

완
벽
한
아
름
다
움
을
원
해

K 뷰티 수요의 종착역은
'스킨부스터'

Contents

1. 어떤 트렌드가 어떻게 바뀔 걸까?	4
중심의 이동: French Beauty → K-Beauty	4
2. K 뷰티 수요의 종착역은 ‘스킨부스터’	7
화장품과 미용기기 수요, 미용의료까지 이어진다	7
3. 시장의 성장은 확실합니다	11
미국이 심상치 않다	11
혁신적인 제품과 만족하는 환자	14
부록: 스킨부스터 무물합니다	19
기업분석	21
파마리서치 (214450)	21

완벽한 아름다움을 위해

K 뷰티 수요의 종착역은 스킨부스터

화장품을 시작으로 K-뷰티 시장이 활짝 열렸다. 그러나 전반적인 시장변동성 확대와 화장품의 Peak-out 및 실적우려가 겹치며, 투자자들은 피곤한 나날을 보내고 있다. 그래서 금번 보고서를 통해 투자자들이 마음 편히 매수할 수 있는 한여름의 휴가같은 종목을 추천하고 싶었다. 시선을 조금 돌려, K뷰티 개화의 충분한 수혜를 받으면서도 밸류에이션 매력이 있는 곳에 집중해 보았다.

화장품 시장은 여전히 뜨겁다. 중국이 저물었지만 미국이라는 큰 시장이 열렸다. 프랑스 화장품과 견주어질 수 있다는 것이 너무나 자랑스롭다. 그렇지만 우리가 진지하게 고민해 보아야 하는 것은, 지금이 아니라 미래다. 화장품의 수요는 결국 어디를 향해 가는걸까? 투명하고 탄력있는 피부, 그래서 고급스러운 얼굴이 이 수요의 도착지가 되지 않을까. 그런데 모두가 원하는 완벽한 피부는 화장품만으로는 한계가 있다. 화장품, 홈디바이스, 미용의료의 시너지 효과가 있어야만 가능하다.

그 중에서도 스킨부스터에 집중한 이유는 다음과 같다. 1) Slow-Aging 이라는 트렌드에 꼭 맞는데다, 2) 시장이 확실하게 열리고 있으며, 3) 혁신적인 재생의학 기술이 접목되고 있기 때문이다. 관절에 맞기에도 아깝던 지방줄기세포(SVF)를 얼굴에 맞는 게 상용화 될지는 몰랐다. 보고서를 작성하면서 직감적으로 느끼고 있는데, 이 시장은 모든 전망치보다 훨씬 더 크게 열릴 것 같다.

추천 종목은 파마리서치(214450)다. 투자 의견 매수, 목표주가 23.5 만원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 파마리서치는 수년째 꾸준한 이익률과 높은 이익성장률을 기록하고 있으며, 무엇보다 밸류에이션 매력도가 높다. 중국과 동남아를 중심으로 수출데이터가 상승세를 이어가고 있으며, 미래수요가 높은 미국 시장 진출을 적극적으로 준비중이다. 현재 주가는 '25년 기준 14.1 배로 부담이 없는 가격이다. 적극 매수를 추천한다.

Executive Summary

by 조태나

1. 어떤 트렌드가 어떻게 바뀔 걸까?

중심의 이동: French Beauty → K-Beauty

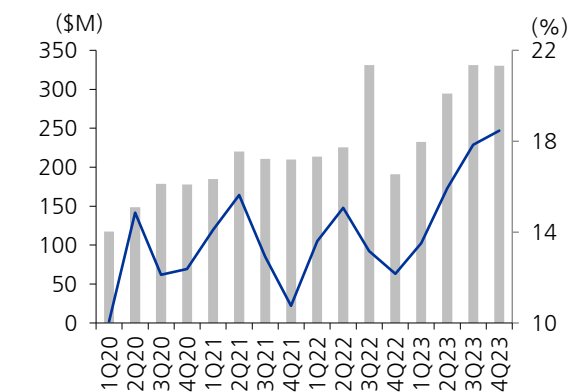
글로벌 1 위 프랑스 화장품을 따라잡기 시작

K 화장품이 프랑스 화장품을 따라잡기 시작했다. 그 사실이 한국의 뷰티 산업을 긍정적으로 바라보게 하는 가장 중요한 요인이다. 우리가 타겟하는 전망치가 분명해졌고, 그 전망치를 달성할 때까지 K뷰티의 질주는 계속될 것이다.

한국 화장품은 글로벌 쌍두마차인 미국과 일본시장에 빠른 속도로 침투하고 있다. '23 년 4 분기 기준, 미국의 한국 화장품 수입비중은 18%, 일본에서는 36%로 K 뷰티가 괄목할 만한 성과를 보여주었다. 특히 '24 년 7 월 기준으로는 미국 향 수출액이 전년비 +73% 성장하며 빠른 속도로 시장을 장악하고 있다.

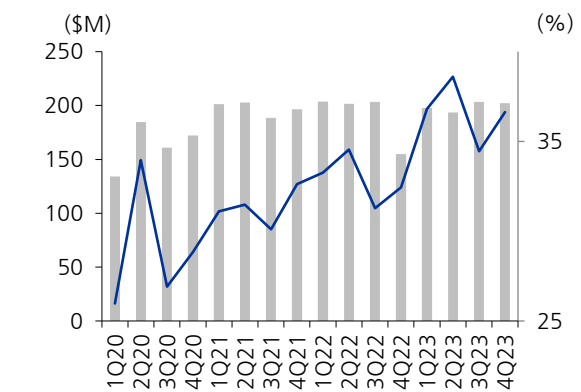
프랑스 화장품은 N 년간 글로벌 수출 1 위를 유지해왔고, 연간 180 억 달러 이상의 수출을 기록하고 있다. 아직까지 글로벌 전체로 보면 프랑스 화장품이 훨씬 앞서 있지만, 중심의 축은 이미 K 뷰티로 이동 중이다. 소비자에게 가장 익숙한 화장품에서부터 변화가 시작되었지만, 이러한 트렌드는 미용기기, 미용의료 등 점차 다양한 뷰티 관련 산업으로 번져갈 것이다.

도표1. K 화장품 미국 수출, 미국 내 수입비중 증가



자료: TRASS, 유진투자증권

도표2. K 화장품 일본 수출, 일본 내 수입비중 증가



자료: TRASS, 유진투자증권

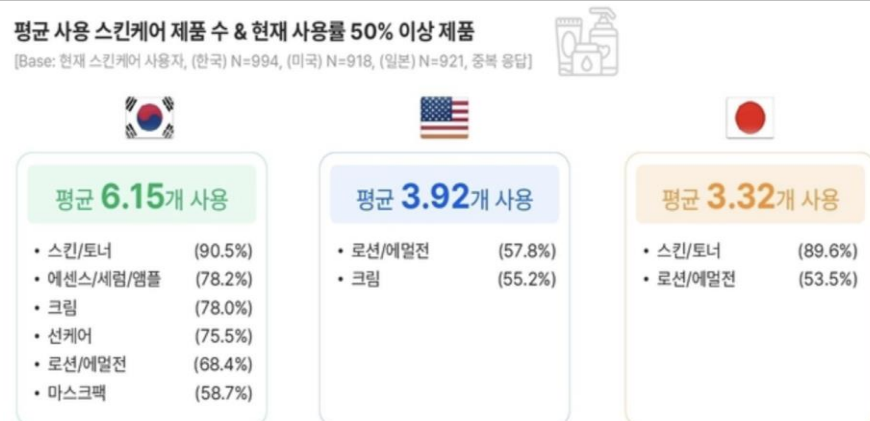
K 뷰티는 어떻게 고성장이 가능해졌나

프렌치 뷰티 → K 뷰티라는 큰 사이클의 변화를 이해하기 위해서는, 프렌치와 K 뷰티의 추구미를 이해하는 것이 중요해 보인다. 프렌치 뷰티는 근본적으로 무심하다. 공들였다는 느낌보다는 무심한 자연스러움을 추구한다. 중세시대 이후로 트렌드의 발신지를 놓친 적이 없지만, 정작 성급하게 트렌드를 따라가지는 않는다. 이런 시크함, 무심함이 프렌치 뷰티의 대표적 특징이다. 화장품 역시 세심한 터치를 중심으로 한다기보다 빠르고 쉬운 스킨케어, '결점을 드러낸' 피부표현, 짙은 아이라인과 마스크라, 강렬한 레드립과 같이 무심하게 즐길 수 있는 스타일을 추구한다.

반면 K 뷰티는 완벽함을 원한다. 세심함이 집착적인 수준이다. 완벽한 피부, 완벽한 스타일링을 중요하게 생각한다. 스킨케어의 단계가 많고 복잡하며, 다양한 기능성 제품을 이용한다. 속칭 '여배우 메이크업'이라 불리는 결점 없는 레이어드(Layered) 메이크업을 추구한다. 간간한 소비자의 니즈에 맞춰 한국 화장품 산업은 계절마다 새롭고 독창적이며, 혁신적인 제품들을 내놓는다. 이렇게 완벽하기를 원하는 간간함이 프렌치 뷰티를 넘어설 수 있는 발판이 되었다.

우리가 스킨케어 첫 단계에 사용하는 제품의 예를 들어보자. 기존에는 스킨단계에서 간단히 미스트를 사용하거나, 가볍게 토너로 닦아내는 정도였다. 그러나 K-스타일은 미스트 뿐만 아니라 묽은 토너, 콧물 토너, 토너 패드, 마스크팩, 스킨팩 등 제품군이 매우 다양할 뿐만 아니라, 여러 제품을 교차 사용하기 때문에, Q가 기존보다 확연하게 증가할 수 밖에 없다.

