

| 미용/의료기기 |

파마리서치(214450.KQ)

피부결을 헤엄치는 연어

1H24 review: 1H24 누적 매출액 1,578억 원(YoY+29.1%), 영업이익 57.4억원(YoY+29.5)원을 기록하며 역대 최대 반기 매출 및 영업이익을 기록했다. 매출 내 수출 비중은 36.4%을 기록, 매출 내 사업 비중은 의료기기 51.6%, 화장품 23.8%, 의약품 21.7%, 기타 2.9%이다. '23년 35.4%를 기록했던 영업이익률은 1H24 36.4%로 상승하며 수익성이 개선되었다.

든든한 기존 해외 시장, 동남아 시장

태국: '23년 리쥬란 런칭 이후 태국 내 단독 유통사를 통한 병원 납품으로 꾸준한 매출이 발생하고 있다. 이에 더해 프리미엄 라인 '리쥬란 HB' 추가 런칭은 태국 시장 매출 성장을 가속화할 것이다.

인도네시아: '피부 재생' 스킨 케어 트렌트가 부상함에 따라 리쥬란 HB 정식 런칭 후 높은 실수요를 기록. 높은 ASP 및 안정적인 의료기기 유통사를 등에 업고 '25년 수출액 \$2.4m를기록할 것이다.

싱가포르: 런칭 후 수출 1위를 달성한 싱가포르 시장은 초도 물량 이후 1) 적극적인 K-문화 수용, 2) 높은 미용기기 시장 침투율, 3) 현지 유통업체를 기반으로 \$2m 이상의 판매량을 기록할 것이다.

싱apore 터져버릴 포텐셜, 이슬람 시장

할랄 인증에 유리한 PN성분을 강점으로 이슬람 시장에 빠르게 침투할 것이다.

중동: 주력 제품 '리쥬란'은 안티에이징에 대한 높은 관심을 바탕으로 CAGR+11%로 가파르게 성장하고 있는 중동 스킨부스터 시장에 안착하며 '25년 \$10m 이상의 수출액을 달성할 것이다.

말레이시아: 1)높은 GDP가 뒷받침하는 구매력, 2)현지 유통사와의 시너지, 3)현지 스킨부스터 시장의 개화에 힘 입어 '25년 하반기부터 \$80만 이상의 수출 금액을 보여줄 것으로 기대한다.

원가율 깎아내기로 만든 조각 같은 OPM

1) 낮은 원가율을 보유한 의료기기 사업과 화장품 사업 비중의 성장, 2) 동사의 자체 기술 DOT를 활용한 PN/PDRN 자체생산을 통해 '25년 매출원가율을 10% 이상 개선할 예정이다.

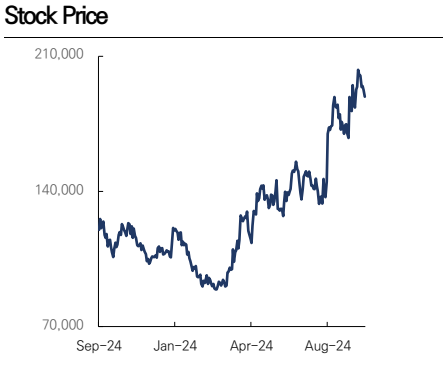
Valuation

Historical PER 방식을 사용해 Valuation을 진행하였다. 1H23 평균 PER 21배를 적용한 **목표주가 299,000원, 상승 여력 55%로 투자의견 BUY를 제시**한다.

Investment Fundamentals					
	2021	2022	2023	2024E	2025E
FYE Dec					
매출액	1,540	1,947	2,610	3,666	4,715
영업이익	525	659	923	1,362	1,799
순이익	468	434	772	1,113	1,490
EPS	4,628	4,013	7,481	10,632	14,231
PER	17.7	17.4	14.6	20.5	27.4
PBR	2.68	2.03	2.58	3.7	3.1
OPM	34.0	33.8	35.4	37.2	38.2
ROE	16.9	12.5	19.7	19.9	22.3

투자의견	BUY
목표주가	299,000
현재주가(10.02)	192,600
상승여력	55%

Stock Data	
KOSPI(10/2)	2,461
KOSDAQ(10/2)	762
시가총액	2조 154억원
발행주식수(주)	10,464,152
52주 최고/최저가(원)	208,500/86,800
외국인지분율(%)	9.59%
주요주주(%)	정상수 외 9인 38.35%
	국민연금공단 5.77%
주가상승률(%)	1개월 10.43%
	6개월 90.98%
	12개월 52.33%



Research Team 5		
팀장	38기 고은진	ashko7725@gmail.com
	38기 김지우	jiug712@gmail.com
	38기 최용호	manlyyh@gmail.com
	39기 유재현	jayyoo2000@gmail.com
	39기 이종택	jtl430@naver.com
	39기 형주훈	wndnsl2004@naver.com

CONTENTS

I . Intro	1
산업분석	1
기업개요	2
II . Investment Point	5
1. 나 동남아인데 리쥬란은 진짜 유명한 스킨부스터임	5
1-(1). 태국, 보증된 흥행 수표	
1-(2). 인도네시아, 심상치가 않다	
1-(3). 가장 주목해야 할 싱가포르 시장	
2. 할랄과 한류의 폭발적인 시너지 – 이슬람 시장	9
2-(1). 속보) 중동이 놀라고 보톡스가 질투하다	
2-(2). 다시 리쥬란에 눈 뜨고 있는 말레이시아	
3. 파마리서치, 원가 다이어트로 OPM은 근육질	12
3-(1). 사업부 체질 변화로 원가는 슬림하게, 성장은 탄탄하게	
3-(2). DOT기술로 매출원가를 가볍게 재조합하다	
III . Risk	14
IV . Estimate Logic	15
V . Valuation	18

I. Intro

산업 분석

코로나19 이후 웰니스 트렌드가 부상하며 스킨 케어 분야에서도 피부 웰니스에 대한 관심이 커지고 있다. 특히, 세계적인 스타 김 카다시안, 제니퍼 애니스톤 등이 연어 추출 스킨부스터 시술을 고백하며 안전하면서도 즉각적이고 드라마틱한 효과를 보여주는 스킨부스터에 대한 관심이 증가하고 있다.

스킨부스터

스킨부스터란 보습, 미백, 주름 개선 및 탄력 강화 등을 목적으로 피부 진피층에 유효성분을 직접 주입해 피부의 항상성을 개선하는 제품이다. 스킨부스터는 필러나 독소에 비해 알레르기 반응, 얼굴 비대칭 등의 부작용이 적고, 피부 자체의 컨디션을 향상시켜주는 역할을 수행하기 때문에 피부 웰니스 트렌드에 가장 부합한다. 스킨부스터는 HA(히알루론산), PN(폴리뉴클레오티드나트륨), CaHA(칼슘하이드록시파타이드), PLA(젯산)를 주성분으로 사용한다. 이 중 PN은 연어의 정자에서 추출한 DNA 물질로 관절 치료 및 시술에도 사용되는 자연 성분으로써, 피부 재생, 탄력 강화, 미백 및 보습강화에 있어 타 성분 대비 높은 안전성을 보여주기 때문에 해당 성분 함유 제품에 대한 수요가 증가하고 있다.

글로벌 스킨부스터 시장은 '23년 기준 약 11억 달러 규모이며 '32년까지의 성장세로 '32년 약 23억 8천만 달러로 성장할 것으로 예상된다. 세계 권역 중 북미 시장이 '23년 기준 약 5.2억 달러 규모로 글로벌 스킨부스터 시장의 약 47.2%를 차지하며 유럽, 아-태지역, 남미, 중동-아프리카 순의 시장 규모를 보인다.

화장품

'22년 기준 4,632억 원 규모인 글로벌 화장품 시장은 '23년부터 '29년까지 8,223억 달러 규모로 성장할 것이다. 아시아-태평양 권역이 35.2%의 점유율을 보이며 가장 큰 비중을 차지했고 이후로는 유럽, 북미, 중남미, 중동-아프리카 순이다.

