

Buy(신규)

목표주가	64,000 원		
현재주가	44,400 원		
Upside	44.0%		
Key Data	2020년 05월 06일		
산업분류	코스닥 유통		
KOSDAQ(pt)	658.4		
시가총액 (억원)	4,274		
발행주식수 (천주)	9,627		
외국인 지분율 (%)	1.9		
52 주 고가 (원)	51,700		
저가 (원)	29,700		
60 일 일평균거래대금 (십억원)	5.9		
주요주주	(%)		
정상수 외 7인	49.3		
주가상승률 (%)	1M	6M	12M
절대주가	7.3	22.8	7.1
상대주가	-2.7	24.9	24.0

Relative Performance



LEADING RESEARCH

Analyst 신지훈

Jhshin2@leading.co.kr

+822-2009-7063

파마리서치프로덕트(214450)

리쥘란힐러는 중국으로 간다!

리쥘란힐러는 중국으로 간다

동사의 주력 제품인 리쥘란힐러는 2Q20 부터 중국 판매가 시작된다. 2020년 1월 Hangzhou Yxintenc과 5년간(2020년 1월 ~ 2025년 1월) 미니멈 245억 규모의 중화권(중국, 홍콩, 마카오) 독점판매 계약을 체결했다. 그동안 중국 시장에는 미용샵 등으로 일부 판매가 되었으나 2020년 2월 1등급 의료기기로 허가를 받아 본격적으로 병원 판매가 시작되는 것이다. 국내에서는 힐러라는 시장을 개척하는 관점이었다면 중국에서는 확장의 관점이 될 것이다. 국내 피부과에서 필러, 보톡스와 함께 패키지와 하여 주요 상품으로 자리 잡았기에 중국 시장에서의 성장은 시간문제일 것이다.

콘쥘란 급여로 성장 본격화

2019년 출시 직후 비급여(시술가 약 20만원) 항목이었으나 2020년 3월 급여 항목으로 전환되어 현재 시술가 4.5만원(환자 부담금 기준)으로 크게 낮아졌다. 기존에는 주 고객처가 개인병원으로 한정되었으나, 급여로 전환되면서 대형종합병원과 중대형 체인병원으로 고객처가 확대된 것이다. 대형종합병원에서는 시술가가 비싼 비급여의 경우 과잉진료에 대한 부담으로 시술을 자제하는 경향이 컸다. 또, 경쟁제품인 히알루론산은 보험급여 인정이 6개월에 3번 인데 반해 콘쥘란은 6개월에 5번이기 때문에 시술 횟수가 더 증가하게 될 것이다.

'매수' 의견과 목표주가 64,000원 신규 제시

2020년 매출액은 1,026억(+22.4% y-y), 영업이익은 249억(+30.8% y-y)으로 2019년에 이어 사상최대 실적을 갱신할 것으로 전망된다. 매출액 성장이 가장 큰 사업분야는 리쥘란힐러와 콘쥘란이 포함되어 있는 의료기기 분야이다. 리쥘란힐러는 국내 성장과 중국진출, 콘쥘란은 급여 항목으로 전환되어 성장이 본격화 될 것이다. 두제품 모두 동사에서 가장 높은 마진을 보유한 제품으로 2020년 OPM은 24.3%까지 높아질 것으로 예상된다. 국내에서 리쥘란힐러가 본격 성장하고 있는 최근 3개년 평균 PER 29x를 적용해 목표주가 64,000원(Upside 44.0%)과 투자 의견 매수를 제시한다.

