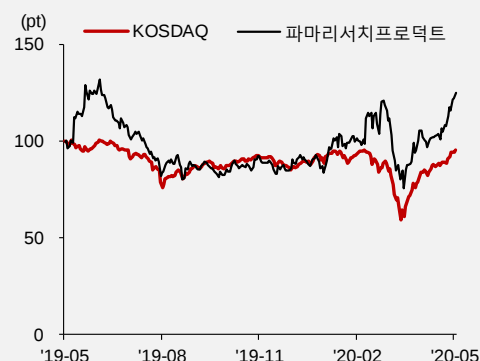


BUY(TP 상향)

목표주가	71,500 원
현재주가	49,000 원
Upside	45.9%
Key Data	2020 년 05 월 13 일
산업분류	코스닥 유통
KOSDAQ(pt)	691.53
시가총액 (억원)	4,718
발행주식수 (천주)	9,628
외국인 지분율 (%)	1.9
52 주 고가 (원)	51,700
저가 (원)	29,700
60 일 일평균거래대금 (십억원)	6.4
주요주주	(%)
정상수 외 7 인	49.3
주가상승률 (%)	1M 6M 12M
절대주가	29.0 40.6 29.3
상대주가	11.3 34.6 32.5

Relative Performance



LEADING RESEARCH

Analyst 신지훈

Jhshin2@leading.co.kr

+822-2009-7063

파마리서치프로덕트(214450)

콘쥬란 폭발적 수요가 시작된다!

1Q20 매출액, 영업이익 당사 추정치 상회

1Q20 매출액 207 억(+1.1% y-y), 영업이익 46 억(-7.3% y-y)으로 당사 추정치를 각각 +13.8%, +19.7% 상회했다. 의료기기에서 리쥬란힐러는 COVID-19 영향에도 불구하고 소폭 성장했고, 콘쥬란은 급여 전환에 따른 수요가 급증한 것으로 확인되었다. 의약품에서 사업전략 조정으로 인해 매출이 감소한 영향으로 전체 매출액이 +1.1% y-y 성장에 그쳤다. 영업이익이 전년대비 감소한 이유는 광고선전비 증가와 일회성으로 증가한 퇴직급여 영향 때문이다. 이번 1Q20 실적을 통해 아래 두 가지 포인트를 확인했고, 지금부터는 강력 매수해야 할 타이밍이라 판단한다.

3 월 급여 전환된 콘쥬란, 예상을 넘어서는 수요

콘쥬란은 3 월부터 비급여에서 급여로 전환되었다. 급여 전환을 위해 1~2 월은 판매를 중단했었고, 3 월부터 판매를 시작했다. 3 월부터 연말까지 점진적 증가하여 연간 매출액 100 억을 예상했으나 3 월에 10 억, 4 월에 10 억 이상의 매출을 올리며 예상을 상회하는 판매를 보이고 있는 것으로 확인했다. 즉, 콘쥬란의 급여전환을 기다린 골관절염 환자들의 대기 수요가 본격적으로 시작 된 것이다. 이에 콘쥬란 연간 예상 매출액을 100 억에서 150 억으로 상향했다.

리쥬란힐러 중국수출 5 월 중 출하 시작

1Q20 에 국내 리쥬란힐러 매출액은 COVID-19 영향에도 불구하고 성장했다. 2Q20 에는 중국 수출에 따른 매출이 반영되고 국내에서 COVID-19 영향이 완화되고 있어 성장을 지속 이어갈 것으로 예상된다. 2020 년 중국 매출액은 60 억, 국내 매출액은 보수적으로 성장이 없다고 추정했으나, 7~8 월경 중국에서의 반응이 확인되고, COVID-19 영향이 사라지는 시점에 추가 실적 향상이 가능할 것이다.

목표주가 71,500 원으로 상향, 투자의견 '매수' 유지

2020 년 매출액은 1,101 억 (+31.3% y-y), 영업이익은 271 억(+41.9% y-y)으로 추정치를 상향했다. 추정치 상향에 따라 목표주가를 64,000 원에서 71,500 원으로 상향한다.