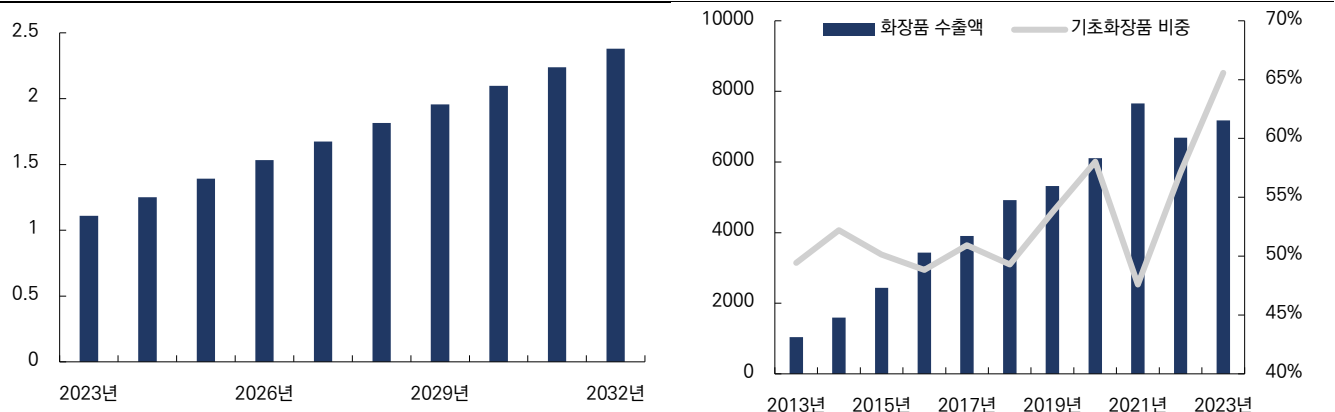
화장품에 대한 전반적인 수요가 증가함에 따라 한국 화장품의 수출 또한 증가하고 있다. '23년 화장품 수출액은 전 년 대비 7.4% 성장하며 약 72억 달러를 기록하였다. 화장품 산업 내에서는 피부 건강 및 보습에 직접적인 영향을 미치는 스킨 케어 제품들의 약진이 돋보인다. '13년에서 '22년까지 화장품 수출액 중 기초 화장품이 차지하는 비율은 평균 52%였지만 '23년 기초화장품 비중이 66%로 급성장하였다.

스킨부스터 시장 규모 전망

(단위: 십 억 달러)

화장품, 기초화장품 수출액 (hs code:3304, 339930)

(단위: 십억 원)



출처: Polaris Market Research, RFS Team 5

출처: K-Stat무역통계, RFS Team 5

기업 개요

파마리서치는 '01년 창업하여 의료기기, 화장품, 의약품 등을 생산/판매한다. 동사는 '23년 매출 2,610억 원(YoY+34%), 영업이익 923억 원(YoY+39.9%)으로 역대 최고 매출 및 영업이익을 달성하였다. 지속적인 연구개발비의 상승과 광고선전비의 증가에도 불구하고 매출이 성장함에 따라 고정비 부담 및 원가율이 하락하며 '20년 30.8%였던 영업이익률은 1H24에 36.4%를 기록했다. 동사는 PN 성분 기반 스킨부스터의 터줏대감이자 선두 주자로서 강력한 오리진 IP를 바탕으로 스킨부스터 및 스킨 케어 화장품 붐에 올라타 시장을 선점할 것이다.

1) 의료 기기

'23년 1,361억 원(YoY+33.4%), 1H24 813억 원(YoY+25.6%) 매출을 기록했다. 동사는 PN 성분 기반의 의료기기인 스킨부스터 '리쥬란'을 필두로 빠르게 몸집을 키우고 있다. 의료 기기 사업 부문은 스킨부스터와 관절강 주사 제품을 주력으로 하며 현재 PN 성분을 기반으로 하는 '리쥬란' 4종, HA 성분 기반의 '리쥬비엘' 3종, PN 성분 기반의 관절강 주사 '콘쥬란' 1종으로 총 8가지의 의료기기를 포함해 총 11종류의 제품을 생산한다. 이 중 '리쥬란' 라인의 '리쥬란 HB+'은 PN 성분과 HA 성분 및 시술 통증 완화를 위한 리도카인이 같이 함유되어 있는 프리미엄 제품이다. 의료기기 사업 부문은 '22년부터 연간 매출 내 52% 이상의 점유율(1H24 51.6%)을 차지하며 동사의 선두 사업으로 자리매김했다. 의료기기 특성상 판매 국가에서 정식 품목 허가를 받아야지만 공식 판매가 가능하며 현재까지 45개 국가에서 품목 허가를 받았다.

2) 화장품

'23년 600억 원(YoY+56.2%), 1H24 376억 원(YoY+35.2%) 매출을 기록했다. 동사의 고유 브랜드인 리쥬란을 활용하여 총 6개의 제품군(힐러, 클리닉, 더마힐러 등)을 형성하고 있다. 애플, 토너, 크림 등의 기초 피부 제품 뿐 아니라 클렌징 폼, 선크림, 아이크림 등의 제품들 또한 생산한다. '20년 167억원이었던 화장품 부문 매출은 '23년 600억원을 달성하며 3년만에 약 3.6배 성장, 의약품 부문 매출을 추월했다.

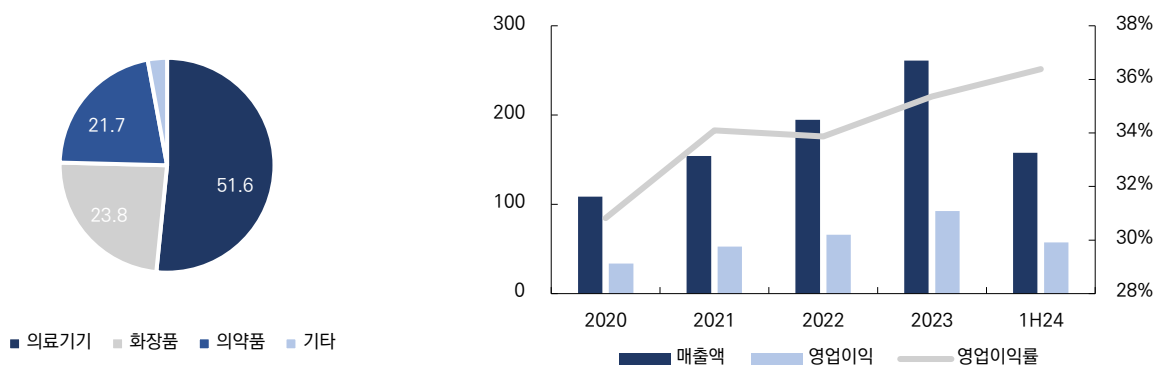
3) 의약품

'23년 545억 원(YoY+19.5%), 1H24 342억 원(YoY+32%) 매출을 기록했다. PDRN의약품, 면역증강제, 보툴리눔독소 등 총 6종류의 의약품을 생산하여 주로 정형외과, 내과, 영양병원 등에 납품한다. 의약품 사업 매출은 꾸준히 성장하여 '23년 545억원을 기록하였지만 의료기기 사업과 화장품 사업의 폭발적인 성장으로 인해 해당 부문의 매출 내 비중은 '20년 36%에서 '23년 21%로 감소하였다.

매출액 비중

(단위: %) 매출, 영업이익, 영업이익률 추이

(단위: 십억 원)



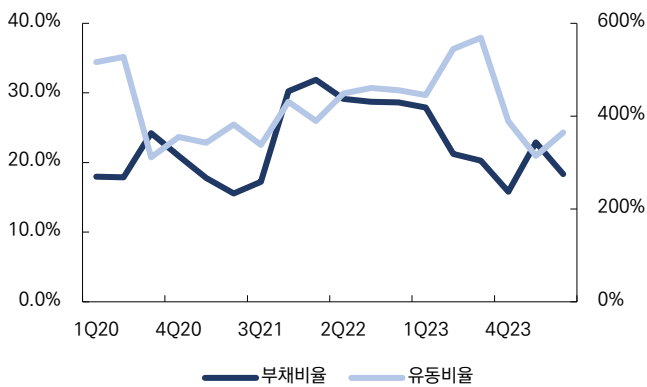
출처: 파마리서치, RFS Team 5

출처: 파마리서치, RFS Team 5

재무 분석

동사는 메자닌 발행을 통한 현금 조달로 총 2,060억 원의 현금 및 현금성 자산과 단기금융상품을 보유하고 있다(1H24 기준). 이는 적극적인 M&A를 통한 사업 보강을 선호하는 동사의 특징을 반영한다. 동사는 현재 7개의 종속 기업을 보유하고 있으며 벤처캐피탈인 (주)수인베스트먼트캐피탈을 제외하면 6개 기업 모두 화장품, 의약품, 의료기기 관련 기업들이다. (주)수인베스트먼트캐피탈 또한 20건에 달하는 헬스케어/바이오 기업에 투자함에 따라 동사가 적극적인 지분 투자를 통한 사업 확장에 집중하고 있음을 확인할 수 있다. 이에 더해 동사는 '24년 9월 15일 유럽계 글로벌 사모펀드 CVC의 투자 목적 자회사인 Polish Company Limited를 대상으로 상환전환우선주(RCPS)제3자배정 유상증자를 단행하였고, 이에 따라 약 2,000억 원의 투자금이 유입되어 공격적인 사업 확장을 위한 현금 실탄 장전이 이루어질 예정이다.