구분	2017	2018	2019	2020F	2021F
매출액 (억원)	545	643	839	1,026	1,261
영업이익 (억원)	148	87	191	249	337
영업이익률 (%)	27.3	13.5	22.7	24.3	26.7
지배순이익 (억원)	130	144	167	213	275
PER (배)	43.0	22.1	20.9	20.1	15.5
PBR (배)	3.1	1.6	1.7	1.9	1.7
ROE (%)	7.4	7.7	8.2	9.8	11.6
EPS (원)	1,369	1,522	1,752	2,214	2,859

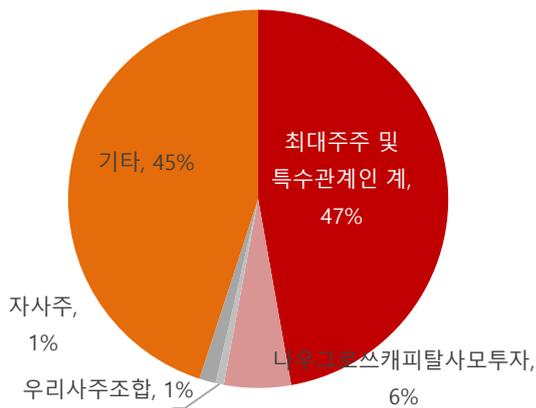
자료: 리딩투자증권, K-IFRS 연결기준

PDRN/PN 기반의 의료기기 제조 회사

기업개요

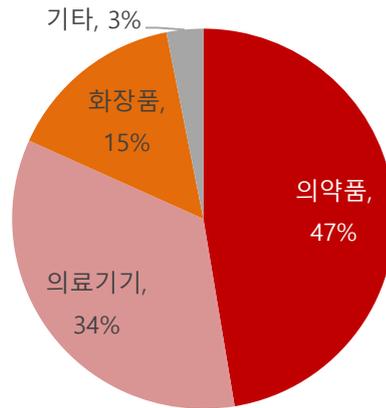
파마리서치프로덕트는 자가재생 촉진제인 PDRN/PN 제조 기술을 확보하고, 해당 소재를 기반으로 한 의약품, 의료기기, 화장품 등 재생제품을 생산, 판매하고 있다. 매출 비중은 의약품 47%, 의료기기 34%, 화장품 15% 순이다. 동사의 실적 성장을 견인하는 제품은 2014년 출시한 피부개선 의료기기 리쥘란힐러이고, 2019년 1월 출시한 관절강 주사제 콘쥘란이 더해지면서 실적 성장이 가팔라질 것으로 전망된다.