도표 3. 국가별 스킨케어 단계 차이 비교



자료: Cosin Korea, 유진투자증권

도표 4. French Styling – 자연스러운 무심함 추구



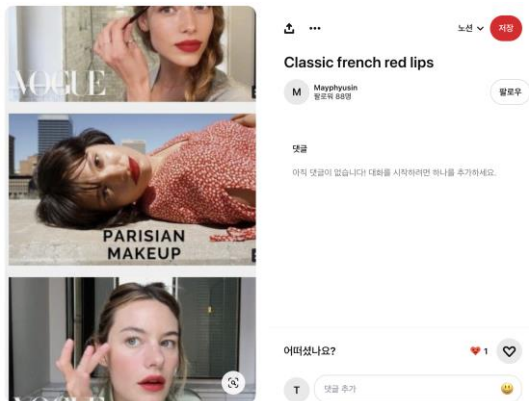
자료: Pinterest, 유진투자증권

도표 5. K Styling – 철저하고 완벽한 스타일링 추구



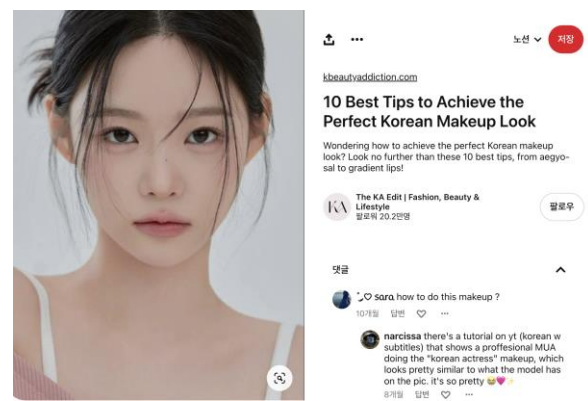
자료: Youtube-앨리스핑크, 유진투자증권

도표 6. French Make up look



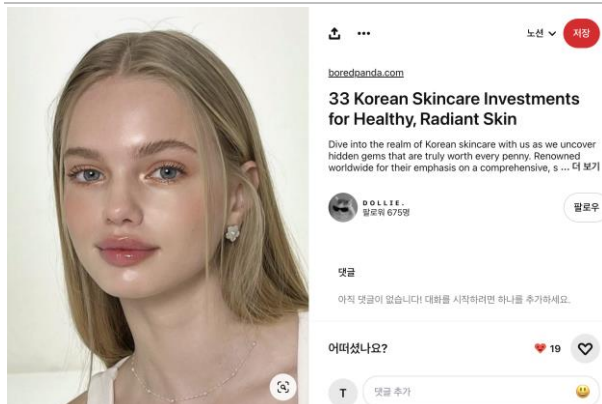
자료: Pinterest, 유진투자증권

도표 7. Korean Make up look



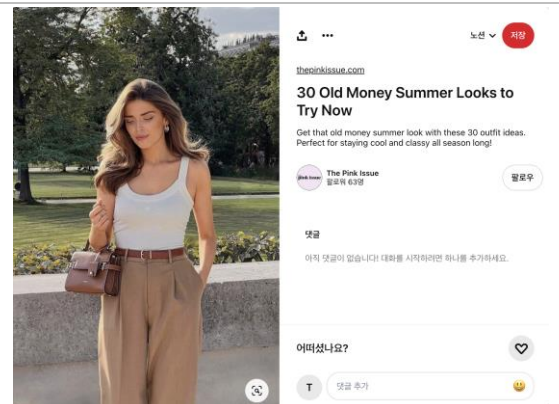
자료: Pinterest, 유진투자증권

도표 8. 최근 트렌드 1 – Clean Girl



자료: Pinterest, 유진투자증권

도표 9. 최근 트렌드 2 – Old Money Look



자료: Pinterest, 유진투자증권

2. K 뷰티 수요의 종착역은 '스킨부스터'

화장품과 미용기기 수요, 미용의료까지 이어진다

들어는 봤나, 홈쥬란

홈쥬란은 Home 과 Rejuran 의 합성어로, 집에서 맞는 리쥬란을 뜻한다. PDRN 성분의 에센스 혹은 크림과 리들샷을 1:1 로 섞어 바르는 방법인데, 리들샷의 시카 니들로 인한 피부의 미세 구멍을 통해 PDRN(Polydeoxyribonucleotide) 성분을 흡수시키는 원리다. 피부 재생에 효과가 있어 홈케어에 관심이 많은 소비자들이 홈쥬란을 애용하고 있다. 피부과 시술 만큼의 임팩트는 없지만, 꾸준한 피부 관리를 위한 새로운 트렌드로 자리매김하고 있다.

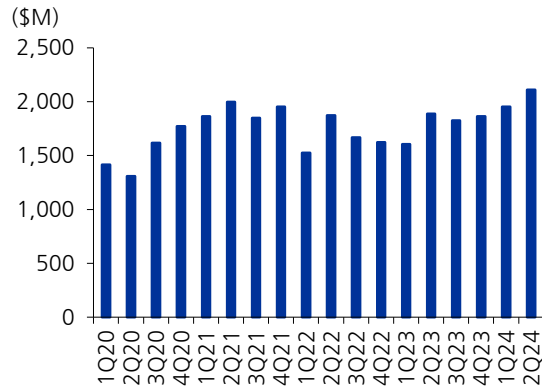
도표 10. 홈쥬란 = 리쥬비넥스(PDRN) + 리들샷



자료: 약학정보원, 브이티, 유진투자증권

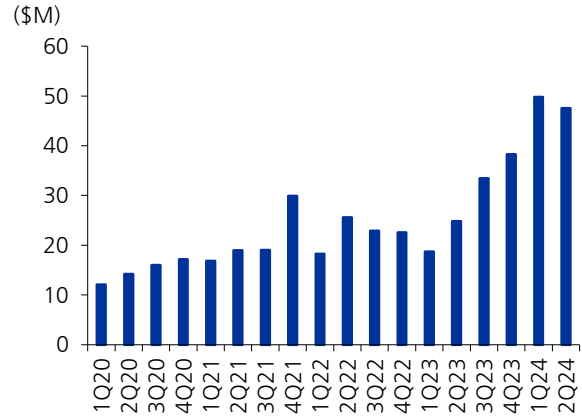
홈쥬란 사례를 통해서 엿볼 수 있듯, 소비자들은 기능성 화장품만으로는 피부 개선에 부족함을 느끼고 있다. (사실 당연하다) 홈케어만으로 좀 더 시술에 가까운 효과를 원하고 있고, 이는 홈디바이스 수요 증가에 영향을 주었으며, 결국에는 미용의료 수요에도 영향을 줄 수 밖에 없다. 실제로 화장품 수출 증가에 이어 뷰티 디바이스 및 미용의료기기 수출의 증가세가 이어지고 있다. 그렇다고 화장품이나 미용기기의 수요가 전부 이전된다는 것은 아니다. 일반적으로 기능성 화장품 > 디바이스 > 피부과 시술 > 피부 재생/관리를 위한 기초케어 루틴이 선순환되기 때문에, 케어와 시술 간의 시너지 효과는 지속적으로 발생한다.

도표 11. 화장품 수출금액 추이



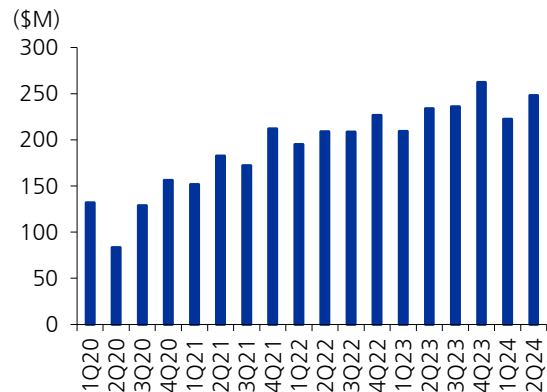
자료: TRASS, 유진투자증권

도표 12. 뷰티 디바이스 수출금액 추이



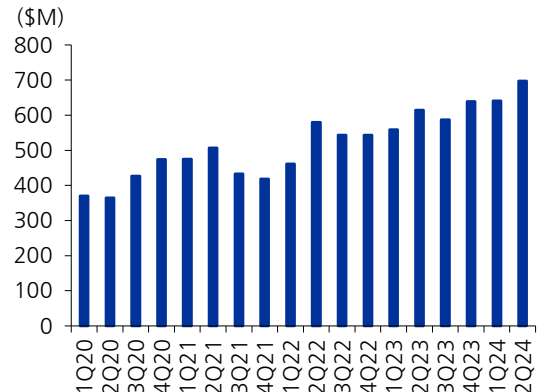
자료: TRASS, 유진투자증권

도표 13. 미용의료기기 수출금액 추이



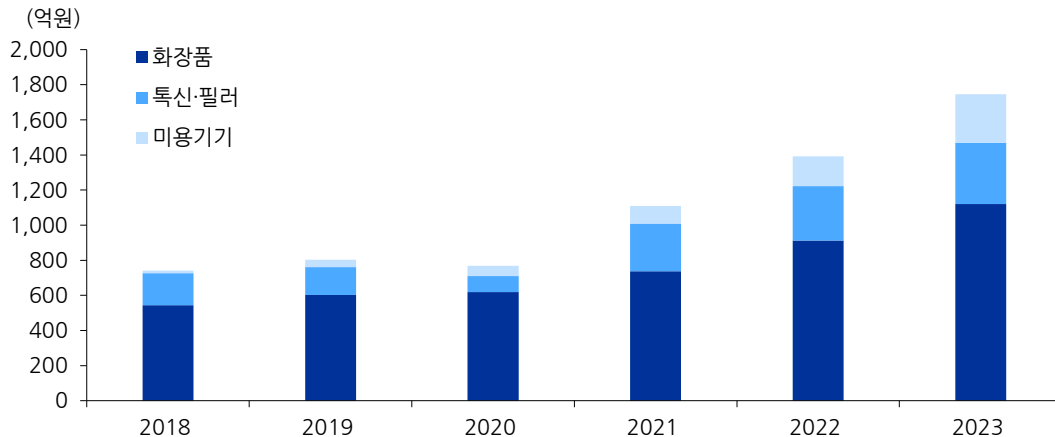
자료: TRASS, 유진투자증권

도표 14. 특신, 필러, 스킨부스터 수출금액 추이



자료: TRASS, 유진투자증권

도표 15. 국내 화장품, 미용기기, 특신/필러 연간 영업이익 추이



자료: Quantwise, 유진투자증권

주 1) 화장품 기업: 실리콘투, 아모레퍼시픽, LG 생활건강, 코스맥스, 한국콜마, 코스메카코리아, 브이티, 아이패밀리에스씨 등 12개 기업

주 2) 미용기기 기업: 에이피알, 클래시스, 원텍, 제이시스메디칼

주 3) 미용의료 기업: 파마리서치, 휴젤, 대웅제약, 메디톡스

도표 16. 월별·품목별 수출 규모(천달러)

주요기업	2024.07	2023.07	YoY(%)	2024.06	QoQ(%)	위치
특신	30,553	26,486	15.4	37,463	-18.4	
대웅제약	11,590	10,557	9.8	11,790	-1.7	화성시
휴젤	8,330	5,090	63.7	10,028	-16.9	춘천시
미용의료기기	76,770	73,553	4.4	92,460	-17.0	
클래시스	9,575	7,603	23.3	10,672	-10.3	강남구
제이시스메디칼	10,084	10,020	16.9	10,883	-7.3	금천구
루트로닉	13,455	11,038	-3.9	10,538	27.7	고양시
원텍	7,992	6,753	23.9	4,958	61.2	유성구
필러	189,909	154,403	23.0	196,794	-3.5	
파마리서치	2,409	1,315	15.6	1,887	27.7	강릉시
휴젤	7,324	5,664	40.4	8,646	-15.3	춘천시
홈뷰티	18,407	8,244	91.4	11,564	59.2	
에이피알	18,407	8,244	91.4	11,564	59.2	-

자료: TRASS, 유진투자증권

주 1) 7월 데이터는 1~31 일까지의 잠정치

도표 17. 분기별·품목별 수출 규모(천달러)

주요기업	2Q24	2Q23	YoY(%)	1Q24	QoQ(%)	위치
특신	106,244	90,751	17.1	87,962	20.8	
대웅제약	33,730	23,194	45.4	26,745	26.1	화성시
휴젤	22,780	14,607	56.0	12,084	88.5	춘천시
미용의료기기	248,010	233,784	6.1	222,364	11.5	
클래시스	31,107	25,222	23.3	27,411	13.5	강남구
제이시스메디칼	31,902	27,292	16.9	31,927	-0.1	금천구
루트로닉	35,579	37,028	-3.9	30,779	15.6	고양시
원텍	18,337	14,802	23.9	16,678	9.9	유성구
필러	591,157	523,440	12.9	553,082	6.9	
파마리서치	5,911	5,112	15.6	4,302	37.4	강릉시
휴젤	23,342	16,631	40.4	19,600	19.1	춘천시
홈뷰티	47,498	24,818	91.4	49,805	-4.6	
에이피알	47,498	24,818	91.4	49,805	-4.6	-

자료: TRASS, 유진투자증권

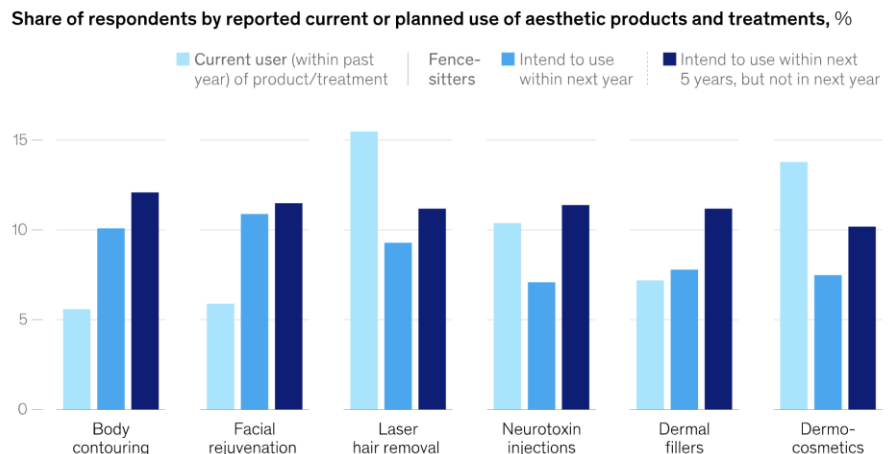
스킨케어 수요는 결국 스킨부스터로 간다

2023년 말 ~ 2024년 '올드머니 룩'과 함께 '클린 걸' 메이크업이 국내외 큰 트렌드로 자리잡으며 건강하고 윤기나는 피부가 특히 주목을 받기 시작했다. SNS에 넓은 모공과 칙칙한 피부색을 드러내지 않기 위해 더 세심한 관리가 필요해졌지만, 스킨케어만으로는 탄탄하고 윤기나는 피부를 만드는 것이 불가능에 가깝다. 미용의료 기술과 꾸준한 스킨케어의 조합만이 결점 없는 완벽한 피부를 만들어낼 수 있다. 때문에 현재 스킨케어 수요는 결국 피부를 근본적으로 건강하게 하는 '스킨부스터' 수요로 이어질 수 밖에 없다.