분기별 부채비율(좌) 및 유동비율(우)



출처: 파마리서치, RFS Team 5

파마리서치 종속회사

기업명	지분율	소재지	업종
Dr. J Skinclinic Inc.	75.00%	미국	화장품 판매 외
Pharmaresearch USA Inc.	100.00%	미국	화장품 판매 외
(주)수인베스트먼트 캐피탈	70.00%	대한민국	창업투자 외
(주)파마리서치바이오(주1)	47.30%	대한민국	의약품 연구개발 제조
(주)파마리서치에이치앤비	100.00%	대한민국	화장품 판매
(주)메디코슨	59.20%	대한민국	의료기기 제조 및 판매
(주)플루토	70.00%	대한민국	의약품 연구 컨설팅

출처: 파마리서치, RFS Team 5

왜 파마리서치, 왜 리쥬란인가?

독보적인 DOT™ 기술이 뒷받침하는 '최초의 PN 기반 스킨부스터'라는 오리지널리티의 상징성과 영향력은 동사와 리쥬란을 더욱 높은 곳으로 이끌 것이다.

The GOAT, DOT™

파마리서치의 PN/PDRN 제조 방법인 DOT™ 특허 기술은 PN/PDRN 스킨부스터 시장에서 동사를 독보적인 위치에 올려놓는다. DOT(DNA Optimizing Technology) 기술은 언어에서 추출한 DNA를 분획하여 PN/PDRN을 추출하여 인체 사용 목적에 최적화하는 동사만의 독자 기술이다. 원료, 분자량, 제조 방법이 조금이라도 다르면 해당 약물은 오리지널과 같은 효과를 가지지 못한다. 동사는 DOT 기술에 대한 국내 특허권 뿐 아니라 미국, 일본, 영국 등에서도 특허를 보유하고 있다.

동사는 해당 기술을 바탕으로 '13년 국내 최초 PN 기반 스킨부스터 리쥬란 상용화에 성공하였다. '23년부터 국내에서 PN 기반 스킨부스터들이 출시되고 있지만 경쟁 제품들은 리쥬란을 넘어서지 못하고 있다. 본 리서치 팀은 이의 원인을 기술력 기반의 '오리지널리티'라고 판단한다.

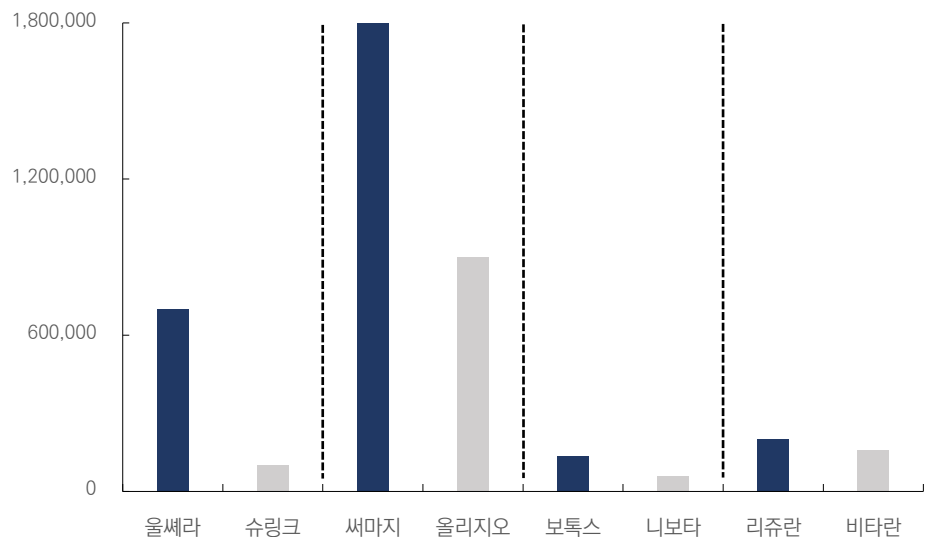
미용 의료기기 산업에서 오리지널리티는 **1) 대명사화(化), 2) 임상 데이터**를 부여한다.

대명사화 - 전 세계 사람들이 한 번쯤은 들어봤을 ‘써마지’, ‘보톡스’, ‘울세라’ 등은 그것들의 성분이나 특징을 전반적으로 지칭하는 것이 아닌 특정 기업의 특정 제품을 지칭하는 말이다. 위의 제품들은 빠르게 해당 피부 미용 산업에 뛰어들어 대명사화 되어 20년이 넘는 현재까지도 타 후발제품들에 비해 높은 가격을 형성하고 있음에도 불구하고 수많은 소비자들에게 선택받고 있다. 동사의 리쥬란 또한 마찬가지이다. 동사만의 천연물 DNA 추출 기술은 소비자들의 만족감에 영향을 미칠 수 밖에 없으며, 많은 PN 스킨부스터 제품들 속에서도 ‘리쥬란’은 ‘보톡스’처럼 대명사화가 진행됨에 따라 리쥬란의 위치는 더욱 공고해 질 것이다.

임상 데이터 - 최초 제품, 오리지널 제품만이 가지는 또 다른 요소는 바로 임상 데이터이다. 리쥬란이 의료기기 제품이기 때문에 임상 데이터는 시술 최종 결정권자인 의사들에게 민감한 요소이다. 의사들과 동사는 현재까지 10년 넘는 세월동안 어떤 소비자에게 리쥬란이 잘 맞는지, 어떤 부작용이 생기는지, 만족도는 얼마나 높은지 등의 소비자 관련 데이터를 축적해 왔다. 이는 의사와 소비자들의 제품 선택 뿐 아니라 동사의 제품 개선 및 신제품 개발에서도 큰 영향을 미친다.

주요 피부 미용 시술의 오리지널과 후발 제품의 가격 차이

(단위: 원)



출처: RFS Team 5

II. Investment point

Investment Point 1. 나 동남아인데 리쥬란은 진짜 유명한 스킨부스터임

동사의 약점이었던 적은 수출 비중은 24년을 기점으로 확대되어 리쥬란 흥행 공식을 따를 것이다. 'K-Beauty'의 성지인 한국에서 가장 먼저 인정받은 '리쥬란' 시리즈는 기술력과 오리지널리티를 앞세워 스킨부스터 기획의 땅인 동남아시아 지역에서 개화할 것이다. 이에 본 리서치 팀은 리쥬란 HB의 런칭으로 Q 성장성이 가시화된 기존 리쥬란 진출 시장 태국, 인도네시아, 싱가포르에 주목한다.

1-(1). 태국, 보증된 흥행 수표

리쥬란, Re-rise!

태국: '23년 정식 런칭 이후
100만 달러 수출 달성
→ '24년 리쥬란 HB로
새로운 모멘텀 기대

'23년 리쥬란 런칭 이후 꾸준한 매출을 보인 태국에서 리쥬란 HB 런칭을 통해 스킨부스터 입지를 공고히 할 것이다. 태국 시장은 이미 리쥬란의 성공을 증명한 시장이다. '23년 1월 리쥬란 런칭으로 의료기기 수출액 약 88만 달러를 달성한 이후 동년 2월부터 5월까지 각각 100만 수출액을 유지한 바 있다. '24년 7월까지 평균 약 25만 달러의 수출액을 꾸준히 생산해내는 리쥬란 효자 국가로서 리쥬란에 대한 지속적인 수요를 실제로 확인할 수 있었다.

단독 유통사 SW Healthcare
자체 보유한 유통망 체계
: 리쥬란 HB 침투에 도움

태국 리쥬란 단독 유통사인 SW Healthcare 협력 병원 대다수에 리쥬란 시리즈를 공급하며 유통 체계와 영향력을 확인했다. 리쥬란을 비롯한 동사의 의료기기는 수출되는 국가의 피부과, 성형외과 등 전문적인 시술이 가능한 병원, 안정적인 물동량을 감당할 수 있는 유통 체계가 중요하다. SW Healthcare 협력 병원 및 클리닉 26개의 제품/서비스 라인을 확인해 본 결과, 23개 병원이 리쥬란을 도입해 서비스를 제공하고 있는 것으로 확인되었다. 이에 유통사와 시술 병원과의 긴밀한 협업 관계 속에서 새롭게 런칭된 리쥬란 HB 역시 태국 현지 병원에 무리 없이 투입될 것으로 전망한다.