그림 1. 지분구조



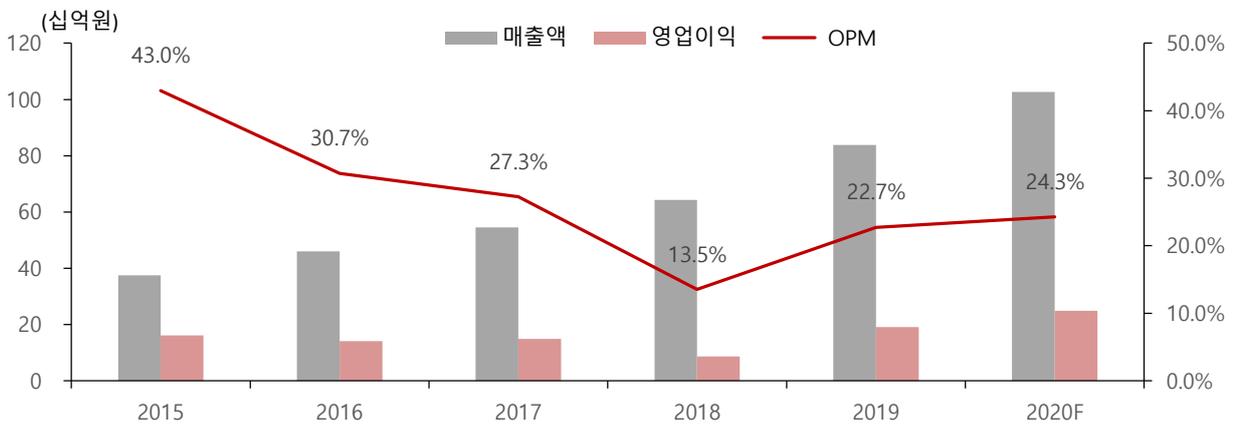
자료: 파마리서치프로덕트, 리딩투자증권 리서치센터

그림 2. 매출 비중



자료: 파마리서치프로덕트, 리딩투자증권 리서치센터

그림 3. 실적 추이



자료: 파마리서치프로덕트, 리딩투자증권

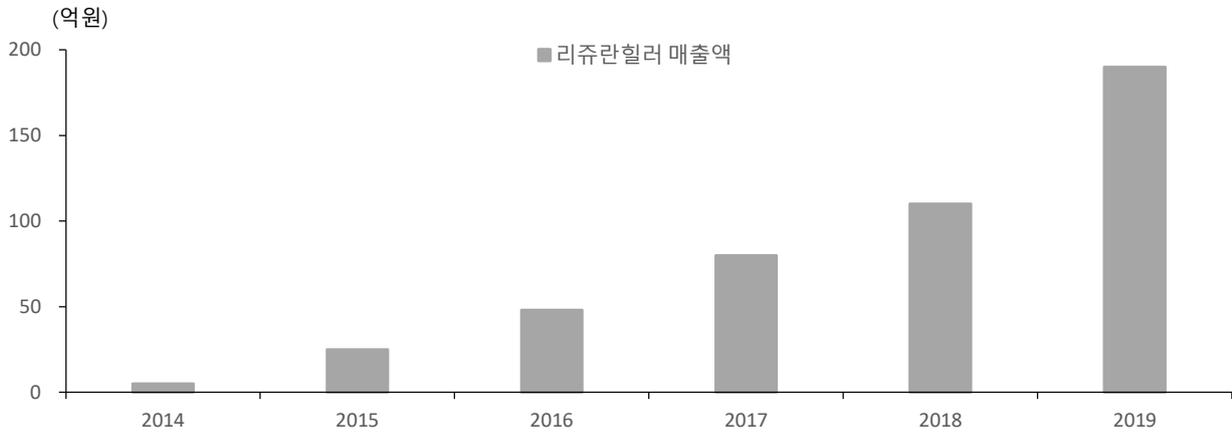
리쥘란힐러는 중국으로 간다

리쥘란 힐러

동사의 주력 제품인 리쥘란힐러는 2Q20 부터 중국 판매가 시작된다. 2020 년 1 월 Hangzhou Yxintent 과 5 년간(2020 년 1 월 ~ 2025 년 1 월) 미니멈 245 억 규모의 중화권(중국, 홍콩, 마카오) 독점판매 계약을 체결했다. 그동안 중국 시장에는 미용샵 등으로 일부 판매가 되었으나 2020 년 2 월 1 등급 의료기기로 허가를 받아 본격적으로 병원 판매가 시작되는 것이다. 강남, 명동, 홍대 등 피부과에는 상당수 중국인들이 미용 시술을 받으러 오고 있는데, 앞으로는 중국 현지에서 시술을 받을 수 있게 되어 중국인들 사이에서 리쥘란힐러 시술이 보편화 될 것으로 예상된다. 또, 하반기에는 리도카인이 첨가된 2 세대 제품이 출시될 것이다. 이는 지금의 통증을 대폭 완화한 제품으로 리쥘란힐러의 단점이었던 통증을 없애 장점을 극대화 시킬 수 있을 것이다.

국내 출시 첫해인 2014 년 매출액 5 억에서 2019 년 190 억까지 성장했다. 국내에서는 힐러라는 시장을 개척하는 관점이었다면 중국에서는 확장의 관점이 될 것이다. 국내 피부과에서 필러, 보톡스와 함께 패키지화 하여 주요 상품으로 자리 잡았기에 중국 시장에서의 성장은 시간문제일 것이다.