Mckinsey에서 2022년 미국 소비자를 대상으로 한 향후 미용의료 기술 계획 설문 결과, Dermal Filler(스킨부스터), Facial Rejuvenation의 미래 수요가 꾸준히 증가하는 것으로 나타났다. 1년 내 시술을 받은 적이 있다는 응답자보다 12개월 내, 5년 내 스킨부스터 시술을 받을 계획이 있다는 응답자가 더 많았는데, 이는 향후 수요가 꾸준히 증가할 수 있다는 것을 의미한다. 따라서, 재생에 기반한 스킨부스터 시장은 성장 잠재력이 매우 높은 시장 초입에 있다고 판단한다.

슬로우 에이징과 Prejuvenation이 미용시장의 큰 화두로 떠오르고 있다는 점 역시 비침습이나 최소침습 시술의 수요를 증가시키는 요인으로 자리잡고 있다. 미용시술을 받는 연령대가 점차 낮아지고, 시술 빈도가 증가하고 있어 침습시술에 대한 니즈가 감소하기 때문이다. 미국의 미용시술 연령 분포를 살펴보면, 18~34세가 26%, 35~54세가 52%를 차지할 정도로, Prejuvenation이 대세 트렌드임을 확인할 수 있다.

도표 18. 미국 소비자들의 향후 미용의료 기술 계획



자료: Mckinsey, 유진투자증권

3. 시장의 성장은 확실합니다

미국이 심상치 않다

Medspa(Medical Spa)의 고성장

미국은 스킨부스터 점유율이 40%에 육박하는 가장 큰 시장이다. 미국 시장의 성장이 나머지 글로벌 전체 성장만큼이나 중요하다.

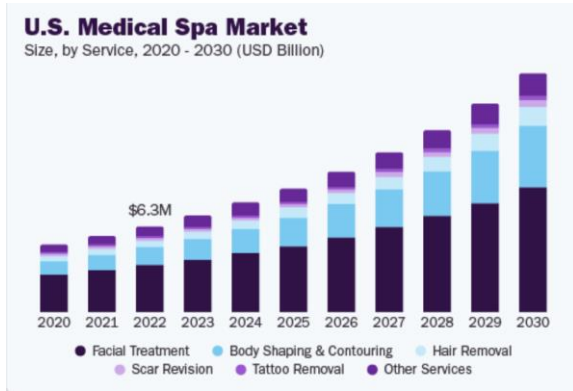
미국 미용의료 시장에 대해 이해하기 위해서는, 대부분의 비침습 시술이 이루어지는 Medspa (Medical Spa)를 먼저 살펴 보아야 한다. 2023 년 기준 미국에는 약 10,488 개의 메드스파가 있으며, 약 \$18.7B 의 수익을 창출했다. '24 년부터 '30 년까지 CAGR 13.9% 수준의 성장을 전망하는데, 이미 70% 이상의 지역에서는 메드스파 수가 전문병원의 수를 넘어섰다. 한국에서는 주사 시술을 위해 최소 일반의~전문의 면허가 필요하지만, 메드스파에서는 면허를 가진 의사가 아니어도 시술이 가능하며, RN(공인간호사) 부터 주사 시술이 가능하다. 한국과 비교했을 때 시술 제약이 적은 탓에 미국 전역으로 메드스파가 유행처럼 번지는 중이다.

최근 PE 의 메드스파 투자 및 매각 역시 활발하게 일어나고 있다. 주사시술 중심의 메드스파 체인인 Princeton Medspa Partners 는 올해 6 월 BCP Partner 로 부터 \$120M 달러를 조달했으며, Sun Acquisitions 는 Trouville Med Spa 를 MSP 에 매각하였다. 이는 수익성과 성장성이 훌륭한 메드스파를 대형 프랜차이즈화하려는 의도로 해석된다.

Medspa 전체 시술의 70% 이상이 주사시술

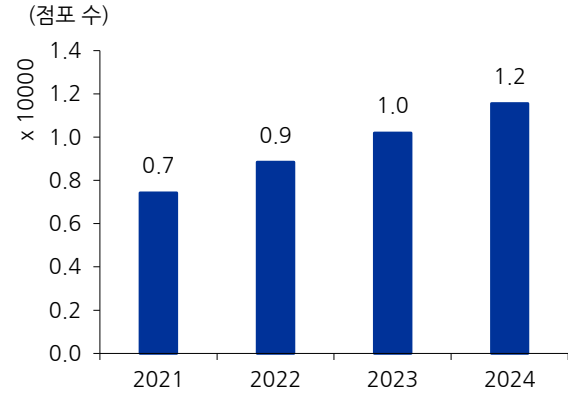
2024 년 최신 메드스파 시술에 대한 설문 결과를 살펴보면, 82%의 소비자들이 보톡스와 필러 등의 주사 시술(Facial Injectable)을 받는다고 응답했다. 비침습 미용시술만 따로 떼어 놓고 보면, 독신과 HA 등 주사시술이 70% 이상의 비율을 차지하고 있으며 EBD(Energy Based Device) 등 타이팅 시술은 비침습 전체 시술의 6%수준이다. 미국시장은 절대적으로 독신, 필러 등 주사시술 수요가 높은 시장이기 때문에 스킨부스터 역시 무난하게 시장에 안착할 것으로 보인다.

도표 19. US 메드스파 시장 전망치



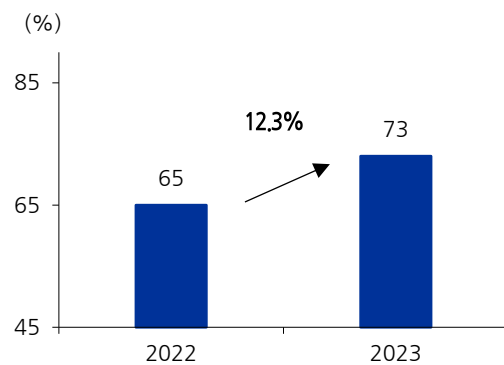
자료: GVR, 유진투자증권

도표 20. US 메드스파 개점 추이



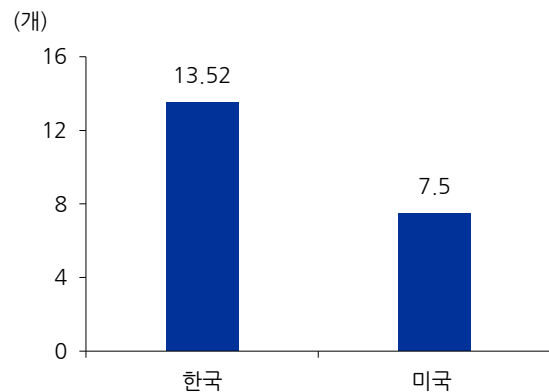
자료: Amspa, 언론보도, 유진투자증권

도표 21. 메드스파 재방문률 증가추세



자료: Amspa, 유진투자증권

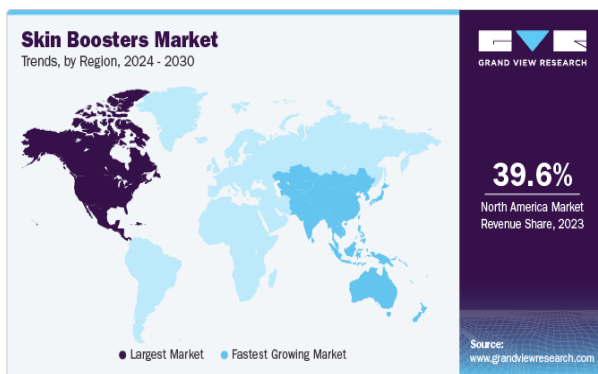
도표 22. 인구 대비 피부과, 메드스파 비율 추정



자료: 유진투자증권

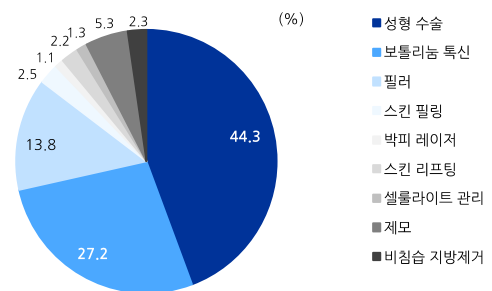
주 1) 한국은 피부과 수, 미국은 피부과+메드스파 수 적용
주 2) 10만명 당 피부과 및 메드스파 수를 추정하였음

도표 23. 북미 시장 스킨부스터 점유율



자료: GVR, 유진투자증권

도표 24. 미용시술 비중



자료: ISAPS, 유진투자증권

US Medspa 협회가 선정한 2024 대표 트렌드는 '스킨부스터'

미국 메드스파 협회인 AmSpa(American Med Spa Association)에 따르면, Galderma 의 Sculptra 와 Merz Aesthetics 의 Radiesse 등 스킨부스터(정확히는 Biostimulator)는 2024 년 가장 인기 있는 시술 트렌드로 자리를 잡았다. 이미 Amspa 2024 년 전망 보고서에서도 언급되었지만, 스킨부스터의 경우 전문가들이 향후 5 년 안에 매우 인기있는 시술이 될 것으로 예상하고 있다. Sculptra, Radiesse 와 같은 스킨부스터는 콜라겐 생성을 자극하여 시간이 지남에 따라 피부 부질감, 볼륨 및 탄력도를 향상시키는데 큰 효과가 있다. 즉각적으로 눈에 띄게 효과가 나타나는 필러와 달리 점진적으로 피부 자체의 재생을 촉진하기 때문에 슬로우 에이징이라는 트렌드와 떼어 놓을 수 없는 시술이다. 극적으로 변하는 것보다 자연스러운 피부개선을 원하는 요즘 환자들에게 엄청난 대안이 되고 있다. 특히 초기 부스팅 시술(일반적으로 3 회) 이후 약 2 년 가까이 효과가 지속되기 때문에 더 인기가 있을 수 밖에 없다.

이보다 놀라운 사실은, 미국에서는 지방 감소로 인한 탄력 저하에 '바디(Body)' 스킨부스터 시술이 이루어지고 있다는 것이다. 미국은 얼굴 시술만큼이나 Body Contouring 에도 관심이 많기 때문에, 얼굴에 더해 Body 수요 성장까지 기대해 볼 수 있다.

도표 25. 재생의학 및 생체자극 스킨부스터가 인기를 끌고 있음

Regenerative medicine and biostimulators

Regenerative medicine continues to gain momentum, with biostimulators such as Galderma's Sculptra and Merz Aesthetics' Radiesse leading the charge. These treatments harness the body's natural healing processes to rejuvenate the skin, offering a more organic approach to aesthetic enhancement.

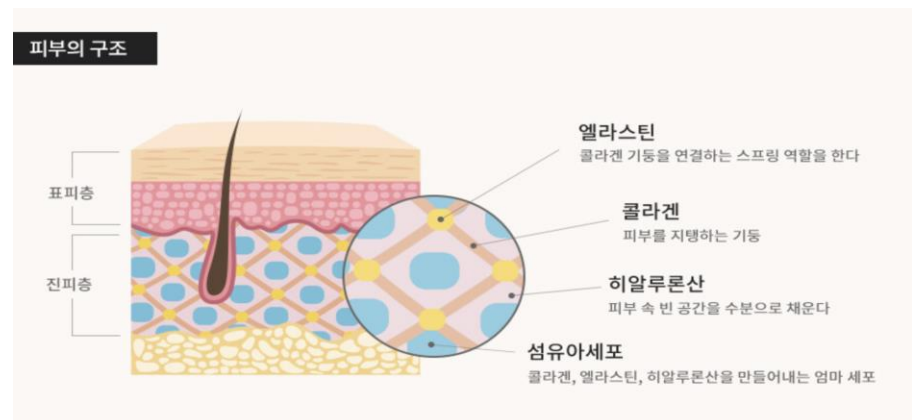
자료: AmSpa, 유진투자증권

혁신적인 제품과 만족하는 환자

스킨부스터 전격 해부 - 재생, 재생, 그리고 재생!