태국 유통사 SW Healthcare 협력 병원 리쥬란 시술 도입 여부

병원명	리쥬란시술 도입	병원명	리쥬란시술 도입
Dr. Tony medical center Clinic	O	The Klinique	O
รมย์รินทร์ คลินิก	O	กึ่งนมคลินิก	O
โรงพยาบาลสมิติเวช	O	โรงพยาบาลพระราม 9	O
โรงพยาบาลพญาไท	O	พรเกษมคลินิก	O
The Klass Clinic	O	Aura Bangkok clinic	O
The Ritz Clinic	O	Meko clinic	O
พาขวัญคลินิก	O	ACS Anchisa Clinic	O
Classy clinic	O	Muse clinic	O
Sistheory Clinic	O	โรงพยาบาลกรุงเทพ	O
Doctoryounger Clinic	O	พฤษภาคลินิก	O
Skinity Clinic	O	LBC Clinic	O
บริษัท แพณ ราชเทวี กรุ๊ป จำกัด	X	B'est clinic	O
โรงพยาบาลศัลยกรรมตกแต่งดัดเบิ้ลยู	X	Anjali clinic	X

출처: 각 병원 홈페이지, RFS Team 5

다시 한번 영광의 재현

태국 리쥬란 HB 런칭을 Q 확장에 긍정적으로 보는 이유는 **1) 지속적인 리쥬란 수요에 응답한 프리미엄 리쥬란의 출시, 2) 태국 PN 스킨부스터 오리지널리티에** 기인한다.

리쥬란 HB Q 확장 1) 업그레이드 리쥬란 출시

기존 리쥬란 시리즈의 경우 빠르고 훌륭한 시술 효과에도 불구하고 시술 시 통증이 소비자의 진입장벽으로 작용했다. 그러나 태국의 경우, 기존 리쥬란 시리즈에도 높은 수요를 보여주며 단점을 상쇄할만큼의 제품 효과성을 더 높이 평가했다. 리쥬란 HB는 시술 시 통증을 경감한 제품으로 태국 리쥬란 열풍에 진입장벽을 더욱 낮출 것이다. 또한, 리쥬란 HB는 HA(히알루론산) 성분이 새롭게 함유된 제품이다. **비수술 미용 주사 시장 중 HA 필러 점유율 13%인 태국 소비층에게 익숙한 HA 성분이 포함된 리쥬란 HB는 선택의 매력도를 높일 것이라 전망한다.**

2) PN 주사제 유의미한 경쟁자 전무

동사의 리쥬란은 태국에 진출한 PN제제 타 스킨부스터 보다 빠른 시장 선점의 이점을 볼 것이다. 동사 외에 태국에서 PN제제 스킨부스터를 런칭한 기업 중 '코루파마'가 존재한다. 그러나 코루파마는 '24년 7월에 PN 제제 스킨부스터를 태국 시장에 처음 공개하며 동사보다 늦게 진출했고 유의미한 수익성 지표나 화제성을 확인할 수 없었다. 이에 PN 제제의 First-Mover로서 태국에서의 실제 시술 데이터를 다수 보유해 PN 연어 주사의 대명사가 된 리쥬란의 오리지널리티를 넘어서긴 어려울 것이라 판단하며 현재 보유한 PN 주사 M/S 방어 우려는 적다고 판단한다.

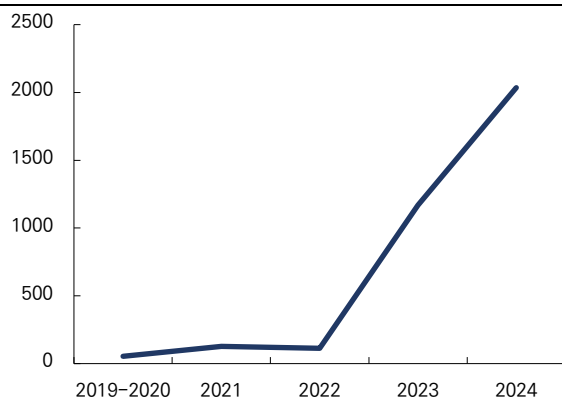
1-(2). 인도네시아, 심상치가 않다

인도네시아는 스킨부스터 홀릭

인도네시아의 미용 트렌드 '피부 트러블 케어'로 확장 중

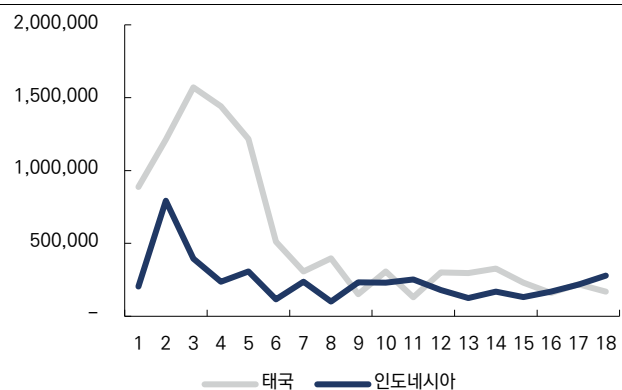
인도네시아에서는 **1) 미용 클리닉 중 재생 미용 치료 시장에 대한 관심, 2) 리쥬란 HB+ 정식 런칭 효과가** 맞물리며 잠재 소비층을 자극할 것이라 전망한다. 인도네시아의 2022년 미용 의료 시장은 2억 3411만 달러를 기록하며 아시아·태평양 미용 의료 시장에서 4.1%를 차지한 시장이다. 그 중에서도 비수술적 미용 시술에 수요가 몰리는 상황이며 이는 인도네시아의 대기 오염 심화로 인한 안티 폴루션(Anti-Pollution) 트렌드에서 촉발된 것이다. 고온다습 기후와 심화된 대기 오염 문제로 인한 고질적인 피부 트러블에 대해 **'화장품으로 커버하는 것'을 넘어 '본질적인 피부 트러블을 케어하는 것'으로 트렌드가 변화하고 있다.** 실제로 'skinbooster'에 대한 인도네시아의 구글 트렌드는 '19-20년 54 → '24년(9월 기준) 2,035로 급격히 증가한 것을 확인할 수 있다.

인도네시아 'skinbooster' 구글트렌드 수치



출처: 구글트렌드, RFS Team 5

태국, 인도네시아 수출액 추이 (인도네시아 자체 추정)



출처: 수출데이터, 자체 추정, RFS Team 5

리쥬란 Q 확장

1) 역대급 수출로 실수요 확인

2) 신뢰할만한 유통사

idsMED

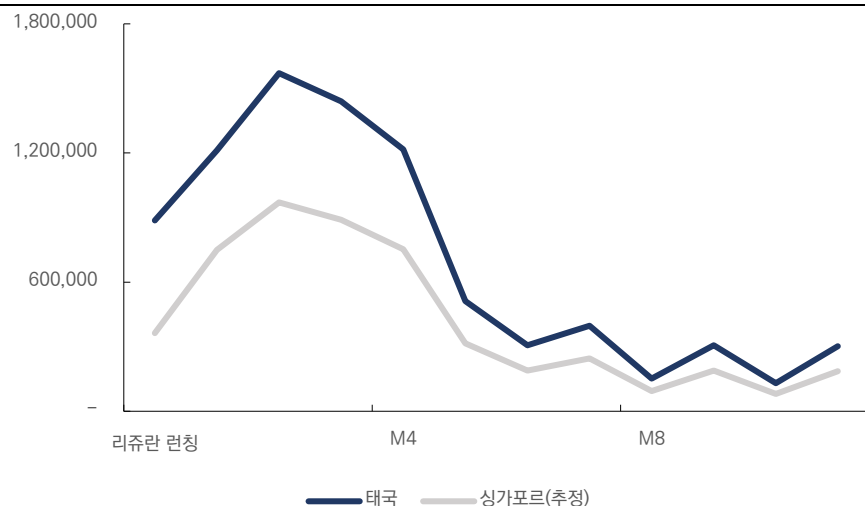
리쥬란 HB+의 인도네시아 출시는 리쥬란 시리즈 흥행의 시작점이 될 것이다. 인도네시아 시장은 '19년부터 '리쥬란, 리쥬란S' 시리즈가 품목 허가되었지만 정식 런칭은 확인되지 않았다. 실제 수출데이터 또한 미미했다. 그러나 리쥬란 HB+는 '24년 5월 품목허가 이후 6월 약 20만 달러, 7월 정식 런칭 이후 약 79만 달러로 성장해 역대급 수출을 달성, 실수요를 확인할 수 있었다. 또한 기존 리쥬란 시리즈에 비해 약 2배 높은 리쥬란 HB+의 판가로 인해 제품 믹스의 ASP가 개선되면서 중량(1kg)당 '19년 41달러→'24년 680달러로 증가했다. 인도네시아의 리쥬란 공급사는 단독으로 진행 중인 idsMED이다. idsMED Indonesia는 GE Healthcare, 비올 등 다수의 건강 관리 기업과의 협업을 통해 신뢰할만한 레퍼런스를 쌓아온 바 있다. 체계적 유통 과정이 중요한 해당 시장에서 idsMED Indonesia를 통해 리쥬란이 공급된다는 사실은 소비자 신뢰도 제고는 물론 안정적 물동량 감당도 가능할 것으로 보인다. 태국으로 대표되는 리쥬란의 흥행 공식인 런칭 이후 초도 물량이 폭발하며 높은 매출을 달성한 후 안정적인 매출 창출원으로 자리잡는 모습이 인도네시아 시장에도 그대로 나타나며 제 2의 태국 시장이 될 준비를 완료했다.