구분	2017	2018	2019	2020F	2021F
매출액 (억원)	545	643	839	1,101	1,374
영업이익 (억원)	148	87	191	271	367
영업이익률 (%)	27.3	13.5	22.7	24.6	26.7
지배순이익 (억원)	130	144	167	238	316
PER (배)	43.0	22.1	20.9	18.0	13.5
PBR (배)	3.1	1.6	1.7	1.9	1.7
ROE (%)	7.4	7.7	8.2	10.9	13.1
EPS (원)	1,369	1,522	1,752	2,473	3,296

자료: 리딩투자증권, K-IFRS 연결기준

표 1. 연간 실적 추정 변경

(십억원)	변경전		변경후		변경률	
	2020F	2021F	2020F	2021F	2020F	2021F
매출액	102.6	126.1	110.1	131.6	7.3%	4.4%
영업이익	24.9	33.7	27.1	36.7	8.8%	8.9%
지배주주순이익	21.3	27.5	23.8	31.6	11.7%	14.9%
OPM	24.3%	26.7%	24.6%	27.9%	1.4%	4.4%
NIM	20.8%	21.8%	21.6%	24.0%	4.1%	10.1%

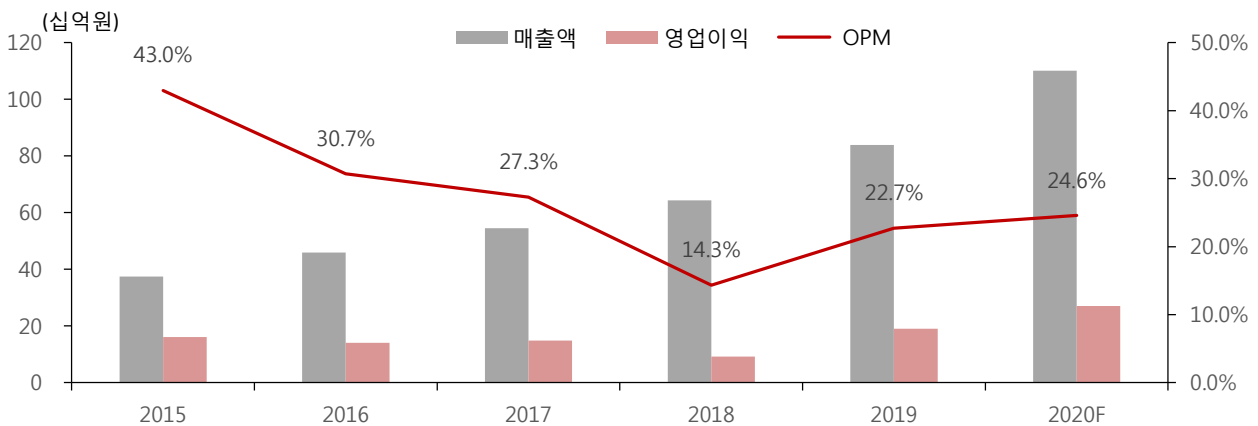
자료: 리딩투자증권 리서치센터

표 2. 실적추이

(단위: 십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2018	2019	2020F	2021F
매출액	20.5	20.0	19.6	23.8	20.7	25.7	28.4	35.3	64.3	83.9	110.1	137.4
의약품	10.6	8.6	9.3	11.1	8.8	9.4	10.1	12.1	42.6	39.7	40.3	43.1
의료기기	6.4	7.9	6.7	7.8	8.8	12.6	14.2	18.0	13.7	28.8	53.6	77.7
화장품	2.9	2.7	3.2	3.9	2.4	2.9	3.6	4.6	5.9	12.7	13.5	13.9
기타	0.5	0.9	0.3	1.0	0.7	0.8	0.6	0.7	2.1	2.6	2.8	2.8
영업이익	4.9	4.1	3.6	6.4	4.6	6.3	7.3	8.9	9.2	19.1	27.1	36.7
OPM	24.0%	20.7%	18.5%	26.8%	22.0%	24.5%	25.7%	25.2%	14.3%	22.7%	24.6%	26.7%
지배주주순이익	5.1	3.4	3.8	4.3	4.9	5.2	6.0	7.7	14.4	16.7	23.8	31.6
NIM	25.1%	16.9%	19.5%	18.2%	23.6%	20.2%	21.1%	21.8%	22.4%	19.9%	21.6%	23.0%
y-y												
매출액					1.1%	28.3%	44.9%	48.6%	18.0%	30.5%	31.3%	24.8%
의약품					-17%	9%	8%	9%	26.0%	-6.8%	1.4%	7.0%
의료기기					38%	59%	111%	131%	24.5%	110.2%	86.1%	45.0%
화장품					-16%	9%	11%	17%	-34.4%	115.3%	6.2%	3.0%
기타					32%	-11%	100%	-30%	250.0%	23.8%	6.1%	0.0%
영업이익					-7.3%	52.0%	101.3%	39.4%	-38.0%	107.2%	41.9%	35.7%
지배주주순이익					-5.1%	53.6%	57.2%	77.8%	11.2%	15.7%	42.6%	32.9%