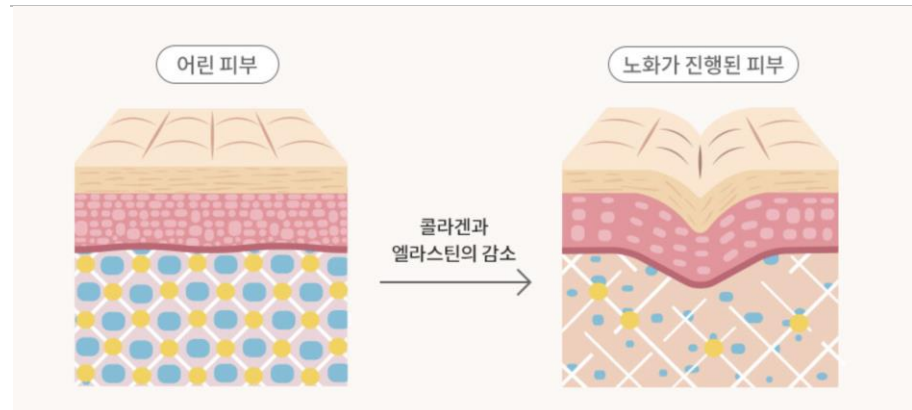
스킨부스터 작용에 대해 살펴보기 위해서는 피부의 진피층에 대한 기본적 이해가 필요하다. 우리의 피부는 표피와 진피, 피하지방 3개의 층으로 구성되어 있는데, 스킨부스터의 작용은 진피층에서 일어난다. 진피는 크게 세포와 세포를 둘러싸고 있는 세포외기질(ECM)로 이루어져 있고, 진피 구성의 대표적 세포로는 섬유아세포가 있다. ECM은 세포와 세포 틈을 채우는 바탕질로, 세포들이 정상적으로 활동할 수 있는 환경을 제공하며, 섬유아세포에서는 콜라겐, 엘라스틴, 히알루론산 등이 생성된다. 스킨부스터는 진피를 구성하고 있는 물질을 직접 주입하거나 섬유아세포를 자극하는 자극제를 투입하는 기술이다.

도표 26. 피부의 구조 - 진피 구성성분



자료: 뉴트리물, 유진투자증권

도표 27. 피부노화의 원인



자료: 뉴트리물, 유진투자증권

스킨부스터는 주름완화, 볼륨 개선, 피부 결 개선 등 전반적인 피부재생을 위해 사용되는 주사제로, 아직까지는 카테고리가 명확하게 구분되어 있지 않다. 지금 으로서는 진피층을 개선시키는 재생에 기반한 Dermal Filler, Bio-stimulator 를 스킨부스터로 간주할 수 있다. 수분감 개선은 물론 피부 볼륨 형성에도 큰 효과가 있어 필러의 충분한 대체재가 될 수 있을 것으로 기대된다. 2023 년 FDA 에서 승인한 스킨부스터 제제 4 개 중 3 개는 흡수성, 1 개는 비흡수성 물질인데, 흡수되는 제제로는 Hyaluronic Acid(HA), Calcium hydroxylapatite(CaHA), Poly-L-lactic acid(PLLA)가 있고, 비흡수 제제로는 Polymethylmethacrylate beads (PMMA)가 있다

HA 제제의 경우 피부의 수분과 볼륨 유지에 큰 도움이 된다. HA 는 세포외기질에서 많은 부분을 차지하는 구성요소로, 피부노화에 직접적인 영향을 미친다. 히알루론산 스킨부스터는 HA 의 직접적 공급에 더해 섬유아세포를 자극해서 새로운 콜라겐이 생성되도록 도우며, 일반적으로 약 6~12 개월 정도 지속된다. HA 제제 중 최근 대표적인 제품은 Allergan 의 Skinvive(Juvederm)로, 미국에서 출시 후 글로벌에서는 두번째, 아시아에서는 첫번째로 한국에 출시되었다. 한국 피부과에서는 리쥬란 2: 스킨바이브 1 의 비율로 시술하는 경우가 많다.

도표 28. FDA 승인 Dermal Filler 제제와 주요제품

구분	효과	제품명	제조사
HA	건조함 및 볼륨 개선	Juvederm	Allergan
		Restylane	Allergan
		Hydrelle	Anika Thera
		Revanesse	Prollenium
		Belotero	Merz
CaHA	깊은 주름용, 얼굴윤곽 개선	Radiesse	Merz
PLLA	전반적 볼륨 개선	Sculptra	Galderma

자료: FDA, 유진투자증권

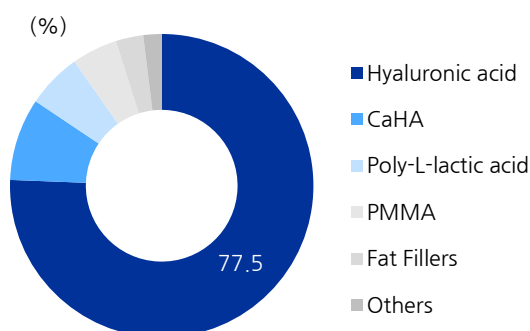
PLLA 는 과거 에이즈 환자의 얼굴볼륨 감소 치료제로 FDA 승인을 받은 바 있다. PLA 입자는 자가 콜라겐 합성을 유도하여 새살이 차오르고 볼륨이 생기게 하는데 특히 효과가 있는데, 대표 제품으로는 Galderma 의 Sculptra 가 있다. 스컬트라는 PLLA + PDLA(PLA) 조합으로 이루어져 있는데, PLLA 는 입자모양이 불규칙하고 뾰족해서 조직이 뭉치는 현상이 발생할 수 있으나, 지속력이 길고 볼륨개선 효과가 매우 뛰어나다. 파우더의 수화 과정 및 의사의 테크닉에 따라 시술 결과가 크게 달라질 수 있다. PDLA 의 경우 동그란 모양의 입자로, 입자가 부드럽고 쉽게 부서지는 특징이 있다. 유지 기간이 짧은 대신 뭉침 현상이 적고, 흉터와 전반적 피부개선에 효과적이다.

CaHA 부스터는 뼈와 치아에 존재하는 미네랄 성분으로 시술 후 12~18 개월 정도 효과가 지속된다. 깊은 주름을 채우는 데 효과적이기 때문에 이마주름 등에 많이 쓰이며, 특히 손등 볼륨을 개선하기 위해 시술하는 경우가 많다. Radiesse 가 가장 널리 알려진 CaHA 부스터다.

마지막으로, PN 은 한국에서 가장 인기있는 스킨부스터 제제로, 아직 FDA 승인을 받지 못했다. PDRN은 연어 정자 DNA로부터 추출한 혼합물로 항염효과와 퇴행성 관절염, 당뇨병 궤양 등에 효과가 있는 반면, PN은 연어와 송어의 생식샘에서 추출한 고분자량 DNA 사슬로 PDRN 보다 점성이 높고, 지속력이 길다. 경력 7 년 이상의 한국 피부과 의사 중 88%가 시술한 만큼, PN 은 한국 의사들 사이에서도 매우 인기있는 스킨부스터다. 재미있는 사실은 한국의사들은 HA 보다 PN 경험이 더 많았다. PN 의 효과가 한국에서만 유효할 리가 없기 때문에 이제 PN의 글로벌 확장에 주목해야 한다.

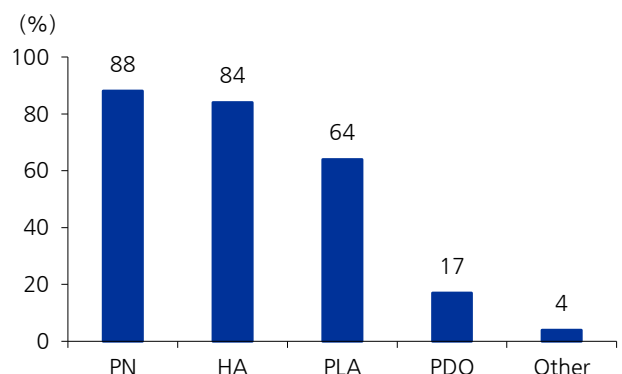
주) A survey on the cosmetic use of injectable polynucleotide: The pattern of practice among Korean Dermatologists(13 Dec 2023)

도표 29. Global - Dermal Filler 시술 비중



자료: Fortune Business Insight, 유진투자증권

도표 30. 한국 - 의사별 스킨부스터 시술 경험



자료: JCD, 유진투자증권

도표31. Sculptra 시술 6개월 후 변화

ANNA, 43 | 6 VIALS

Treated with Sculptra® 5 mL reconstitution. Photos courtesy of Richard Swift, Jr., MD.



BEFORE



4 MONTHS AFTER



6 MONTHS AFTER

HYDI, 50 | 6 VIALS

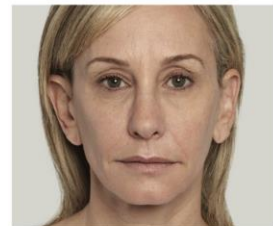
Treated with Sculptra® 5 mL reconstitution. Photos courtesy of Richard Swift, Jr., MD.



BEFORE



4 MONTHS AFTER



6 MONTHS AFTER

자료: Sculptra Aesthetic, 유진투자증권

도표32. Radiesse 시술 전후

LeAnne, 47

RESULTS AFTER 2 WEEKS



*Treatment volume: 1 syringe (1.5 cc) per hand. Individual results may vary. Unretouched photos of actual patient.

자료: Institute of Dermatologist, 유진투자증권

도표33. Body 볼륨을 위한 PLLA 필러



자료: Devolux, 유진투자증권

줄기세포, 이제 스킨부스터에 양보하세요

줄기세포를 스킨부스터로 맞는 시대가 왔다. 지금까지 HA, PLLA, PN 등 다양한 성분의 스킨부스터가 출시되었지만, 지방줄기세포(SVF) 스킨부스터는 조금 생소하다.

한국의 비상장 기업인 모닛셀에서는 올해 SVF 스킨부스터 상용화를 준비 중이다. 줄기세포에는 크게 골수줄기세포(BMAC)와 지방줄기세포(SVF)가 있는데, SVF가 BMAC 보다 중간엽줄기세포(MSCs) 추출량이 100 배~1,000 배 정도 많아, SVF 주사치료의 효과를 보는 환자들이 증가했다.

SVF주사는 주로 2-3기 무릎 골관절염 및 3-4기 연골손상 환자를 대상으로 하는 지방줄기세포 주사인데, 자가 지방을 이용하기 때문에 부작용 위험성이 낮다는 특징이 있어 주목을 받고 있다. 모닛셀에서는 MSCs의 뛰어난 분화능력과 인자 분비 능력을 스킨부스터로 활용할 계획이다. SVF 스킨부스터를 맞기 위해서는 크게 지방흡입/LAMS, 줄기세포 추출, banking 및 해동, 스킨부스터 시술이 모두 가능해야 하는데, 모닛셀의 경우 모회사(보유지분 60%)가 '365mc-지방흡입 전문 병원'이기 때문에 전 단계의 시술을 안정적으로 진행할 수 있다.

도표 34. 지방 흡입~스킨부스터 시술까지 가능한 모닛셀 x 365mc



자료: Monitcell, 유진투자증권

부록: 스킨부스터 무물합니다

아래는 스킨부스터 시술 후 매우 만족감을 느껴 보고서까지 쓰게 된 저의 스킨부스터 시술에 대한 무물(무엇이든 물어보세요)입니다. 남성 투자자분들이 실제로 스킨부스터 후기를 많이 궁금해하셔서 부록으로 작성해 보았습니다. 투자자로서 궁금해 하실 내용들을 담았으니, 저의 경험이 많은 도움이 되기를 바랍니다.

1. 언제, 어떤 스킨부스터 시술을 받았나요, 왜 그 시술을 선택하셨죠?

2년 6개월 전 쯤, Galderma의 Sculptra 시술을 받았습니다. 인생 첫 시술이었고 3달 동안 한 달 간격으로 3번의 시술을 받았습니다. 당시 30살이 넘어 노화가 시작된 이슈 + 5kg 이상의 감량으로 볼꺼짐 발생 + 팔자주름 고민으로 병원을 찾아갔습니다. 병원에 가기 전 고려했던 시술은 팔자주름 필러와 에너지 기반의 탄력 시술이었습니다.