1-(3). 가장 주목해야 할 싱가포르 시장

초도물량 이후 안정화된 매출을 보여주는 태국의 사례처럼, 런칭 이후 수출 1위를 달성한 싱가포르에서도 안정적으로 성장하는 모습을 보여줄 것으로 전망한다. 리쥬란이 정식으로 런칭되면 초기 수출 물량이 기록된 이후 리쥬란 코스메틱에 대한 관심이 높아지며 ASP는 낮아지고 수출 금액이 안정화되어 안정적인 성장세를 보이는 패턴이 반복되는 것을 확인할 수 있다. 싱가포르에서도 이러한 패턴이 반복될 것으로 예상되며, 이는 시장에서 리쥬란에 대한 긍정적 반응과 소비자들의 꾸준한 수요 증가로 이어질 것으로 보인다. 24년 7월 리쥬란 HB+가 싱가포르에서 정식 런칭한 후, 싱가포르향 수출 금액은 총 749,210 달러(MoM +106%)를 달성하며 수출 국가 중 1위에 오르는 등 폭발적인 퍼포먼스를 보여주고 있다.

리쥬란 런칭 후 태국, 싱가포르 수출액 추이

(단위: \$)



출처: TRASS, RFS Team 5

싱가포르에서 리쥬란이 흥행할
Background는 준비 완료

싱가포르에서의 리쥬란 퍼포먼스를 주목해야 하는 이유는 1) K-문화를 적극적으로 수용하는 국가라는 점과 2) 1인당 GDP와 미용기기 시장 침투율에 기인한다. 2010년대 이후, K-POP과 한국 드라마는 단순한 유행을 넘어 싱가포르 대중문화에 깊이 뿌리내리고 있다. 싱가포르 RIAS 음원 차트 9월 첫 주 데이터를 보면, TOP 30 중 13곡이 K-POP이고, 한국 드라마가 방영될 때마다 시청률이 급등하는 등 한국 콘텐츠에 대한 관심이 지속적으로 증가하고 있다. 이에 따라 **싱가포르 뷰티 시장의 트렌드는 단순한 미백에서, 잡티 없는 밝은 피부로 변화하였고 자연스레 리쥬란에 대한 관심이 높아지고 있다.**

싱가포르 1인당 GDP 전 세계 5위

미용기기 구매력 ↑

2023년 기준 싱가포르의 1인당 GDP는 약 83,000달러로, 동남아시아에서 가장 높은 수치를 기록하며 상당한 구매력을 보여주고 있다. 이는 미국의 81,695달러와 카타르의 76,700달러를 뛰어넘는 수준으로, 싱가포르가 전 세계적으로도 구매력이 매우 높은 국가임을 확인할 수 있다. 이러한 경제적 여건은 뷰티 시장에서의 소비 여력을 증명하며, 실제로 싱가포르의 미용기기 시장 침투율은 약 25%에 달해 동남아시아 국가들 중 가장 높은 수요를 나타내고 있다. 앞서 언급하였듯이, 덥고 습한 날씨로 인해 여드름이나 피부 트러블이 많은 싱가포르의 기후적 특성은, 여드름, 홍조 등 트러블 해소에 있어 효과가 입증된 리쥬란이 싱가포르의 니즈와 맞아떨어져 수요 증가에 기여할 것이다.

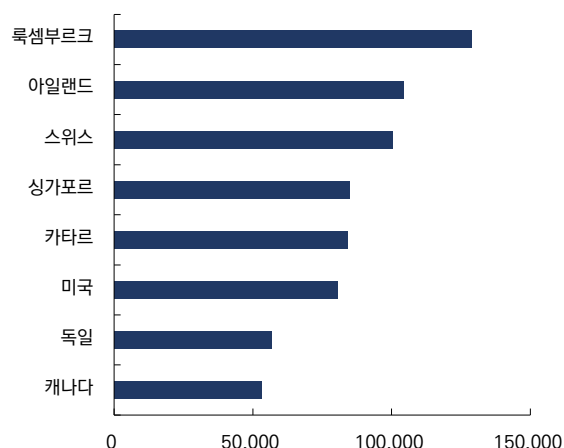
싱가포르 RIAS 차트 TOP 10(13 - 19 Sep 2024)

순위	트랙	아티스트
1	Who	Jimin
2	CRAZY	LE SSERAFIM
5	Seven	Jung Kook, Latto
7	New Woman (feat. Rosalía)	LISA
8	Magnetic	ILLIT
10	One Of The Girls	The Weeknd, Jennie

출처: RIAS, RFS Team 5

주요 국가별 1인당 GDP

(단위: \$)



출처: 외교부, RFS Team 5

든든한 오른팔

싱가포르 현지 유통업체 Elogio의 전문적인 유통 역량과 다양한 레퍼런스는 리쥬란이 싱가포르 시장에서 성공적으로 자리 잡는 데 핵심적인 역할을 할 것이다. Elogio는 피부과 전문의를 대상으로 직접 납품하여 제품의 신뢰성을 높이고 있으며, 싱가포르 외 말레이시아 등 동남아시아 지역에서도 활동하고 있어 증가하는 리쥬란 수요를 효율적으로 소화할 수 있다. 특히, 싱가포르의 고급 미용 시장에서 최신 트렌드를 빠르게 수용하는 소비자 성향을 고려할 때, Elogio의 전문성은 리쥬란 수요 확대에 부스터가 될 전망이다.

이러한 기조에 따라 싱가포르향 매출액 3Q24 30억원(YoY + 706%), 4Q24 28억원(YoY+ 537%)를 달성, '25년 매출액은 26.7억원으로 안정적인 매출이 이어질 것으로 전망한다.

Investment Point 2. 할랄과 한류의 폭발적인 시너지- 이슬람 시장

중동과 동남아시아를 필두로 하는 이슬람 시장은 한류 문화에 대한 큰 관심에 힘입어 K-뷰티 시장의 새로운 희망이다. 본 리서치 팀은 1) 세계 최대 규모의 피부 미용 박람회를 개최하는 아랍에미리트와 2) 23년 글로벌 이슬람 경제지표(GIET) 1위 국이며, 말레이시아 내 무슬림 인구는 전체 인구의 63.7%를 차지하고 있는 말레이시아가 신규 수출 모멘텀을 이끌 것으로 전망한다.

2-(1). 속보)중동이 놀라고 보톡스가 질투하다

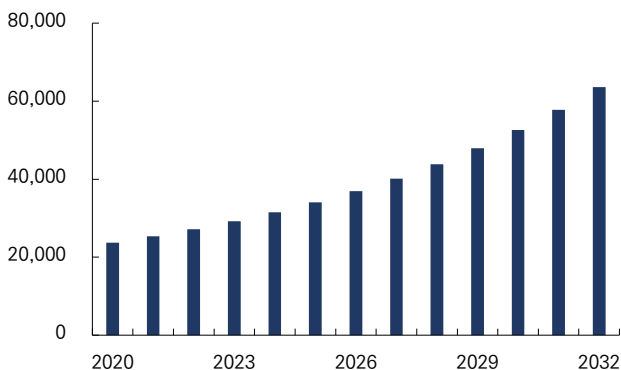
중동 국가들에 진출하기 위해 할랄 인증은 인구의 상당수가 이슬람교도인 동남아시아 시장과 필수 요소이다. 이러한 필요 속에서 할랄로 인정되는 **연어로 생산하는 리쥬란은 할랄 인증에 매우 유리하다**. 또한 국내 메디톡스의 전례가 있듯 HA, 보톡스를 상대로 절대 우위를 점하고 있는 **리쥬란은 빠른 시일안에 이슬람 피부 미용 시장의 대표주자로 자리매김할 것이다**.