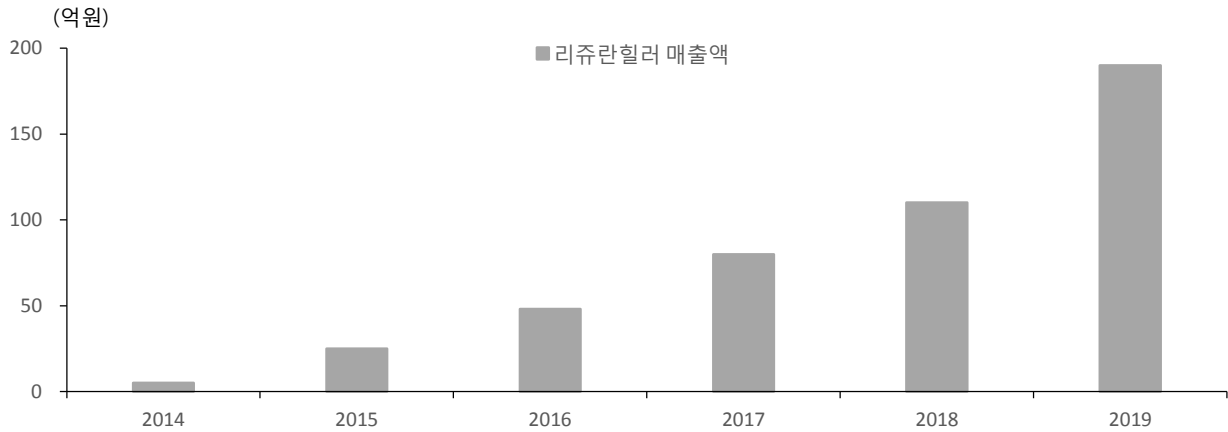
자료: 파마리서치프로덕트, 리딩투자증권 리서치센터

그림 1. 실적 추이



자료: 파마리서치프로덕트, 리딩투자증권

그림 2. 리쥬란 힐러 매출액 추이



자료: 파마리서치프로덕트, 리딩투자증권

그림 3. 리쥬란힐러



자료: 파마리서치프로덕트, 리딩투자증권 리서치센터

그림 4. 리쥬란아이



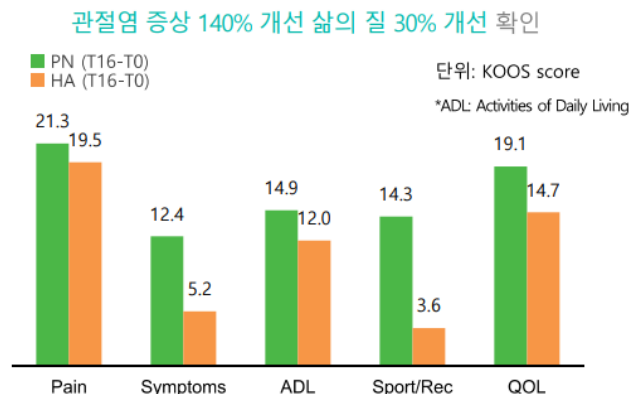
자료: 파마리서치프로덕트, 리딩투자증권 리서치센터

그림 5. 콘쥬란



자료: 파마리서치프로덕트, 리딩투자증권 리서치센터

그림 6. PN 과 HA 비교



자료: 파마리서치프로덕트, 리딩투자증권 리서치센터

그림 7. K&L(Kellgren & Lawrence) Grade 별 치료법

	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 인보사	콘쥘란, 인보사	외과적 수술, 카티스템 (메디포스트)