제 고민을 찬찬히 들으시던 원장님께서서는 예상을 뛰어넘고 스컬트라를 추천해주셨습니다. 생소한 이름이었지만, 원장님의 설명이 너무나 인상적이어서 바로 스컬트라를 맞게 되었습니다.

“필러처럼 꺼진 부위를 채워주는데, 인위적인 물질이 얼굴에 머무는 것이 아니다. 환자분 얼굴의 자체 콜라겐이 차오를 수 있게 일종의 자극제를 투여하는 방식이고, 주사액은 다 녹아 없어진다. 볼꺼짐은 물론 피부결 향상에도 효과가 있다. 전반적으로 피부가 좋아진다.”

받지 않을 수가 없었습니다.

2. 시술은 어떤 방식으로 진행되나요?

시술실에 들어가기 전까지 정확히 어떤 아픔이 펼쳐질지는 저도 몰랐습니다. 입술 양쪽에 정말 미세한 주사 바늘 정도만 남는다는 설명을 들었고, 그 정도는 문제 없다고 생각했습니다. 그런데 그 구멍을 통해 아주 기다란 캐놀라를 저의 얼굴에 두드득 두드득 넣으시면서 물질을 도포해 주셨습니다.(스컬트라는 피하지방과 진피 사이에 주입합니다) 첫 느낌이 좋지는 않았지만, 그렇다고 고통이 심하지도 않았습니다. 아마도 리도카인이 섞여있었던 것 같습니다.

바늘이 피하로 납작하게 들어가는 시술이어서 생각보다 의사의 시술역량이 매우 중요해 보였습니다. 하지만 베테랑 원장님께서서는 제가 불안하지 않도록 능숙하

게 시술을 해주셨습니다. 이 병원은 지금 예약 대기만 두 달이어서 이제 갈 수가 없습니다.

3. 시술 후 만족도는 어땠나요?

일단 시술 후 2 주까지는 달라진 게 아무것도 없었습니다. 이거 또 약장수에게 당했나 의심이 들때부터 얼굴이 팽팽하게 차오릅니다. 거짓말처럼 피부결도 좋아지고, 안색도 밝아집니다. 결론만 말씀드리면 대만족이었습니다. 필러처럼 인위적이지 않고 정말 자연스럽습니다. 지구상에 이런 물질이 존재한다는 것에 충격을 받았습니다. 뽕뽕한 얼굴 볼륨을 좋아하는 미국 언니들은 다른 리쥬란과 섞어서 맞으시거나 용량을 늘리시면 필러와 효과가 비슷할 것 같습니다. 저는 시술 이후 얼굴이 좋아졌다는 말을 정말 많이 들었습니다. 얼굴에 뭘 한지는 아무도 알아보지 못해서 속으로 흐뭇했던 기억이 납니다. 100% 재시술 의사가 있습니다.

효과는 그 때부터 약 2 년간 지속되었고, 지금은 저의 콜라겐들이 모두 사라졌지만 괜찮습니다. 저는 또 다른 시술을 고민해볼 수 있게 되었습니다.

4. 다음 시술은 무엇을 고민하시나요?

고민하고 있는 시술은 역시 스킨부스터입니다. 잔주름이 살짝 보이고 곧 겨울이 오니 다음번엔 리쥬란을 맞고 싶습니다. 사실 가장 많은 추천을 받았습니다. 두 번째로는 아무래도 이제 30대 중반에 걸치기 시작했기 때문에 전반적인 탄력 시술(올썬라)이 필요할 것 같습니다. 하지만 막상 병원에 가면 무슨 신박한 치료를 해주실지 또 모르는 일입니다. 기회가 된다면 모닛셀의 SVF 도 한번 맞아보고 싶습니다.

5. 주변에서 스킨부스터 시술을 많이 받나요?

저의 가장 가까운 지인 중에 스킨부스터 광인이 있습니다. 늘 신제품 소식과 시술 후기를 전해줍니다. 여성 지인의 절반 정도는 이미 스킨부스터를 맞은 것(혹은 맞은 것) 같고, 나머지 절반 정도는 관심이 있다고 대답했습니다. 맞은 사람 중에서는 리쥬란이 가장 많았습니다. 최근에는 엑소좀(배양액)도 인기가 많습니다. 미관상 맞기도 하지만 정말 심각한 건조증을 호소하는 지인들은 치료의 목적으로 맞기도 합니다.

기업분석

파마리서치 (214450)

BUY(신규) / TP 235,000 원

강력한 실적, 더 강력한 모멘텀

파마리서치 (214450)

강력한 실적, 더 강력한 모멘텀

투자의견

BUY(신규)

목표주가

235,000 원(신규)

현재주가

166,900 원(08/07)

시가총액

1,745 (십억원)

코스닥벤처 조태나_02)368-6174_ tena@eugenefn.com

- 2분기 영업이익 308억원으로 전년비 30% 증가하며 시장 예상(297억원)을 상회. 주가는 실적 발표 이후에도 강하게 상승세를 이어가며 전일대비 +14.94%로 마감. 미용의료기기 주가 전반적으로 실적에 안정감을 느끼며 강세. 최근 주요 화장품 기업의 실적쇼크로 K-뷰티에 대한センチ가 미용의료기기 쪽으로 돌아서고 있다는 판단.
- 동사는 미용의료기기 Peer 사이에서도 이익률과 이익성장률이 돋보이나, 아직까지 충분한 멀티플을 받지 못하고 있음. 최근 2일간 주가가 급등했음에도 불구하고 '25년 예상이익 기준 PER 14배 수준. 국내외 Peer 기업의 '25년 예상 이익 대비 평균 멀티플이 25배인 것을 고려하면 상당한 밸류에이션 매력을 보유.
- 리쥬란의 강력한 브랜드 파워로, 의약품 및 화장품이 동반성장 중. 신규 진출 국가의 프로모션 진행하며 리쥬란의 브랜드 파워는 더욱 거세질 것. 유럽과 미국 시장 진출 적극적 모색하고 있고, 구체적인 전략은 하반기에 제시될 것으로 기대. 미국시장은 전체 스킨부스터 시장 점유율의 절반 가까이를 차지하는 시장.

주가(원,8/7)	166,900
시가총액(십억원)	1,745

발행주식수	10,453천주
52주 최고가	168,700원
최저가	86,800원
52주 일간 Beta	-0.78
60일 일평균거래대금	317억원
외국인 지분율	7.9%
배당수익률(2020F)	0.0%

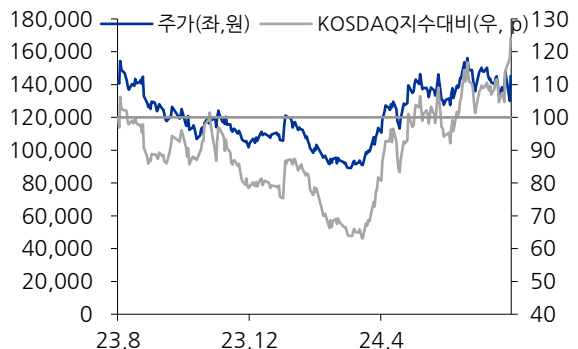
주주구성	
정상수 (외 10인)	38.4%
국민연금공단 (외 1인)	5.8%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	31.6	74.7	37.0
절대기준	19.9	66.9	20.3

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	-	신규
목표주가	235,000	-	신규
영업이익(24)	122.9	-	신규
영업이익(25)	161.5	-	신규

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E
매출액	194.8	261.0	341.4	449.8
영업이익	65.9	92.3	122.9	161.5
세전손익	-10.7	3.7	-9.5	-0.5
당기순이익	43.4	77.3	95.5	124.7
EPS(원)	4,013	7,417	9,073	11,964
증감률(%)	(13.1)	84.8	22.3	31.9
PER(배)	17.4	14.8	18.6	14.1
ROE(%)	12.5	19.7	20.7	19.1
PBR(배)	2.1	2.6	3.3	2.8
EV/EBITDA(배)	8.3	9.9	12.3	10.4

자료: 유진투자증권



1. Valuation

투자의견 매수, 목표주가 23.5 만원 제시

파마리서치에 대해 투자의견 매수, 목표주가 23.5만원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12MF 지배주주순이익 1,114 억원에, 멀티플 22 배를 적용하였다.

12MF PER 22 배는 '23 년 태국향 초동물량이 발생하던 시기의 12MF 멀티플 18 배를 20% 할증한 수치다. 현재 동사는 중국과 동남아를 중심으로 의료기기 및 화장품 매출이 꾸준히 증가하고 있으며, 특히 '24 년 상반기에는 호주와 싱가포르 등 신규 국가향 수출 데이터가 급증하고 있다.

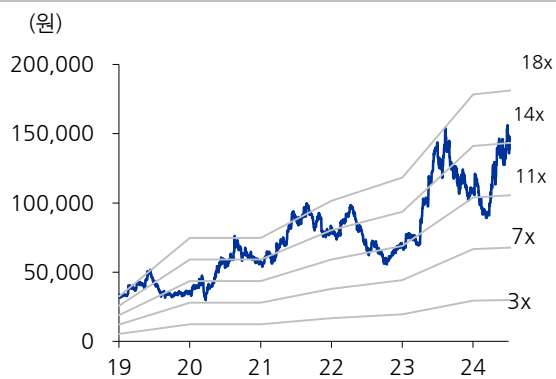
미국과 유럽 시장에 대한 전략이 구체화되면 여유로운 멀티플 리레이팅이 가능할 것으로 본다.

도표 35. 12MF PER Valuation

PER Valuation		
12MF 순이익	(십억원)	111.4
Target PER	배	22
목표 시가총액	(십억원)	2,450.8
발행주식수		10,452,790
목표 주가	(만원)	23.5

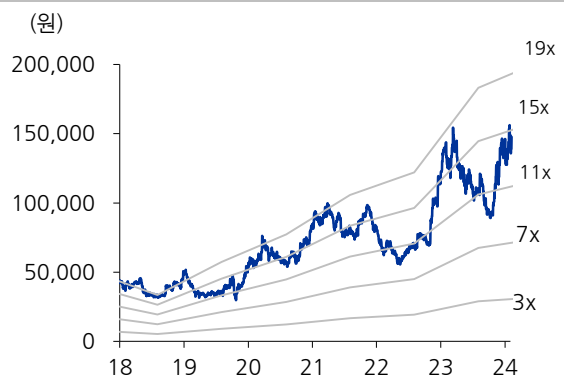
자료: 유진투자증권

도표 36. 12MF PER 밴드차트



자료: Quantwise, 유진투자증권

도표 37. 1FY PER 밴드차트



자료: Quantwise, 유진투자증권

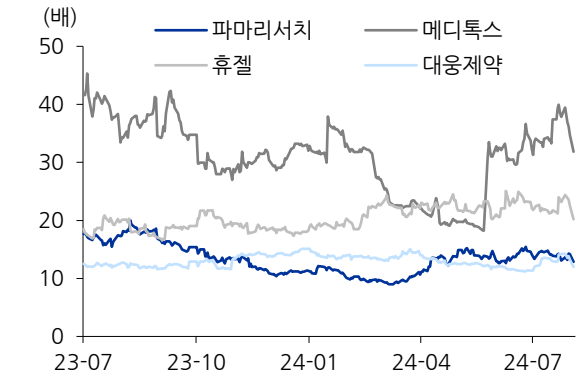
도표 38. 국내외 특신/필러 Peer Valuation

		파마리서치	휴젤	대웅제약	메디톡스	ABBVIE	GALDERMA
국가		KR	KR	KR	KR	US	SW
2024-08-07		166,900	255,000	129,400	174,900	185.7	81.3
시가총액(백만달러, 십억원)		1,744.6	3,214.0	1,499.3	1,276.8	327,939.3	19,334.5
매출액 (백만달러, 십억원)	FY22A	194.8	281.7	1,280.1	195.1	58,054.0	3,823.9
	FY23A	261.0	319.7	1,375.3	221.1	54,318.0	4,116.5
	FY24F	341.4	373.7	1,421.9	256.1	55,651.8	4,578.4
	FY25F	449.8	442.9	1,518.9	287.8	58,745.4	5,159.8
영업이익 (백만달러, 십억원)	FY22A	65.9	101.4	95.8	46.7	18,117.0	311.1
	FY23A	92.3	117.8	122.6	17.3	12,757.0	535.7
	FY24F	122.9	146.4	138.2	42.5	24,825.3	969.9
	FY25F	161.5	184.6	160.5	75.0	27,701.3	1,045.6
영업이익률 (%)	FY22A	33.8	36.0	7.5	23.9	31.2	8.1
	FY23A	35.3	36.8	8.9	7.8	23.5	13.0
	FY24F	36.0	39.2	9.7	16.6	44.6	21.2
	FY25F	35.9	41.7	10.6	26.1	47.2	20.3
영업이익 성장률 (%)	FY22A	25.6	6.0	8.0	35.3	1.1	17.8
	FY23A	40.0	16.2	28.0	-62.9	-29.6	72.2
	FY24F	32.9	24.3	12.7	145.3	94.6	81.1
	FY25F	32.1	26.1	16.1	76.5	11.6	7.8
PER (배)	FY22A	17.4	26.5	41.5	23.3	15.3	-
	FY23A	14.8	18.2	11.0	183.8	19.9	-
	FY24F	18.6	24.8	14.6	30.9	17.0	39.0
	FY25F	14.1	18.5	12.7	20.4	15.3	26.6