이런 상황 속 이슬람 비중이 가장 높은 중동지역에서 동사는 25년 최소 약 650만 달러(약 85억원)에서 최대 1,100만달러(약 145억원)의 매출을 이뤄내며 **“선배” 한국산 보툴리눔 독신의 성공 신화를 넘어설 전망이다**. 미주에서 성공적으로 안착했던 메디톡스는 지난 2023년 3월 두바이 더마에 참여하여 한국산 보툴리눔 독신 이하 보톡스를 중동에 알렸으며 이를 시발점으로 전년도 대비 100%의 매출 증가율을 이뤄내 올해 중동에 보톡스 생산 공장까지 만들었다. 올 3월 파마리서치 또한 두바이 더마에 참여해 리쥬란의 효능을 자랑했고 중동 진출의 효시를 날리는 좋은 시작을 보였다.

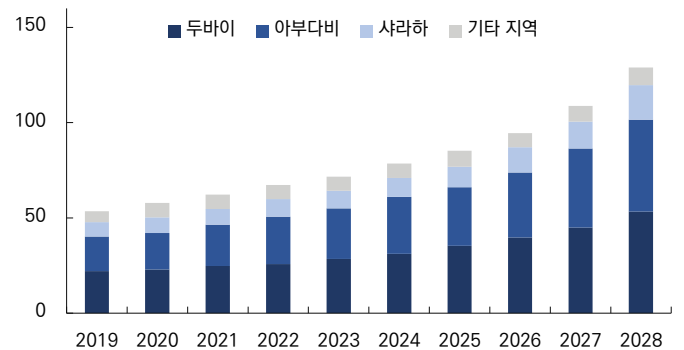
이렇게 전세계로 퍼져 나가는 중년 안티에이징의 관심은 중동에서도 그 빛을 발하는 중이다. UAE의 안티에이징 시장은 **2022년 약 5억 4천만 달러에서 현재 CAGR 7.7%로 가파르게 상승**하고 있고 앞서 말한 두바이 더마를 여는 등 사람들의 관심도 또한 커져가는 중이다. 이중 보톡스와 리쥬란이 포함되어 있는 피부용 의료가 시장은 22년 기준 약 6천 700만 달러, CAGR 11.89%로 특히나 강한 성장세를 보이고 있다.

두바이 더마를 시작으로 중동 진출 본격화

할랄 시장 규모



(단위: 천 달러) UAE 피부용 의료가 시장



(단위: 백만 달러)

출처: United Arab Emirates (UAE) Anti-Aging Market research report, 2028, RFS Team 5

출처: United Arab Emirates (UAE) Anti-Aging Market research report, 2028, RFS Team 5

이와 같은 피부용 의료 기기의 순항에서 리쥬란은 보톡스와 같이 피부과에서만 처방받을 수 있는 고급 진 피층 주사인 점, **중동 지역의 예민한 종교적 문제인 할랄**에 부합하기에 차년 하반기까지 중동 진출 성공률 은 매우 높다고 보인다.

이러한 기대감 속 리쥬란의 중동 진출은 기존에 진출한 **메디톡스의 85억원(650만 달러) 매출을 뛰어넘는 124억** 매출을 달성할 것으로 보인다. 1) 단순히 **“어려 보이게 하는”** 특신과 필러의 대체제로 여겨지는 스킨 부스터의 성장세, 2) 빠른 효과와 자체 개발 로열티, 3) 재빠른 국내외 피부용 의료기기 장악력을 미루어 보 았을 때, **메디톡스의 중동 진출 상황과 비교한다면 124억 매출(956만 달러)**이 예측되는 바이다.

메디톡스 '22년 수출 현황

(단위: 천 원) 국내 시장에서 매출우위를 점하는 동사

(단위: 백만 원)

국내	79,821
아시아	73,714
유럽	6,565
중동	8,536
미주	48,296
기타	227
합계	217,159

구분	당기	
	국내	해외
상품매출	29,762	504
제품매출	134,368	89,850
기타매출	5,941	582
합계	170,071	90,936

출처: Dart 전자공시시스템, RFS Team 5

출처: Dart 전자공시시스템, RFS Team 5

2-(2). 다시 리쥬란에 눈뜨고 있는 말레이시아

동사는 **말레이시아에서의 리쥬란 런칭 경험을 바탕으로 리쥬란 트렌드에 집중하고 있는 말레이시아 시장을 공략할 것이다.** 말레이시아는 ASEAN 10개국 중 싱가포르, 브루나이를 제외한 국가 중 소득수준이 가장 높으며(1인당 GDP 1만 1천 달러), 프리미엄 라이프스타일을 추구하는 인구 비중도 큰 편이다. 말레이시아의 화장품 시장 규모는 '23년 약 152억 링깃(약 30억 달러)으로 아시아 내 미용 시장 10위, YoY +14.9%를 보이며 성장하고 있다.

아시아 국가 화장품 시장 규모

(단위: 백만 달러)

순위	국가명	2023	2024(추정치)
1	중국	77,553	82,874
2	일본	28,288	29,356
3	인도	14,322	15,643
4	대한민국	12,667	13,343
5	인도네시아	7,313	7,902
6	태국	6,295	6,818
7	타이완	4,566	4,810
8	필리핀	3,903	4,297
9	홍콩	3,493	3,944
10	말레이시아	3,082	3,542
11	베트남	2,438	2,649
12	싱가포르	1,313	1,402

출처: 보간산업통계, RFS Team 5

현지 유통사와 협력하는 클리닉
200+개
활발한 홍보활동 진행중

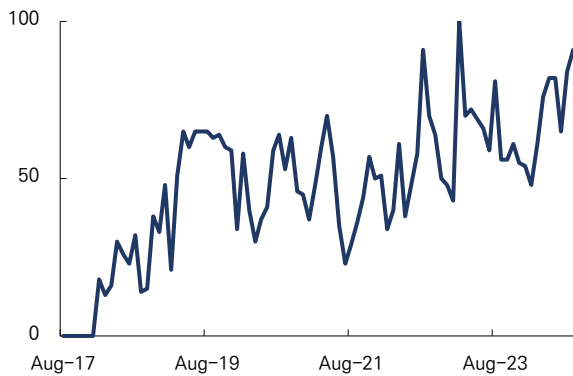
동사는 현지 유통사 Elogio와의 협력으로 다시 한번 태동하는 말레이시아 현지 수요 대응 준비를 마쳤다. Elogio는 리쥬란의 말레이시아 독점 유통사로 '19년 리쥬란 런칭 이후 200여개의 말레이시아 클리닉에 리쥬란을 공급하고 있다. 동사와 Elogio는 정기 워크숍을 진행하여 의사들의 숙련도를 높이고 있으며, 지난 9월 현지 의사 대상 심포지엄 Rejuran Expert Summit 2024 개최 및 국제 미용·성형·레이저 학회 AMSC(Aesthetic Medicine & Surgery Conference)에 참가하는 등 활발한 홍보 활동을 이어 나가고 있다.

다시 주목하는 '리쥬란'

'19년 6월 리쥬란 런칭을 마쳤음에도 유의미한 수출 지표가 미미한 이유는 1) 2019년이 스킨부스터 시장 개화 전이었다는 점, 2) '20년~'22년 이어진 팬데믹으로 의료 시술이 어려웠던 점으로 인해 리쥬란의 현지 홍보 효과가 떨어진 것으로 추론한다. 그러나 최근 말레이시아에서의 '리쥬란' 언급 트렌드가 심상치 않다. '22년 이후 말레이시아 구글 트렌드는 다시 한번 최고점을 향해 올라가는 중이며, '24년 8월 'rejuran' 관련 틱톡 게시물 수도 약 1천 개로 태국에 이어 2위에 안착했다.

말레이시아 'Rejuran' 구글 트렌드

'24년 8월 틱톡 게시물



국가	포스팅수	품목허가	리쥬란 런칭	리쥬란HB 런칭
전세계	11,000			
태국	5,000	2022.08	2023.1	2024.08
말레이시아	1,000	2018.01		
인도네시아	988	2019.01		2024.05
우크라이나	850	O		
미국	308	X		
베트남	264	2018.01	2024.05	
호주	204	2023.08	2024.02	
필리핀	177	O		
싱가포르	150	2017.10		2024.07

출처: Google Trends, RFS Team 5

출처: 파마리서치, Tiktok, RFS Team 5

동남아 수출 신화 이어질 전망

태국, 인도네시아, 싱가포르에서 보았던 성공적인 신규 런칭과 폭발적인 수출의 성공 신화는 말레이시아에서 이어질 것이다. '23~'24년 동남아에서 있었던 리쥬란/리쥬란 HB+ 정식 런칭 행사는 여지없이 폭발적인 수요로 이어졌다. 인도네시아의 경우 '24년 5월 리쥬란 HB+의 품목 허가를 받고 '24년 7월 런칭 행사를 열 만큼 해당 과정은 빠른 속도로 진전이 가능하며, 이미 리쥬란으로 품목 허가 및 정식 런칭 경험이 있는 동사는 전 과정을 효율적으로, 빠르게 진행할 수 있을 것이다.