자료: 파마리서치프로덕트, 리딩투자증권 리서치센터

재무제표

재무상태표

(단위: 억원)	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
자산총계	1,890	2,582	2,699	2,940	3,203
유동자산	1,123	1,058	1,045	1,138	1,240
현금및현금성자산	170	211	197	215	234
단기금융자산	736	543	493	537	585
매출채권및기타채권	154	172	206	224	244
재고자산	51	123	139	152	165
비유동자산	767	1,524	1,655	1,802	1,963
장기금융자산	383	283	314	342	373
관계기업등투자자산	50	81	116	126	137
유형자산	272	661	739	805	877
무형자산	33	457	435	474	517
부채총계	69	393	415	463	455
유동부채	69	155	186	189	206
단기차입부채	0	30	35	38	42
기타단기금융부채	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무	43	105	100	109	119
비유동부채	0	238	229	274	249
장기차입부채	0	173	174	190	207
기타장기금융부채	0	0	0	0	0
자본총계*	1,822	2,189	2,284	2,477	2,748
지배주주지분*	1,789	1,976	2,091	2,284	2,555
비지배주주지분	33	213	193	193	193

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 자본총계임

현금흐름표

(단위: 억원)	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
영업활동으로인한현금흐름	86	52	193	343	355
당기순이익	125	113	149	234	311
현금유입(유출)이없는수익	61	-20	137	164	187
자산상각비	13	50	77	102	111
영업자산부채변동	-92	-20	-91	7	-67
매출채권및기타채권감	-75	-16	-25	-18	-20
재고자산감소(증가)	2	-56	-38	-12	-14
매입채무및기타채무증	-1	44	-7	9	10
투자활동현금흐름	-30	-184	-116	-295	-322
투자활동현금유입액	1,311	1,233	1,015	0	0
유형자산	0	2	0	0	0
무형자산	0	48	0	0	0
투자활동현금유출액	1,341	1,417	1,131	295	322
유형자산	68	286	96	131	143
무형자산	1	8	2	76	83
재무활동현금흐름	-57	169	-91	-22	-19
재무활동현금유입액	0	240	-2	19	20
단기차입부채	0	0	0	3	3
장기차입부채	0	240	0	16	17
재무활동현금유출액	29	43	60	12	10
단기차입부채	0	43	0	0	0
장기차입부채	0	0	10	0	0
기타현금흐름	0	0	0	4	5
연결범위변동효과	0	1	0	0	0
환율변동효과	-5	3	1	0	0
현금변동	-6	41	-14	30	19
기초현금	176	170	211	197	215
기말현금	170	211	197	227	234

포괄손익계산서

(단위: 억원)	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액	545	643	839	1,101	1,374
매출원가	184	261	338	445	545
매출총이익	361	382	501	656	829
판매비와관리비	212	295	310	384	462
영업이익	148	87	191	271	367
EBITDA	161	137	267	374	478
비영업손익	6	57	-5	-6	-3
이자수익	28	25	22	22	29
이자비용	0	8	23	33	38
배당수익	0	0	0	0	0
외환손익	-3	1	5	4	5
관계기업등관련손익	-4	-10	-10	-4	-5
기타비영업손익	-16	48	0	5	6
세전계속사업이익	154	144	185	266	364
법인세비용	29	31	37	51	65
연결실체변동관련손익	0	0	0	0	0
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익*	125	113	149	214	298
지배주주순이익*	130	144	167	238	316
비지배주주순이익	-4	-31	-18	-23	-18
기타포괄손익	-7	7	4	-15	-15
총포괄손익	119	120	153	199	283