자료: Bloomberg, 유진투자증권

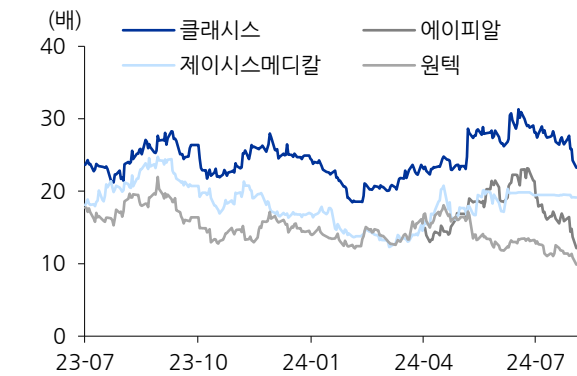
주: 파마리서치는 당사 추정치

도표 39. 국내 특신/필러 기업 12MF PER 추이



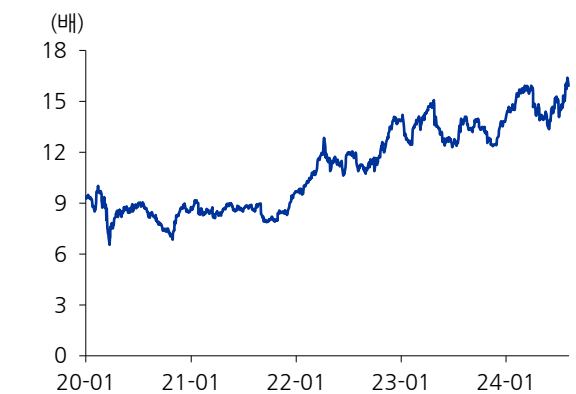
자료: Quantivise, 유진투자증권

도표 40. 국내 미용기기 기업 12MF PER 추이



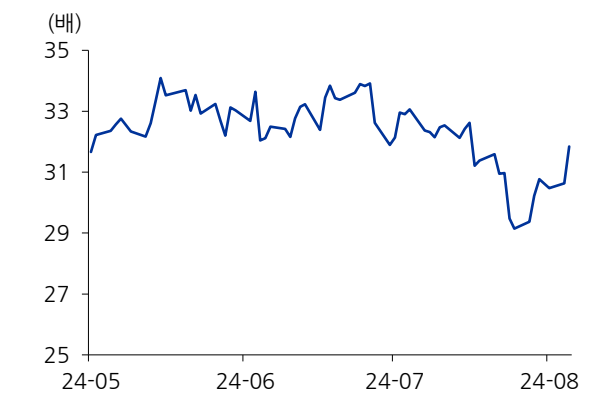
자료: Quantivise, 유진투자증권

도표 41. Abbvie 12MF PER 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 42. Galderma 12MF PER 추이



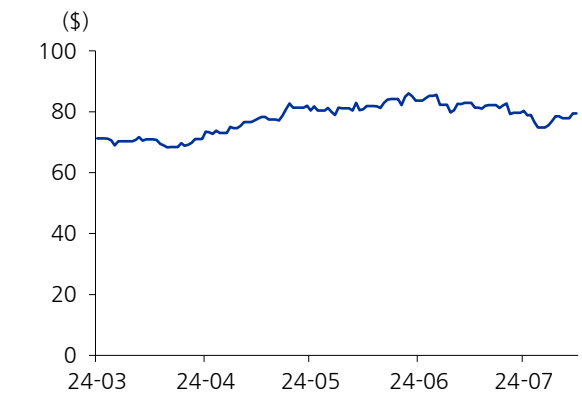
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 43. Abbvie 주가 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 44. Galderma 주가 추이('24년 3월 상장)



자료: Bloomberg, 유진투자증권

2. 투자포인트

계절성을 무시하고 달리는 실적

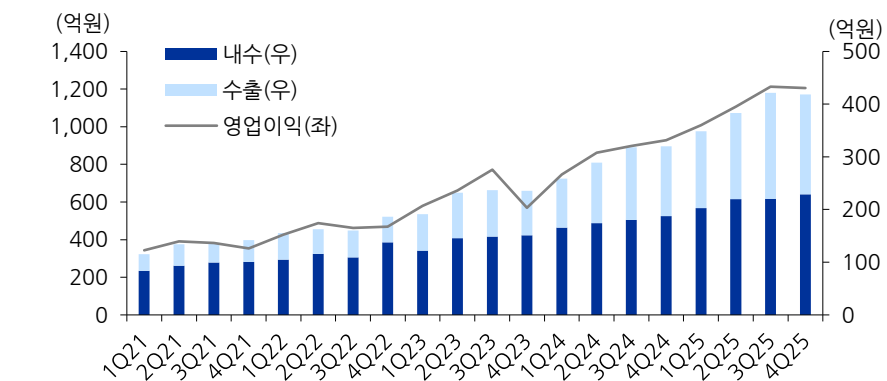
의약품, 의료기기, 화장품의 트리플 악셀

기본적으로 피부과 시술은 계절성이 짙다. 화장품과 마찬가지로. 그러나 2Q24 실적을 통해 확인했듯, 2분기 전체 매출액은 832.8억원으로 +25% YoY, +11% QoQ 증가하였다. 특히 수출을 중심으로 실적이 크게 개선되었는데 의약품은 85.2억원(+38% QoQ), 의료기기 116억원(+13% QoQ), 화장품이 24.8억원(+26% QoQ)으로 전분기 대비 수출액이 전부 증가했다.

동사의 의약품, 의료기기, 화장품 매출은 하나로 연결되어 있다. 의료기기(리쥘란)에서 시작된 일본과 동남아 수요 증가가 화장품 매출증가까지 이어지고 있다. 리쥘란 코스메틱의 경우 프리미엄 라인이기 때문에, 일반소비자들이 쉽게 접근하기 어려운 특성이 있지만 리쥘란 미용시술을 받아본 소비자 입장에서는 화장품의 구매까지 도달하는 것이 크게 어렵지 않다. 의약품 매출은 리앤톡스 수요 증가가 견인했는데, 의약품 매출 역시 리쥘란과 리쥘란 코스메틱의 브랜드 가치로 인한 매출 증가로 해석할 수 있다.

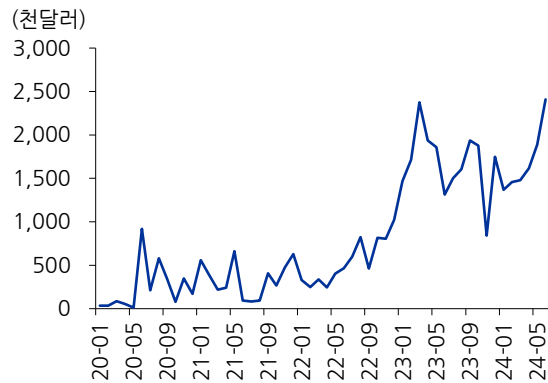
특히 의료기기 매출이 전분기 대비 30억 이상 증가했는데 대부분이 리쥘란 매출이었고, 리쥘란을 중심으로한 국내외 수요 모두 앞으로도 견조할 예정이다.

도표 45. 파마리서치 수출 및 영업이익 추이



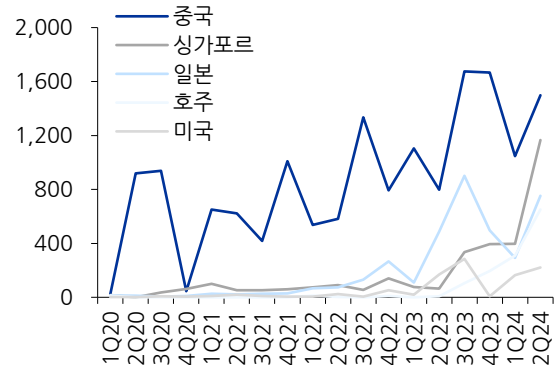
자료: Quantivise, 유진투자증권

도표 46. 파마리서치 월별 수출액



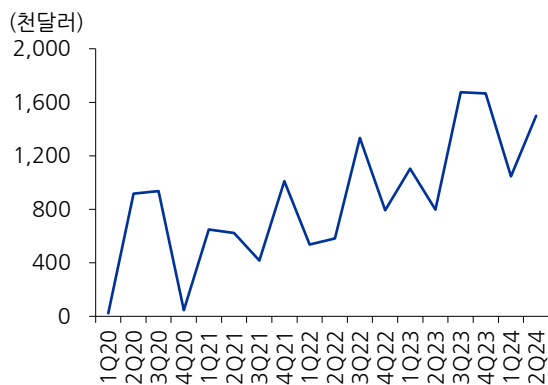
자료: TRASS, 유진투자증권

도표 47. 파마리서치 분기별·국가별 수출액



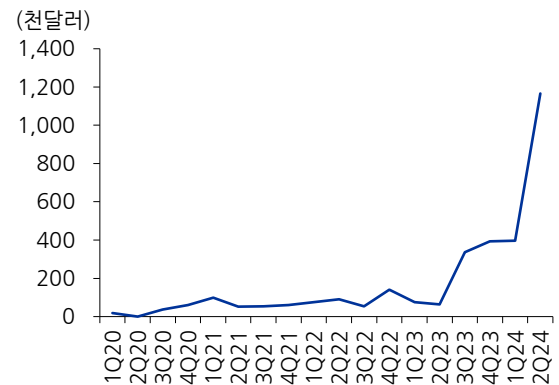
자료: TRASS, 유진투자증권

도표 48. 파마리서치 분기별 수출 - 중국



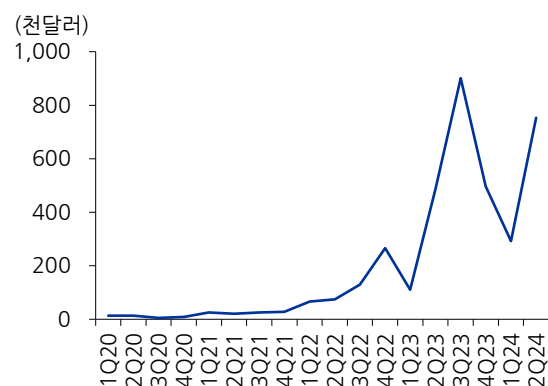
자료: TRASS, 유진투자증권

도표 49. 파마리서치 분기별 수출 - 싱가포르



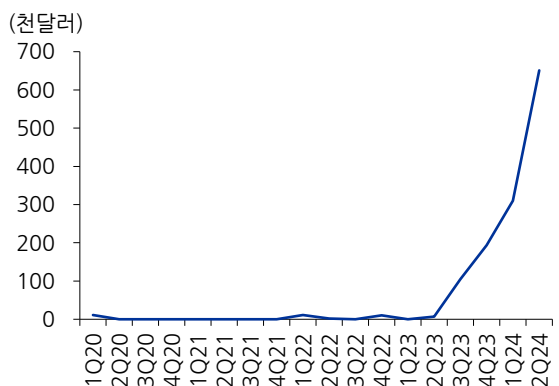
자료: TRASS, 유진투자증권

도표 50. 파마리서치 분기별 수출 - 일본



자료: TRASS, 유진투자증권

도표 51. 파마리서치 분기별 수출 - 호주



자료: TRASS, 유진투자증권

시장의 성장에 발을 맞추다

수요가 큰 시장으로 간다

리쥬란은 현재 호주와 아시아국가에 매출성장에 집중하고 있다. 빠른 시일 내 프로모션이 진행되며 매출이 확장될 수 있도록 준비중이다. 리쥬란의 최종 종착지는 일본, 유럽, 미국으로, 향후 5년~10년 간의 성장은 3개 지역이 중심이 될 것으로 예상된다. 지금은 종착지로 가기 위한 중간지점에 있으며, 단기적으로는 아시아와 노르딕, 중동 지역에 허가를 받으면서 매출 확장을 준비하고 있다.