그림 4. 리쥘란 힐러 매출액 추이



자료: 파마리서치프로덕트, 리딩투자증권

그림 5. 리쥘란힐러



자료: 파마리서치프로덕트, 리딩투자증권 리서치센터

그림 6. 리쥘란아이



자료: 파마리서치프로덕트, 리딩투자증권 리서치센터

콘쥬란 급여로 성장 본격화

비급여 → 급여

콘쥬란은 PN 을 원재료로 한 관절강 주사로 1Q19 에 출시 되었다. 관절에는 관절을 움직일 수 있게 하는 연골이 있으며, 이는 노화에 의한 퇴행성 변화에 따라 점차 손실 된다. PN 은 고분자의 점성 물질로 연골결손 부위를 대체하여 지지체 기능을 하며, 통증 감소, 운동성 개선 등의 효과가 있다. 현재 무릎 관절에 히알루론산 관절강 주사가 주로 사용되고 있으나 영국 국립보건임상연구소(NICE) 등에서 부작용 우려로 관절염 치료에 히알루론산 사용 자제를 권고하고 있다. 이에 동사의 콘쥬란이 관절강 주사 시장에서 새로운 대안이 될 전망이다. 특히, 히알루론산은 통증완화 효과만 있으나 콘쥬란은 통증완화와 더불어 연골 개선 효과도 있다는 점에서 수요가 확대 될 것이다.

2019 년 출시 직후 비급여(시술가 약 20 만원) 항목이었으나 2020 년 3 월 급여 항목으로 전환되어 현재 시술가 4.5 만원(환자 부담금 기준)으로 크게 낮아졌다. 기존에는 주 고객처가 개인병원으로 한정되었으나, 급여로 전환되면서 대형종합병원과 중대형 체인병원으로 고객처가 확대된 것이다. 대형종합병원에서는 시술가가 비싼 비급여의 경우 과잉진료에 대한 부담으로 시술을 자제하는 경향이 컸다. 또, 경쟁제품인 히알루론산은 보험급여 인정이 6 개월에 3 번 인데 반해 콘쥬란은 6 개월에 5 번이기 때문에 시술 횟수가 더 증가하게 될 것이다.