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 당기순이익임

투자지표

(단위: 원,배,%)	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
주당지표 및 추가배수					
EPS*	1,369	1,522	1,752	2,473	3,296
BPS*	18,894	20,877	21,971	23,743	26,536
CFPS	904	550	2,025	3,565	3,706
SPS	5,754	6,791	8,814	11,449	14,329
EBITDAPS	1,706	1,450	2,811	3,885	4,988
DPS (보통,현금)	300	300	300	296	296
배당수익률 (보통,현금)	0.5	0.9	0.8	0.7	0.7
배당성향 (보통,현금)	21.6	20.6	17.7	12.4	9.3
PER*	43.0	22.1	20.9	18.0	13.5
PBR*	3.1	1.6	1.7	1.9	1.7
PCFR	65.2	61.2	18.0	12.5	12.0
PSR	10.2	5.0	4.1	3.9	3.1
EV/EBITDA	34.3	21.7	12.3	10.9	8.5
재무비율					
매출액증가율	18.5	18.0	30.5	31.3	24.8
영업이익증가율	5.2	-41.4	119.0	42.4	35.2
지배주주순이익증가율*	-9.5	-10.0	31.8	44.4	39.1
매출총이익률	66.2	59.5	59.7	59.6	60.4
영업이익률	27.3	13.5	22.7	24.6	26.7
EBITDA이익률	29.6	21.4	31.9	33.9	34.8
지배주주순이익률*	23.0	17.5	17.7	19.5	21.7
ROA	8.1	3.9	7.2	9.6	11.9
ROE	7.4	7.7	8.2	10.9	13.1
ROIC	29.6	7.9	11.6	15.4	19.3
부채비율	3.8	18.0	18.2	18.7	16.5
차입금비율	0.0	9.3	9.2	9.2	9.0
순차입금비율	-28.3	-10.9	-0.8	-0.8	-0.8

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 당기순이익 및 자본총계 기준임

자료: Company Data, Leading Research Center

▶ Compliance Notice

본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

당사는 보고서 작성일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서를 작성한 금융투자분석사는 작성일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

당사는 보고서 작성일 기준 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.

본 자료는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.

당사는 지난 6 개월간 해당회사의 유가증권의 발행업무를 수행한 사실이 없습니다.

본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.

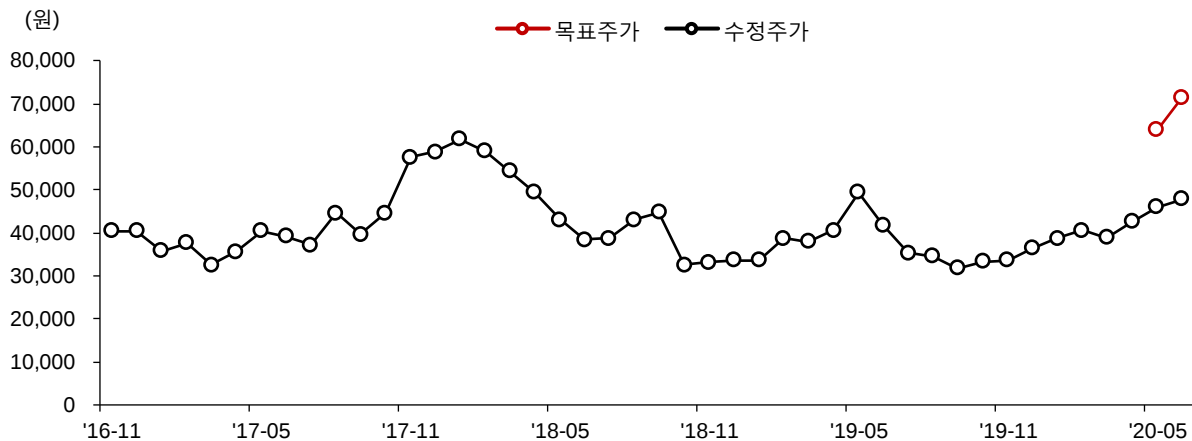
▶ 최근 2 년간 투자등급 및 목표주가 변경 내용

파마리서치프로덕트(214450)

일자	2020-05-07	2020-05-14
투자의견	BUY(신규)	BUY(TP 상향)
목표주가	64,000 원	71,500 원
괴리율(%)		
평균주가대비	-25.7%	
최고(최저)주가대비	-23.4%	

* 괴리율 산정: 목표주가 대상시점은 1 년이며 수정주가를 적용

▶ 최근 2 년간 목표주가 변경 추이



▶ 투자기간 및 투자등급

기업

BUY (매수)	향후 12 개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 15% 이상
HOLD (중립)	향후 12 개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 ± 15% 내외
SELL (매도)	향후 12 개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 -15% 이하

산업

OVERWEIGHT (비중확대)	향후 12 개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상회 예상
NEUTRAL (중립)	향후 12 개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 ± 5% 예상
UNDERWEIGHT (비중축소)	향후 12 개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

▶ 조사분석자료 투자등급 비율 (기준일 : 2020.03.31)

BUY (매수)	100.0%
HOLD (보유/중립)	0.0%
SELL (매도)	0.0%
합계	100.0%