제 환자수는 243만명으로 2015년 193만명 대비 증가추세에 있고 노령화에 따라 지속적으로 증가할 전망이다. 이를 히알루론산 주사제를 처방받았다고 가정하면 약 1,000억원 규모의 시장이다. 2020년 기준 실손보험 가입자수는 3,496만명으로 전체인구의 약 70% 수준이고 관절강주사를 맞은 243만명의 환자도 동일한 비율로 실손보험을 가입했다면 약 170만명이 된다. 실손보험을 가입하지않은 약 73만명은 콘쥘란을 맞기는 어려울 것이다. 시술비용이 히알루론산에 비해 약 7배 비싸기 때문이다. 실비보험에 가입한 사람입장에서는 진료비를 보험금으로 받을 수 있으니 콘쥘란을 충분히 맞을 수 있다고 판단된다. 따라서 실손보험에 가입했다고 추정되는 170만명이 실제 타겟수요라고 판단되고, 당사는 2021년 콘쥘란 시술자가 약 21만명으로 추정하고 있어 점유율이 아직 12.5% 수준이어서 향후 성장여력은 높다고 판단된다. 지난해부터 SK케미칼이 대형병원 영업을 시작했고 올해부터 대원제약에도 OEM으로 공급하고 있어 콘쥘란 매출 성장은 꾸준할 것으로 기대된다.

II. 투자포인트

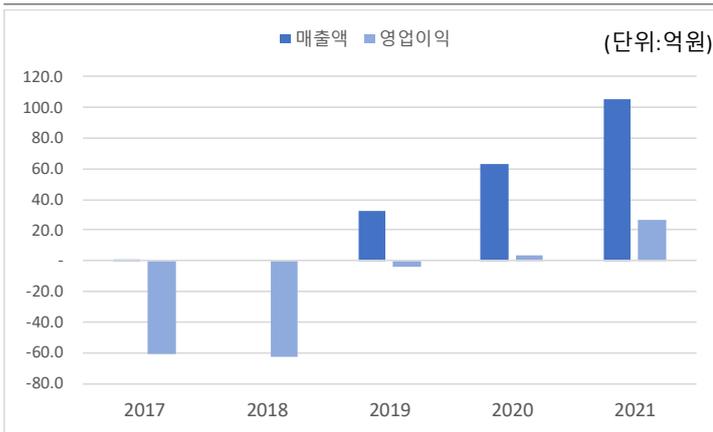
5) 자회사 파마리서치바이오의 국내외 사업 가치 상승

동사는 파마리서치바이오(지분률 47.5%)의 리엔톡스라는 브랜드로 보툴리눔 독신 생산 및 판매를 하고있다. 현재는 수출만 진행하고 있으며 지난해 국내 임상을 마무리하고 품목허가를 신청하였으며, 올해 하반기에는 품목허가가 가능할 전망이다. 이에 따라 내년부터는 국내 영업을 시작할 계획이다.

리엔톡스의 국내 영업을 긍정적으로 바라보는 이유는 2가지이다. 첫 번째는 리쥬란의 브랜드 인지도로 피부과항 매출발생이 수월할 것으로 기대된다는 점이다. 리쥬란은 고객 충성도가 높기 때문에 피부과에서 필수적으로 구비해야하는 품목이어서 영업측면에서 리엔톡스의 영업을 잘될 가능성이 높다고 판단된다. 두 번째는 그림에서 보는바와 같이 수출 실적이 꾸준히 증가할만큼 제품력에서는 문제가 없다는 점이다. 따라서 뛰어난 제품력과 리쥬란을 기반으로 한 강력한 영업망을 통해 리엔톡스의 국내 영업을 기대해볼만 하다는 판단이다.