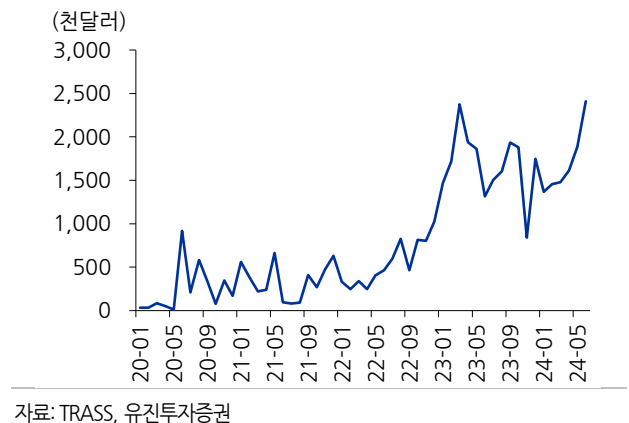
중국의 경우 2 분기 들어 성장이 주춤했는데, 중국시장 자체의 미용의료 수요가 크지 않은 것으로 파악되며, (보톡스 시장 규모가 연간 4 천억 ~ 5 천억 정도 시장). 리쥬란의 경우 특히 고가 시술이기 때문에 중국에서는 시술 부담이 있어 보인다. 중국에서는 현재 2 등급 의료기기 허가를 받아서 시술하고 있는데, 2 등급의 경우 주사시술이 불가능하기 때문에 아직까지는 시술 수요가 적을 수 밖에 없다. 중국 매출은 국내로 유입되는 의료관광 매출로 분산되는 효과가 크다고 본다.

유럽의 경우 MDR 허가를 준비중이며, 국가별 전략적 접근 방식에 대해 고민하고 있는 단계다. 현재 유럽 및 오세아니아 허가 획득 국가는 우크라이나, 벨라루스, 리투아니아, 튀르키예, 호주, 뉴질랜드가 있고, 미국과 유럽(MDR) 품목허가에 크게 집중하고 있다. 미국 진출을 위해 지난 해 미국법인을 설립했으며, 협력사를 적극적으로 물색하고 있는 단계다. 올 해 안에 미국과 유럽 시장에 대한 구체적인 진출 방안을 확인할 수 있을 것으로 기대한다.

도표 52. 리쥬란(Rejuran) 구글 트렌드



도표 53. 파마리서치 월별 수출액

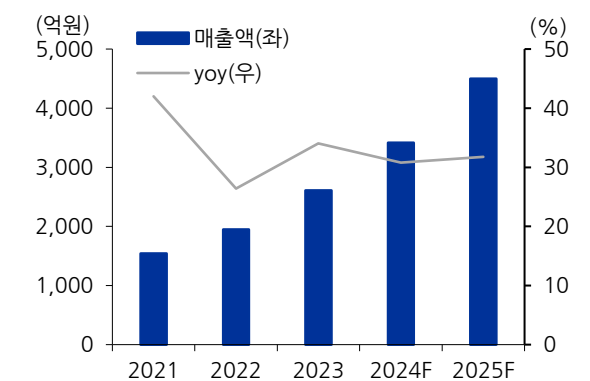


3. 실적 추정 및 전망

'24년 영업이익 1,229억원 (+33% YoY) 전망

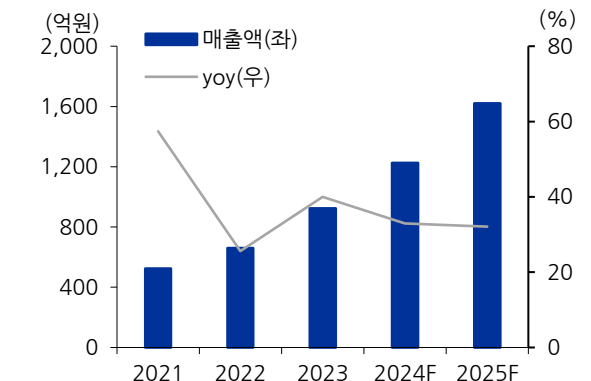
동사의 '24년 연간 매출액 3,413억원(+31% YoY), 영업이익 1,229억원을 전망한다. 연간 수출 비중은 39%를 예상하며, 내년까지는 리쥬란의 국내수요에 힘입어 내수비중이 더 클 것으로 예상한다. 화장품은 지난해 내수와 수출 비중이 50:50으로, '24년부터는 수출이 내수를 소폭 앞설 것으로 본다. 해외매출 확장에 따른 인허가 비용과, 신제품 개발에 따른 연구개발비 증가는 지속적으로 살펴볼 필요가 있다.

도표 54. 파마리서치 연간 매출 추이 및 전망



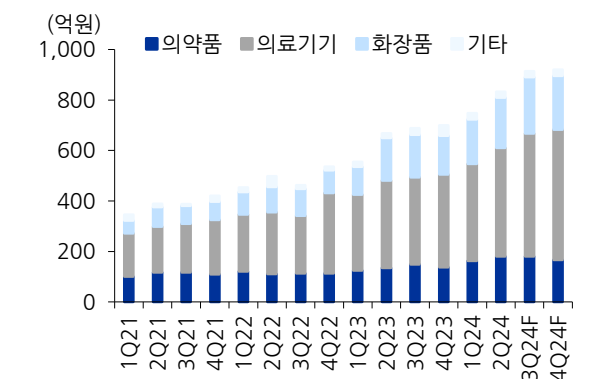
자료: 파마리서치, 유진투자증권

도표 55. 파마리서치 연간 영업이익 추이 및 전망



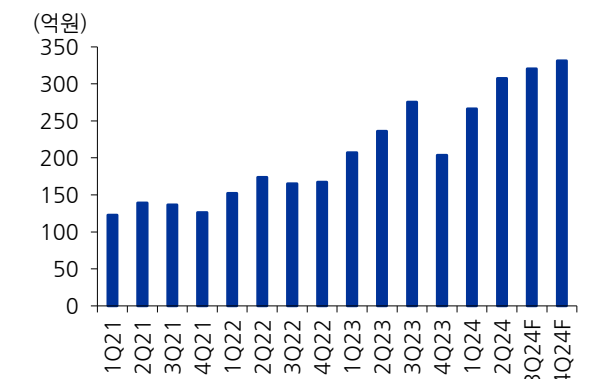
자료: 파마리서치, 유진투자증권

도표 56. 파마리서치 분기 매출 추이 및 전망



자료: 파마리서치, 유진투자증권

도표 57. 파마리서치 분기 영업이익 추이 및 전망



자료: 파마리서치, 유진투자증권

도표 58. 파마리서치 실적 전망

(단위: 십억원)	1Q23A	2Q23A	3Q23A	4Q23P	1Q24A	2Q24P	3Q24F	4Q24F	2023A	2024F	2025F
매출액	55.4	66.8	68.8	70.0	74.7	83.3	91.4	92.0	261.0	341.3	449.8
내수(기타제외)	34.2	40.7	41.5	42.3	46.4	48.9	50.5	52.6	158.7	198.3	243.9
수출(기타제외)	19.4	24.3	24.7	23.6	25.9	32.1	38.6	37.1	92.0	133.7	196.2
의약품	12.4	13.5	14.9	13.7	16.3	18.1	18.0	16.7	54.5	69.0	83.0
내수	7.9	8.4	9.1	8.2	10.1	9.6	10.8	9.9	33.6	40.4	48.7
수출	4.5	5.1	5.8	5.5	6.2	8.5	7.2	6.7	20.9	28.6	34.3
의료기기	30.2	34.6	34.5	36.8	38.4	43.0	48.7	51.6	136.1	181.7	244.1
내수	19.8	23.1	24.8	27.3	28.1	31.4	31.2	34.0	95.0	124.7	152.7
수출	10.3	11.6	9.7	9.5	10.3	11.6	17.6	17.6	41.2	57.0	91.5
화장품	11.0	16.8	16.9	15.3	17.7	19.9	22.4	21.4	60.0	81.3	113.0
내수	6.5	9.2	7.6	6.8	8.2	7.9	8.5	8.6	30.1	33.3	42.5
수출	4.5	7.6	9.2	8.5	9.5	12.0	13.9	12.7	29.9	48.1	70.5
기타	1.9	1.8	2.6	4.1	2.3	2.3	2.3	2.4	10.3	9.3	9.7
yoy(%)											
매출	22.4	34.4	49.1	30.5	34.8	24.7	32.7	31.6	34.0	30.8	31.8
의약품	3.0	22.6	31.8	21.9	31.4	33.8	21.1	21.3	19.5	26.6	20.2
의료기기	33.1	41.2	50.8	15.3	27.2	24.2	41.1	40.1	33.5	33.4	34.4
화장품	23.8	68.4	59.3	71.3	61.3	18.1	32.7	39.4	56.2	35.5	38.9
기타	10.7	-56.5	82.3	180.7	25.3	27.8	-11.6	-40.6	18.7	-9.5	4.2
영업이익	20.7	23.6	27.5	20.4	26.7	31.2	31.8	33.3	92.3	122.9	161.5
영업이익률	37.4	35.4	40.0	29.1	35.7	37.0	35.1	36.0	35.3	35.9	36.0
yoy(%)	36.0	35.9	66.6	21.6	28.7	30.2	16.3	62.7	40.0	32.9	32.1
당기순이익	18.3	15.2	28.2	15.6	18.3	27.0	24.0	26.1	77.3	95.5	124.7

자료: 파마리서치, 유진투자증권

4. 기업 개요

핵심역량: PDRN 및 PN 기술

동사는 2001년 3월 의약품, 의료기기 등의 개발 및 컨설팅 서비스 회사로 시작하여 의약품 수입 유통업을 중심으로 사업을 영위했으나, 조직재생에 효능이 있는 PDRN 과 PN 관련 제조 기술을 확보하였다. 그 이후, 강릉에 GMP 인증공장을 설립하여 재생의학 의약품인 리쥬비넥스주, 리안점안액을 포함, 피부개선에 효능이 있는 의료기기인 리쥬란, 관절강 주사인 콘쥬란 등의 상용화에 성공했다.

PDRN(Polydeoxyribonucleotide)은 조직재생 효능을 가진 물질로, 섬유아세포의 재생 및 대사 활성을 자극하여 진피를 재생시킨다. PDRN 의 대표적인 작용으로는 세포 생성 촉진, 강종 성장인자 분비 촉진이다. PDRN 은 이러한 기능들을 활용하여 피부 이식 후 재생, 족부궤양, 욕창, 화상, 인대 재생, 각막 재생 등 다양한 인체조직의 재생목적으로 사용이 가능하다. 동사는 PDRN 기반의 주사제, 크림, 점안액 허가를 취득 후 판매중이다.

PN(Polynucleotide)는 PDRN 보다 고분자량 물질로, 수화작용을 통한 겔 형성으로 지지체적 특성을 보인다. PDRN 역시 섬유아세포의 분화 촉진 및 주름 개선에 효과가 있어 미용의료 주사제로 쓰이며, 연골 세포 결손 부위에 지지체로서 사용하는 관절강주사로도 식약처 허가를 취득하여 판매중이다.