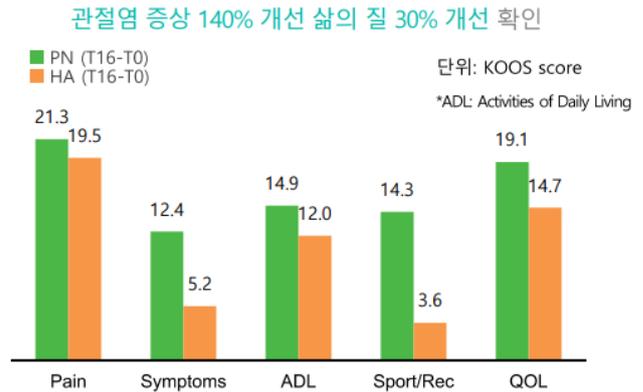
그림 7. 콘쥬란

콘쥬란



자료: 파마리서치프로덕트, 리딩투자증권 리서치센터

그림 8. PN 과 HA 비교



자료: 파마리서치프로덕트, 리딩투자증권 리서치센터

그림 9. K&L(Kellgren & Lawrence) Grade 별 치료법

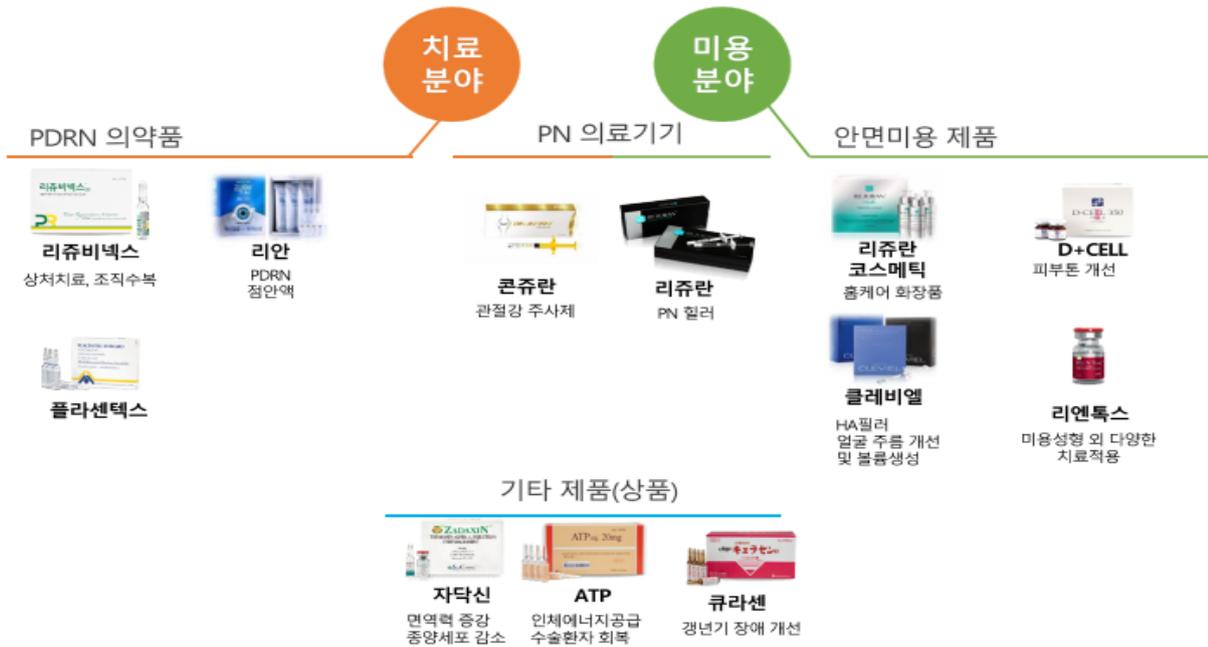
	K&L Grade 1	K&L Grade 2	K&L Grade 3	K&L Grade 4
진단/증상	약간의 통증, 보행 지장 없음 	관절 협착시작, 경사진 곳에서 통증 	관절 협착 심화, 평지에서 통증 관절 	완전 협착, 상시 심한 통증
환자비율	20%	65%		15%
유병기간	1~2년	3~7년		8~10년
치료법, 적용대상	진통소염제/ 스테로이드, 히알루론산/ 콘쥬란	히알루론산, 콘쥬란 인보사	콘쥬란, 인보사	외과적 수술, 카티스템 (메디포스트)

자료: 파마리서치프로덕트, 리딩투자증권 리서치센터

안정적인 의약품 사업

의약품은 PDRN 의약품과 기타 의약품으로 구분된다. PDRN 의약품에는 리쥬비넥스(피부재생 필러), 플라젠텍스(조직재생), 리안(점안제) 등이 있고, 기타로는 설립 초기 해외 우수의약품을 도입해 판매하고 있는 자닥신(면역증강제) 등이 있다. 추가로 리엔톡스(보톡스)를 국내 임상 3 상을 진행중이고 2H21 출시가 예상된다. 차차 품목들을 확대하며 점진적 실적 증가가 기대된다.

그림 10. 사업분야



자료: 파마리서치프로덕트, 리딩투자증권 리서치센터

표 1. 실적추이

(단위: 십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2018	2019	2020F	2021F
매출액	20.5	20.0	19.6	23.8	18.2	24.7	26.9	32.8	64.3	83.9	102.6	126.1
의약품	10.6	8.6	9.3	11.1	11.1	9.4	10.1	12.1	42.6	39.7	42.6	45.6
의료기기	6.4	7.9	6.7	7.8	4.8	11.6	12.7	15.5	13.7	28.8	44.6	64.7
화장품	2.9	2.7	3.2	3.9	1.7	2.9	3.6	4.6	5.9	12.7	12.8	13.2
기타	0.5	0.9	0.3	1.0	0.5	0.8	0.6	0.7	2.1	2.6	2.6	2.6
영업이익	4.9	4.1	3.6	6.4	3.8	5.9	6.9	8.3	8.7	19.1	24.9	33.7
<i>OPM</i>	<i>24.0%</i>	<i>20.7%</i>	<i>18.5%</i>	<i>26.8%</i>	<i>20.9%</i>	<i>23.9%</i>	<i>25.7%</i>	<i>25.3%</i>	<i>13.5%</i>	<i>22.7%</i>	<i>24.3%</i>	<i>26.7%</i>
지배주주순이익	5.1	3.4	3.8	4.3	3.1	4.8	5.9	7.5	14.4	16.7	21.3	27.5
<i>NIM</i>	<i>25.1%</i>	<i>16.9%</i>	<i>19.5%</i>	<i>18.2%</i>	<i>17.1%</i>	<i>19.4%</i>	<i>21.9%</i>	<i>22.8%</i>	<i>22.4%</i>	<i>19.9%</i>	<i>20.8%</i>	<i>21.8%</i>
y-y												
매출액					-11.2%	23.4%	37.2%	38.1%	18.0%	30.5%	22.4%	22.8%
의약품					5%	9%	8%	9%	26.0%	-6.8%	7.4%	7.0%
의료기기					-25%	47%	89%	99%	24.5%	110.2%	54.9%	45.0%
화장품					-40%	9%	11%	17%	-34.4%	115.3%	0.8%	3.0%
기타					0%	-11%	100%	-30%	250.0%	23.8%	0.0%	0.0%
영업이익					-22.6%	42.3%	90.3%	30.0%	-41.4%	119.0%	30.8%	35.0%
지배주주순이익					-39.6%	41.8%	54.6%	73.2%	11.2%	15.7%	27.8%	29.1%