말레이시아 시장 기대 요소

1) 2H25 리쥬란 HB+ 런칭

말레이시아 리쥬란 HB+ 정식 런칭은 '25년 하반기 이루어질 수 있을 것으로 보이며, 이 경우 4Q25 말레이시아향 수출 금액은 82만 달러를 달성할 것으로 전망한다. 말레이시아 화장품 품목 허가에는 통상 1~6개월이 소요되며, 품목 허가 이후 정식 런칭 행사 준비에도 최소 2개월 이상이 소요된다. 리쥬란 트렌드가 증가하고 있는 만큼 발 빠른 신규 런칭 행사 준비가 필요할 것이며, 할랄 인증이 더해질 경우 이보다 더 폭발적인 매출 성장의 가능성도 열려있다.

2) 할랄 인증

Investment Point 3. “파마리서치, 원가 다이어트로 OPM은 근육질”

동사는 1) 원가절감에 유리한 사업구조로의 변화 2) PN/PDRN 자체생산량 증가에 따른 생산비용 개선의 영향으로 마진구조를 지속적으로 개선, 25년 매출원가율 20.6%(YoY-30%)를 달성하며 38.15%의 영업이익률로 설립 이래 가장 높은 OPM을 달성할 것으로 전망한다.

3-(1). 사업부 체질 변화로 원가는 슬림하게, 성장은 탄탄하게

동사 매출의 75%이상을 차지하는 의료기기 사업부와 화장품사업부는 1) 낮은 원가율, 2) 높은 성장성의 이점을 바탕으로 25년 상반기까지 20% 이상의 매출액 증대와 6% 대의 원가율 개선을 이끌어 낼 것이다.

1) 리쥬란 신규시장 진출, 2) 화장품 사업부의 매출액 후행 효과를 이유로 동사의 사업구조가 의약품 사업부에서 의료기기와 화장품 중심의 사업부로 역전되며 동사의 매출원가율은 연평균 2.6%이상 개선되고 있다. 이는 화장품 및 의료기기 사업부의 매출 원가율이 의약품 사업부에 비해 2배가량 낮기 때문이다.

향후 리쥬란의 신규 해외시장 진출로 인한 의료기기 사업부 매출액증대, 후행 하는 화장품 매출액을 바탕으로 의료기기 및 화장품 사업부 비중이 3%이상 증가하여 ‘25년 매출원가율 20.6% (YoY -30%) 달성’으로 Bottom-Line 성장을 이뤄낼 것이다. 동사 모든 화장품은 “리쥬란”이라는 이름 하에 힐러, 더마힐러, 클리닉 등 다양한 제품군으로 나누어진다. 리쥬란의 브랜딩 이미지는 ‘가격대가 있고 고통스럽지만 확실한 성능’으로 요약할 수 있다. 24년 소비자 설문조사에 의하면 저렴한 가격의 화장품을 선호하는 것이 아닌 “품질 대비” 즉 성능을 중요시하며, 사용 후기를 통해 검증된 상품을 선호하는 경향이 있다는 것을 확인할 수 있다. 실제로 동사의 화장품은 리쥬란 힐러로 쌓아온 브랜드 이미지를 바탕으로 “성능은 확실하다”라는 평을 받고 있다. 2Q24 동사 화장품 사업부의 매출액은 198억원(QoQ+112%)가량으로 1Q19부터 분기 평균 10%의 성장세를 보여주며, **동사의 화장품 라인의 성능이 단순히 입소문만이 아닌 화장품 사업부의 실적으로 연결됨**을 알 수 있다. 또한 동사의 화장품은 3개월의 시차를 두고 화장품 사업부의 매출액이 의료기기 사업부 매출액에 후행한다(상관관계 0.77). 이와 같은 매출구조로 19년부터 화장품 사업부의 매출액은 의료기기 사업부의 낙수효과를 누리며 연평균 49%로 성장하고 있다.

화장품 구매 시 고려요소

- 1) 우수한효과(60.4%)
- 2) 사용감(40.2%)
- 3) 품질 대비 합리적인 가격(38.7%)
- 4) 사용후기(27.9%)

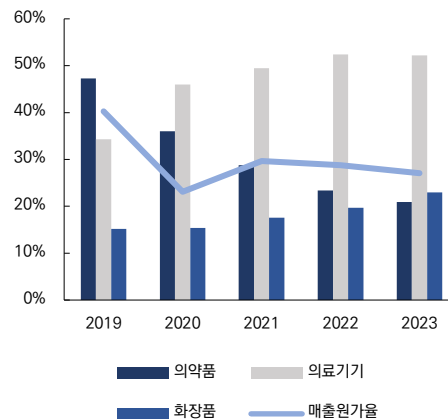
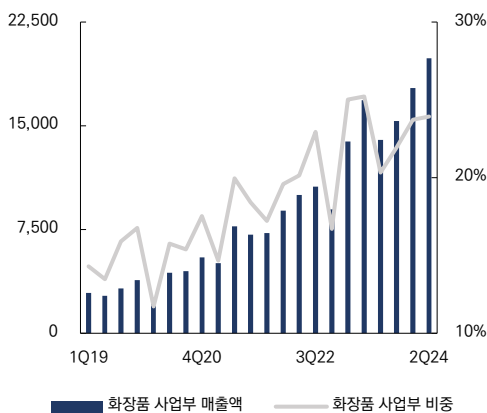
화장품 사업부 매출액 및 비중

(단위: 백만원)

사업부 비중 및 매출원가율

(단위: %)

리쥬란 라인 화장품 종류



분류	제품
힐러	리쥬란 힐러 트리플 레디언스 앰플
힐러	리쥬란 힐러 던오버 앰플 듀얼 이펙트
더마힐러	리쥬란 더마 힐러 모이스처 트리트먼트 토너
더마힐러	리쥬란 더마 힐러 모이스처 버블 클렌징 워터
클리닉	리쥬란 스킨 부스터
클리닉	리쥬란 톤업부스터
바이옴힐러	리쥬란 바이옴 힐러 유스 포뮬러 크림
바이옴힐러	리쥬란 바이옴 힐러 유스 포뮬러 앰플
어드밴스드	리쥬란 어드밴스드 트리트먼트 마스크
어드밴스드	리쥬란 어드밴스드 페이스 앤 넥 크림
리커버 힐러	리쥬란 리커버 힐러 부스팅 젤
리커버 힐러	리쥬란 리커버 힐러 피밍 크림

3-(2). DOT기술로 매출원가를 가볍게 재조합하다

동사는 자체 기술 DOT를 활용한 PN/PDRN 자체 생산을 통해 25년 상반기 매출원가를 개선할 것이다. 동사는 DOT(최적 DNA 단편 혼합물 제조 및 제품화 기술)를 활용한 자체적인 PN/PDRN 생산으로 원재료 수입 비중을 감소시키며 생산원가를 큰 폭으로 감소시켰다. '19년 상반기 동사는 강릉 제2공장 신축을 통해 PN/PDRN의 원재료 자체 생산을 2배가량 늘렸다. 이에 '20년도 원재료 수입비중은 전년대비 12.9%p 감소했으며, 동기간 매출원가는 23.1%로 전년 대비 17%p가량 개선되었다.