도표 59. 파마리서치 Historical Chart



자료: Quantivise, 유진투자증권

도표 60. 파마리서치 주요 제품

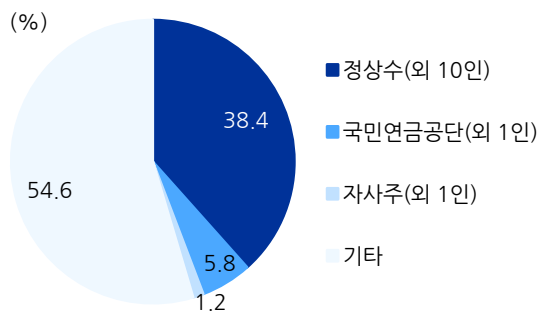
제품명	효능 및 목적	포장단위	주요 성분
의약품			
자닥신 주	고령환자의 인플루엔자 백신접종시의 보조요법	1 바이알*2/1 앰플*2	Thymosin Alpha-1
플라센텍스 주	피부이식으로 인한 상처의 치료 및 조직 수복	3ml*5 앰플	PDRN
JBP 플라몬 주	갱년기 장애 증상의 개선	1 앰플*3	자하거추출물
리쥬비넥스 주	피부이식으로 인한 상처의 치료 및 조직 수복	3ml*5 앰플	PDRN
뉴아티 주	변형성 슬관절증, 견관절주위염	2.5ml*10 관	HA
리쥬비넥스 크림	피부 및 결합조직의 궤양성 질환에 영양보급	25g*1 튜브	PDRN
리안 점안액	각막, 결막의 궤양성 질환에 영양공급	0.5ml*10 관	PDRN
리엔톡 주	미간 주름의 일시적 개선	1 바이알	Botulinum Toxin
의료기기			
리쥬란	안면부 주름의 일시적 개선	2ml*2 Syringe	PN
리쥬란 HB Plus	눈꼬리 잔주름의 일시적 개선	1ml*1 Syringe	PN, HA, Lidocaine
콘쥬란	관절 부위의 기계적 마찰 감소	2ml*5 Syringe	PN
리쥬비엘	안면부 주름의 일시적 개선	1ml*1 Syringe	HA
리쥬메이트 인젝터	약액 주입 시 사용	-	-
화장품&디바이스			
리쥬란 힐러 화장품	앰플, 수분크림, 모이스처라이저, 썬스크린 등	-	c-PDRN
리쥬란 스킨 부스터	탄력 및 잔주름 개선	-	c-PDRN
리쥬란 톤업 부스터	피부 톤업, 멜라닌 생성 억제	-	c-PDRN
리쥬리프	초음파, 고주파를 통한 탄력 개선 도움 디바이스	-	-

자료: 파마리서치, 유진투자증권

주요 주주 및 수급 분석

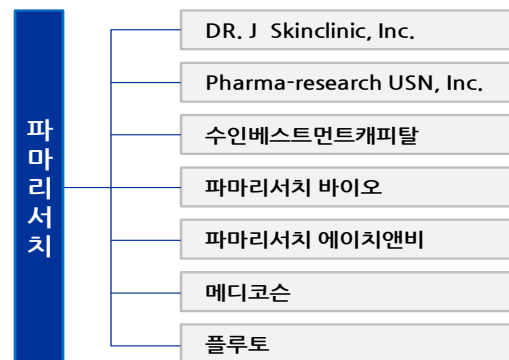
파마리서치의 최대주주는 정상수 외 10 인이며, 국민연금공단이 지분을 5.8%(8/7 기준)로 2 대주주다. 기관수급은 24 년 6 월부터 매수세로 전환되었지만, 120 일 누적 기준으로는 아직까지 순매도 구간이다. 외국인은 최근 한 달 사이 순매수세로 전환하였다. 8/7 동사의 실적발표 이후 기관의 매수세가 강하게 나타났고, 종가는 전일대비 +14.94% 상승하며 52 주 신고가를 기록했다.

도표 61. 파마리서치 주요 주주



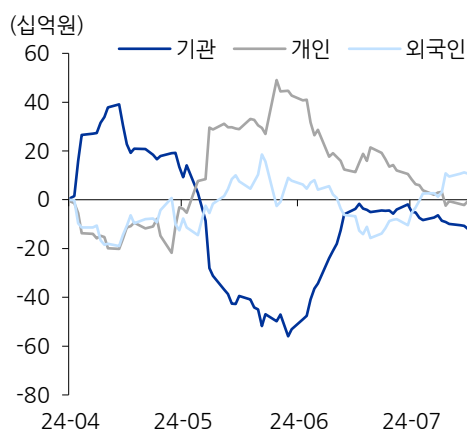
자료: 파마리서치, 유진투자증권

도표 62. 파마리서치 연결 및 종속회사



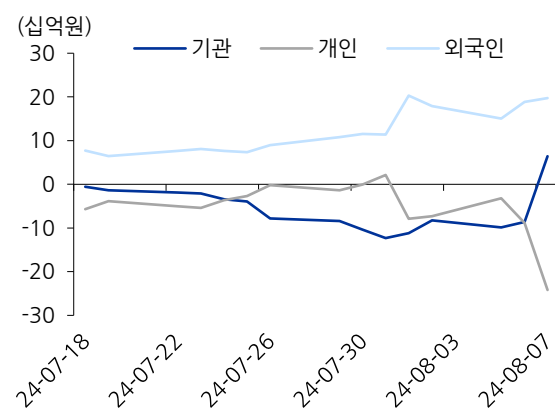
자료: 파마리서치, 유진투자증권

도표 63. 파마리서치 수급차트(120 일)



자료: Quantwise, 유진투자증권

도표 64. 파마리서치 수급차트(20 일)



자료: Quantwise, 유진투자증권

파마리서치(214450.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
자산총계	478.1	535.3	653.1	777.3	949.9
유동자산	247.3	256.5	372.7	498.4	671.1
현금성자산	142.1	131.4	227.2	321.0	447.4
매출채권	35.1	34.7	42.4	55.1	73.7
재고자산	24.5	50.2	62.6	81.3	108.7
비유동자산	230.7	278.8	280.3	278.9	278.8
투자자산	74.9	123.8	128.8	134.1	139.5
유형자산	118.0	123.1	120.0	113.7	108.5
기타	37.8	32.0	31.5	31.1	30.8
부채총계	106.4	73.1	102.2	112.8	128.1
유동부채	54.3	65.9	88.4	98.8	113.9
매입채무	21.1	19.0	34.3	44.5	59.5
유동성이자부채	20.6	33.0	40.1	40.1	40.1
기타	12.6	13.9	14.0	14.2	14.3
비유동부채	52.1	7.2	13.9	14.0	14.2
비유동이자부채	46.2	1.3	8.2	8.2	8.2
기타	6.0	5.9	5.7	5.8	6.0
자본총계	371.7	462.2	550.9	664.5	821.8
지배지분	343.5	433.1	520.8	634.5	791.7
자본금	5.1	5.2	5.2	5.2	5.2
자본잉여금	157.6	175.4	175.6	175.6	175.6
이익잉여금	190.9	260.8	344.7	458.4	615.7
기타	(10.0)	(8.3)	(4.6)	(4.6)	(4.6)
비지배지분	28.2	29.1	30.0	30.0	30.0
자본총계	371.7	462.2	550.9	664.5	821.8
총차입금	66.8	34.3	48.2	48.2	48.2
순차입금	(75.3)	(97.1)	(179.0)	(272.8)	(399.1)

현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업현금	59.4	64.9	92.8	112.0	144.7
당기순이익	43.4	77.3	95.5	124.7	168.7
자산상각비	10.6	12.0	11.5	9.9	8.7
기타비현금성손익	25.1	15.8	(6.3)	(1.1)	(1.5)
운전자본증감	(10.5)	(30.7)	(20.1)	(21.5)	(31.2)
매출채권감소(증가)	(4.8)	(0.3)	(7.1)	(12.7)	(18.6)
재고자산감소(증가)	(8.4)	(28.2)	(12.9)	(18.8)	(27.4)
매입채무증가(감소)	2.5	(0.3)	4.8	10.3	15.0
기타	0.2	(1.9)	(4.9)	(0.3)	(0.3)
투자현금	(11.9)	(44.7)	4.9	(10.5)	(10.8)
단기투자자산감소	(27.5)	(18.1)	14.3	(2.1)	(2.2)
장기투자증권감소	0.3	(4.0)	0.6	(3.9)	(4.1)
설비투자	(17.2)	(12.1)	(4.4)	0.0	0.0
유형자산처분	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산처분	(0.5)	(0.6)	(3.2)	(3.2)	(3.2)
재무현금	(9.3)	(26.0)	10.2	(9.8)	(9.8)
차입금증가	(3.0)	(18.8)	10.2	0.0	0.0
자본증가	(6.3)	(7.2)	(9.7)	(9.8)	(9.8)
배당금지급	6.3	7.5	9.7	9.8	9.8
현금 증감	31.3	(5.7)	108.2	91.7	124.1
기초현금	41.7	72.9	67.2	175.4	267.2
기말현금	72.9	67.2	175.4	267.2	391.3
Gross Cash flow	79.1	105.1	116.1	133.5	176.0
Gross Investment	(5.1)	57.3	29.5	29.9	39.8
Free Cash Flow	84.3	47.8	86.6	103.6	136.1

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	194.8	261.0	341.4	449.8	596.9
증가율(%)	26.4	34.0	30.8	31.8	32.7
매출원가	53.2	70.8	98.3	125.9	167.1
매출총이익	141.5	190.3	243.1	323.9	429.7
판매 및 일반관리비	75.6	98.0	120.2	162.4	213.3
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	65.9	92.3	122.9	161.5	216.5
증가율(%)	25.6	40.0	33.3	31.3	34.1
EBITDA	76.5	104.3	134.4	171.3	225.2
증가율(%)	23.3	36.2	29.0	27.4	31.4
영업외손익	(11.9)	8.4	0.9	1.1	3.4
이자수익	5.3	7.4	6.3	5.1	7.5
이자비용	3.8	3.0	3.4	3.5	3.5
지분법손익	(2.8)	0.7	6.7	0.0	0.0
기타영업손익	(10.5)	3.4	(8.7)	(0.5)	(0.5)
세전순이익	54.0	100.7	123.8	162.5	219.9
증가율(%)	(3.5)	86.3	22.9	31.3	35.3
법인세비용	10.6	23.4	28.4	37.8	51.2
당기순이익	43.4	77.3	95.5	124.7	168.7
증가율(%)	(7.2)	77.9	23.5	30.6	35.3
지배주주지분	40.6	76.6	93.6	123.5	167.1
증가율(%)	(13.1)	88.7	22.3	31.9	35.3
비지배지분	2.9	0.7	1.8	1.2	1.6
EPS(원)	4,013	7,417	9,073	11,964	16,188
증가율(%)	(13.1)	84.8	22.3	31.9	35.3
수정EPS(원)	4,013	7,417	9,073	11,964	16,188
증가율(%)	(13.1)	84.8	22.3	31.9	35.3

주요투자지표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	4,013	7,417	9,073	11,964	16,188
BPS	33,970	41,966	50,464	61,478	76,716
DPS	660	950	950	950	950
밸류에이션(배, %)					
PER	17.4	14.8	8.5	6.4	4.8
PBR	2.1	2.6	1.5	1.3	1.0
EV/EBITDA	8.3	9.9	3,847.2	3,018.5	2,295.9
배당수익율	0.9	0.9	1.2	1.2	1.2
PCR	8.9	10.8	6.8	5.9	4.5
수익성(%)					
영업이익율	33.8	35.3	36.0	35.9	36.3
EBITDA이익율	39.3	39.9	39.4	38.1	37.7
순이익율	22.3	29.6	28.0	27.7	28.3
ROE	12.5	19.7	19.6	21.4	23.4
ROIC	18.9	27.0	34.8	43.6	54.4
안정성(배, %)					
순차입금/자기자본	(20.3)	(21.0)	(32.5)	(41.0)	(48.6)
유동비율	455.9	389.2	421.8	504.6	589.2
이자보상배율	17.2	30.9	36.1	45.7	61.3
활동성(회)					
총자산회전율	0.4	0.5	0.6	0.6	0.7
매출채권회전율	6.1	7.5	8.9	9.2	9.3
재고자산회전율	9.3	7.0	6.1	6.3	6.3
매입채무회전율	10.1	13.0	12.8	11.4	11.5

당사는 자료 작성일 기준

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다.

당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다

조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다.

동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다

동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.

동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에

동 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12 개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자 의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +50%미만	95%
· HOLD(중립)	추천기준일 증가대비 -10%이상 ~ +15%미만	4%
· REDUCE(매도)	추천기준일 증가대비 -10%미만	1%

(2024.06.30 기준)