자료: 파마리서치프로덕트, 리딩투자증권 리서치센터

사상 최대 실적은 지속 된다

2020년 매출액은 1,026억(+22.4% y-y), 영업이익은 249억(+30.8% y-y)으로 2019년에 이어 사상 최대 실적을 지속 갱신할 것으로 전망된다. 매출액 성장이 가장 큰 사업분야는 리쥘란힐러와 콘쥘란이 포함되어 있는 의료기기 분야이다. 리쥘란힐러는 국내 성장과 중국진출, 콘쥘란은 급여 항목으로 전환되어 성장이 본격화 될 것이다. 두제품 모두 동사에서 가장 높은 마진을 보유한 제품으로 OPM 개선이 본격화 될 것으로 예상된다. 국내에서 리쥘란힐러가 본격 성장하고 있는 최근 3개년 평균 PER 29x를 적용해 목표주가 64,000원(Upside 44.0%)과 투자 의견 매수를 제시한다.

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	488	521
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	299	315
장기차입부채	0	173	174	190	207
기타장기금융부채	0	0	0	0	0
자본총계*	1,822	2,189	2,284	2,452	2,682
자배주주지분*	1,789	1,976	2,091	2,259	2,489
비자배주주지분	33	213	193	193	193

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 자본총계임

현금흐름표

(단위: 억원)	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
영업활동으로인한현금흐름	86	52	193	332	341
당기순이익	125	113	149	190	246
현금유입(유출)이없는수익	61	-20	137	163	204
자산상각비	13	50	77	102	111
영업자산부채변동	-92	-20	-91	31	-26
매출채권및기타채권	-75	-16	-25	-18	-20
재고자산감소(증가)	2	-56	-38	-12	-14
매입채무및기타채무	-1	44	-7	9	10
투자활동현금흐름	-30	-184	-116	-305	-334
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	305	334
유형자산	68	286	96	131	143
무형자산	1	8	2	76	83
재무활동현금흐름	-57	169	-91	-3	5
재무활동현금유입액	0	240	-2	27	34
단기차입부채	0	0	0	3	3
장기차입부채	0	240	0	16	17
재무활동현금유출액	29	43	60	1	0
단기차입부채	0	43	0	0	0
장기차입부채	0	0	10	0	0
기타현금흐름	0	0	0	6	8
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

자료: Company Data, Leading Research Center

포괄손익계산서

(단위: 억원)	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액	545	643	839	1,026	1,261
매출원가	184	261	338	415	479
매출총이익	361	382	501	611	782
판매비와관리비	212	295	310	362	445
영업이익	148	87	191	249	337
EBITDA	161	137	267	351	448
비영업손익	6	57	-5	-10	-12
이자수익	28	25	22	28	34
이자비용	0	8	23	31	38
배당수익	0	0	0	0	0
외환손익	-3	1	5	6	8
관계기업등관련손익	-4	-10	-10	-14	-18
기타비영업손익	-16	48	0	2	2
세전계속사업이익	154	144	185	239	324
법인세비용	29	31	37	49	79
연결실체변동관련손익	0	0	0	0	0
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익*	125	113	149	190	246
지배주주순이익*	130	144	167	213	275
비지배주주순이익	-4	-31	-18	-23	-29
기타포괄손익	-7	7	4	-15	-15
총포괄손익	119	120	153	175	230