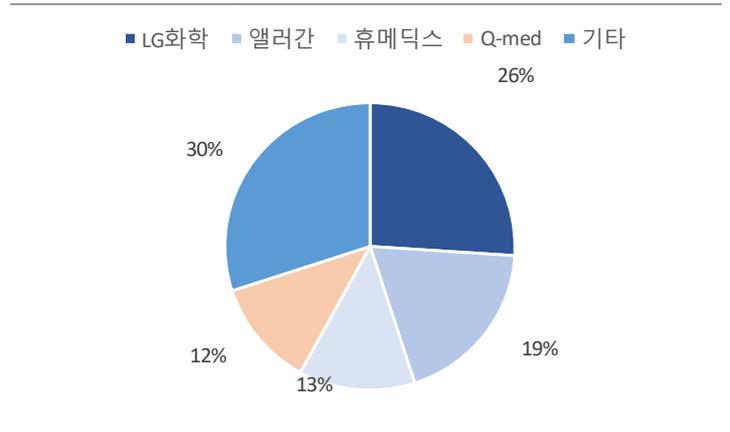
파마리서치바이오는 2019년 LG화학과 보툴리눔독신 A형 제품 중국 공급 및 독점판매권을 부여하는 라이선스 아웃 계약을 체결했다. 이에 따라 LG화학은 리엔톡스주의 중국 내 임상시험과 허가, 판매를 담당하고 한국에서는 공동판매할 예정이다. 2021년 기준 중국 보톡스 시장규모는 약 1조원으로 알려져있고 LG화학은 중국 필러시장에서 20% 중반을 점유하고 있는 1위 업체이다. 필러와 보톡스는 영업망이 동일하기 때문에 LG화학이 보톡스 판매를 한다면 성공을 기대할만하다. 따라서 LG화학이 리엔톡스로 중국 임상을 시작한다면 파마리서치바이오의 기업가치가 커질 것으로 예상돼, 파마리서치 주가에도 긍정적일 것으로 판단된다.

그림6. 파마리서치바이오 매출 추이



자료:전자공시시스템

그림7. 중국필러 시장점유율



자료:국제의약품박람회(CPhi)

III. 실적 전망

내년 성장률이 더 좋을것으로 기대

2022년 동사의 매출액은 1,975.0억원(+28.2%), 영업이익 705.2억원(+35.2%)를 기록할 전망이다. 리쥘란의 경우 수출은 중국 섀다운 이슈로 지난해보다 소폭 역성장하는 것으로 추정하였지만 국내는 신제품 출시로 잠재수요 확대, 영업인력 확충에 따른 매출증가가 기대되어 지난해 대비 큰폭의 성장이 기대된다. 콘쥘란 역시 대원제약 OEM시작, SK케미칼의 대형병원 마케팅 본격화, 아직 낮은 침투율 등의 이유로 올해도 높은 매출 성장이 예상된다. 영업이익률은 소폭 높아지는 수준으로 추정하였는데 작년에 이어 올해 영업인력 등 전체 직원수의 증가폭이 높을 것으로 예상되고, 마케팅비 역시 증가할 것으로 예상돼, 매출 성장에 비해 수익성 개선은 크지 않을 전망이다. 2022년 영업이익 컨센서스도 677억원으로 비슷하게 추정하고 있다. 시장과의 차이가 있는 부분은 내년 실적이다. 2023년 영업이익 컨센서스는 809억원인데 당사는 1,062.5억원을 추정하고 있고 이는 전년 대비 50.7% 증가하는 수치이다. 이유는 신제품 효과와 영업인력 확충, 마케팅비 집행의 효과가 내년에 본격적으로 나타날 것으로 예상하기 때문이다. 동사의 제품의 B2C 제품이기 때문에 입소문이 난 후 시간이 지날수록 그 효과가 배가될 것으로 보고 있다. 내년에는 리엔톡스 국내 판매도 시작되고 중국섀다운 이슈가 해소되면 리쥘란 수출 또한 다시 증가세로 전환될 것이기 때문에 전사업부가 높은 성장세를 보일 전망이다. 내년 2022년 순이익 기준 PER 14.8배, 내년 기준 PER 10.0배 수준이다. 리스크요인은 내년 출시예정인 휴메딕스의 PDRN필러와 PN관절염 주사제이다. 경쟁사 신제품 출시에 따른 시장점유율 및 수익성 부분을 면밀히 모니터링해야한다.

표3. 사업부별 매출전망

(단위: 억원)

사업부	구분	2019	2020	2021	2022F	2023F
의약품	내수	384.2	314.9	316.0	315.0	405.0
	수출	12.7	76.5	127.6	160.0	200.0
의료기기	내수	204.1	418.5	626.5	970.0	1,375.0
	수출	84.3	81.4	136.0	130.0	190.0
화장품	내수	47.0	75.3	113.1	150.0	200.0
	수출	80.2	92.2	158.6	200.0	250.0
기타		26.3	28.7	63.1	50.0	50.0
매출액		838.7	1,087.5	1,540.8	1,975.0	2,670.0
영업이익		190.6	334.3	524.9	705.2	1,062.5
영업이익률		22.7%	30.7%	34.1%	35.7%	39.8%

▶ Compliance Note

- 동 자료는 투자에 대한 참고자료일뿐, 투자로 인한 손실이 발생했을시에 FS리서치에서 책임지지 않습니다.
 - 동 자료에 게재된 내용들은 자료작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었습니다.
 - 동 자료에 언급된 내용은 신의성실하게 작성하였지만, 모든 내용이 100% 정확하다고 할 수 없습니다.
-