(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	2,214	2,859
BPS*	18,894	20,877	21,971	23,484	25,851
CFPS	904	550	2,025	3,450	3,542
SPS	5,754	6,791	8,814	10,670	13,106
EBITDAPS	1,706	1,450	2,811	3,652	4,658
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	13.8	10.7
PER*	43.0	22.1	20.9	20.1	15.5
PBR*	3.1	1.6	1.7	1.9	1.7
PCFR	65.2	61.2	18.0	12.9	12.5
PSR	10.2	5.0	4.1	4.2	3.4
EV/EBITDA	34.3	21.7	12.3	11.6	9.1
재무비율					
매출액증가율	18.5	18.0	30.5	22.4	22.8
영업이익증가율	5.2	-41.4	119.0	30.6	35.2
지배주주순이익증가율*	-9.5	-10.0	31.8	28.1	29.1
매출총이익률	66.2	59.5	59.7	59.5	62.0
영업이익률	27.3	13.5	22.7	24.3	26.7
EBITDA이익률	29.6	21.4	31.9	34.2	35.5
지배주주순이익률*	23.0	17.5	17.7	18.5	19.5
ROA	8.1	3.9	7.2	8.8	11.0
ROE	7.4	7.7	8.2	9.8	11.6
ROIC	29.6	7.9	11.6	14.0	16.8
부채비율	3.8	18.0	18.2	19.9	19.4
차입금비율	0.0	9.3	9.2	9.3	9.3
순차입금비율	-28.3	-10.9	-0.8	-0.8	-0.8

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

▶ 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 6개월간 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.

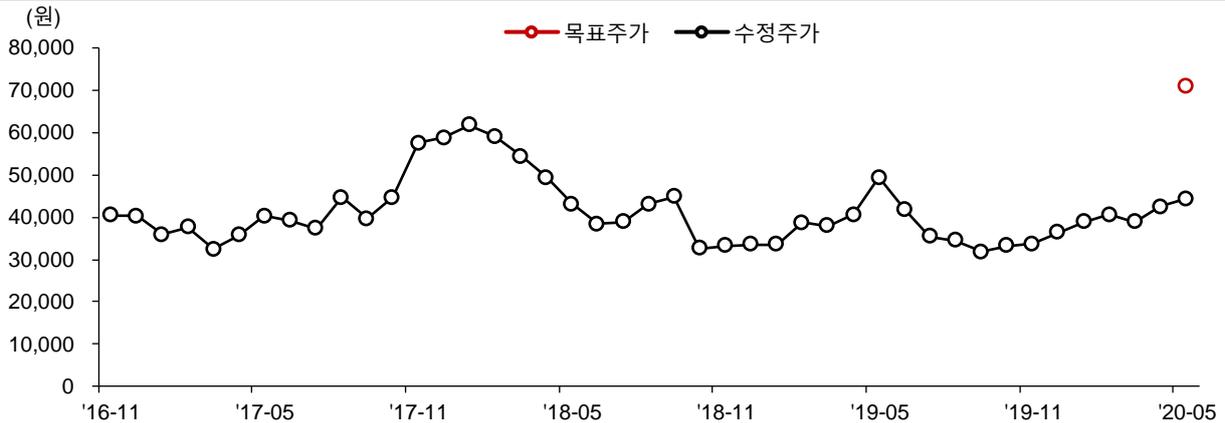
▶ 최근 2년간 투자등급 및 목표주가 변경 내용

파마리서치프로덕트(214450)

일자	2020-05-07
투자의견	Buy(신규)
목표주가	64,000
과리율(%)	
평균주가대비	
최고(최저)주가대비	

* 과리율 산정: 목표주가 대상시점은 1년이며 수정주가를 적용

▶ 최근 2년간 목표주가 변경 추이



▶ 투자기간 및 투자등급

기업

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

산업

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