24년 상반기 기계장치 추가도입

- 제1공장 생산능력 230,400G으로 +179,000G 확충
- 제2공장 생산능력 216,000G으로 +82,600G 확충

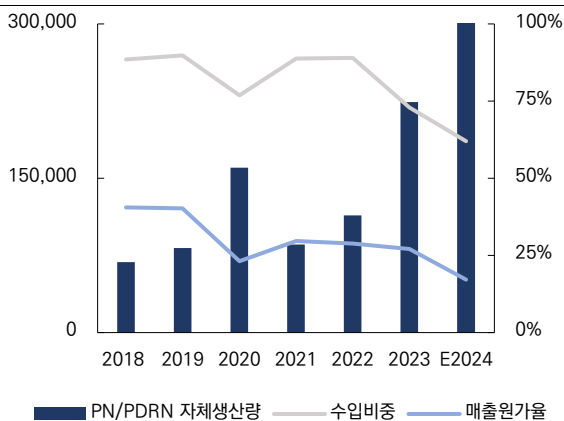
연평균 가동률 및 최대 가동률

- 제1공장 연평균 가동률 55%
- 제1공장 최대 가동률 124%
- 제2공장 연평균 가동률 85%
- 제2공장 최대 가동률 160%

동사는 1) 원재료 CAPA의 확충 2) 생산설비의 유휴 가동률을 근거로 늘어나는 의료기기에 대한 수출수요를 온전히 소화해내며 25년까지 최소 6%이상의 매출원가율 개선을 이뤄 낼 것이다. 1공장과 2공장의 증설된 생산설비를 활용하여 각각 연평균 가동률로 가동하면 PN/PDRN을 연 312,140G만큼 생산할 수 있다. 회귀분석 식을 이용하여 증설 이후 수입비중은 약 62%이고, 이를 통해 매출원가율을 24.3% 하락시킬 수 있음을 도출했다. 이번 증축으로 인해 동사는 고유 기술을 통한 자체생산의 이점을 갖고 매출원가율을 3%이상 개선할 여지가 있다는 결론에 도달할 수 있다.

더하여, 아직 동사 생산설비의 평균 가동률은 최대 가동률에 한참 미치지 못한다. 동사의 생산설비가 높은 수준으로 늘어났음을 감안해도, 1공장과 2공장의 가동률은 최소 현재 평균가동률에 +50%이상 가동될 수 있다고 판단한다. 동사는 늘어나는 해외수요에 대한 수출물량을 충분히 감당할 수 있는 원재료 CAPA를 갖춰가고 있는 것이다. 동사의 23년 수출액은 동남아 시장진출 여파로 213억(YoY+463%), 연평균 150%의 성장률을 보인다. 이러한 점으로 미루어 보아, 동사의 수출규모는 급속도로 확대될 것이라 전망한다.

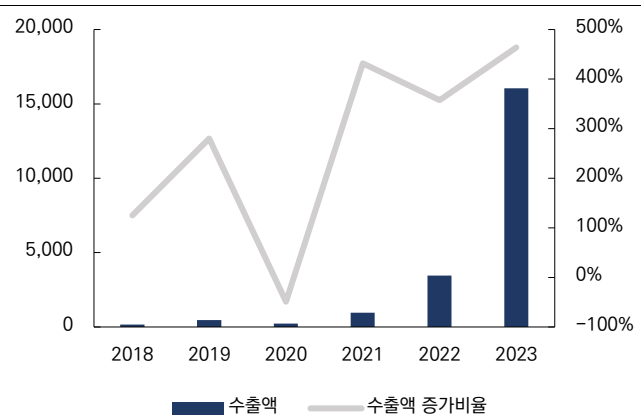
PN/PDRN 생산량, 수입비중, 매출원가율 (단위: 백만 달러)



출처: Dart 전자공시시스템, RFS Team 5

필러를 포함한 의료기기 수출액

(단위: 천 달러)



출처: Dart 전자공시시스템, RFS Team 5

III. Risk

나야, 콘쥘란 (슬관절강 PN 주사 의료 체계 변경)

동사의 콘쥘란으로 대표되는 슬관절강 PN 주사에 대한 선별급여 지정 및 실시 등에 대한 기준에 대한 일부 개정이 예고되었다. 주요한 내용은 1) 슬관절강내 주입용 PN의 본인부담률 80%→90% 상향, 2) 6개월 내 최대 5회 투여를 '1주기(총 5회)'만 인정 위 두 가지 내용이다. 이에 PN 주사 선택 시 환자의 부담 금액이 높아지며 금액적 부담이 높아진 PN 주사제 수요 약화 우려가 동사의 리스크로 지목된다. 그러나 본 리서치팀은 위 리스크를 다음 두 가지 요인 1) 산업계와의 쟁점과 집행정지, 2) 해외 시장 수출 다각화로 해소할 수 있을 것이라 판단한다.

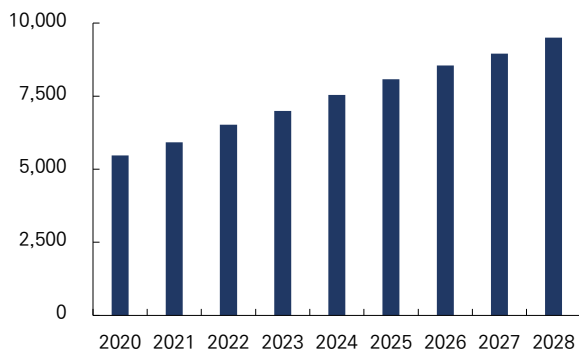
슬관절강 PN 주사제를 출시하는 제약 기업과 이해관계자들은 위 개정에 반대하며 고시 취소소송 및 집행정지를 예고했다. 실제로 '24년 3월 최초 발표 이후 7월 시행을 앞두고 있었으나 산업계 반발로 인해 연기된 바 있다. 개정이 시행되더라도 즉각적으로 집행정지 신청이 시작될 것으로 보여 단기간 내에 위 개정이 슬관절강 PN 주사 시장에 적용되기 어려울 것으로 전망한다.

국내 건강보험 급여 개정의 영향을 받지 않는 수출 비중 증가는 PN 주사 의료 체계 변경에 대한 매출액 감소분을 상쇄시켜 줄 것이다. 세계적인 고령화 진행으로 사회구조가 바뀌며, 글로벌 관절주사 시장 규모는 23년 700억달러로 CAGR 8% 성장하고 있으며, 동사는 이러한 추세에 맞춰 콘쥘란의 해외 품목허가를 진행 중에 있다. 기존 관절강시장의 주요제품 중 하나인 HA주사 대비 PN 주사는 반감기가 2주 정도로 효과가 빨리 나타난다. HA 주사는 치료 주기가 6개월에 1~3회 정도로 치료 간 기간이 길어 일상생활에서 관절염 증상에 대한 환자들의 불편이 호소 된다. PN주사인 콘쥘란은 1주 간격으로 3회 투여가 권장되며, 치료 간 기간이 짧고 효과가 좋아 높은 환자 만족도로 관절강 주사시장에서 PN 주사의 수요가 증가하고 있다. 또한 콘쥘란과 HA 주사는 혼용이 금지되어 있기 때문에 시장수요가 HA 주사에서 PN 주사로 대체되는 추세이다. 이에 해외시장 매출 비중 증가로 국내 매출액 감소분을 해외 매출액 증가분이 상쇄해 줄 수 있을 것으로 판단한다.

글로벌 관절주사시장 시장규모

(단위: 천만 달러)

HA 및 PN 주사 비교



분류	HA	PN
성분	히알루론산	폴리뉴클레오티드
대표상품	시노비안(LG 생활건강)	콘쥘란(파마리서치)
효과	낮은 임상 효과	높은 임상 효과
가격	회당 약 68,000 원	회당 약 50,000 원
목적	골관절염 치료 목적	

출처: Dart 전자공시시스템, RFS Team 5

출처: RFS Team 5

IV. Estimate Logic

해외 수출

해외 수출액 추정

단위	PN수출금액	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E
\$	태국	1,840	560	214,590	809,035	3,670,548	3,168,880	855,850	739,305	855,170	549,300	1,160,164	1,574,978	399,908	193,741	304,470	201,347
\$	인도네시아	-	-	-	-	-	-	-	-	-	204,000	1,426,487	662,622	564,647	556,800	468,898	853,845
\$	싱가포르	-	800	940	20,400	-	960	284,250	337,876	354,365	1,120,468	2,291,308	2,153,412	581,593	502,395	581,131	373,277
\$	말레이시아	800	-	400	960	-	-	-	-	66,520	-	19,396	-	-	-	-	822,178
\$	중동	9,200	18,400	11,075	22,291	46,000	-	5,200	52,400	46,000	-	50,000	661,458	2,326,458	2,442,781	2,564,920	2,693,166
\$	중국	481,724	735,494	3,608,739	5,139,442	1,679,291	4,043,277	7,489,053	11,486,691	2,073,223	5,616,085	15,863,332	23,411,654	6,021,678	12,538,070	35,415,341	52,267,185
\$	일본	3,991	1,636	3,879	-	86,599	477,814	898,666	488,482	287,038	714,508	597,174	521,800	530,130	590,903	560,002	550,709
\$	기타	15,120	45,386	40,163	230,144	23,600	64,150	216,245	341,697	136,996	226,674	230,403	233,943	207,004	224,506	223,964	222,354
1000\$	총PN수출액(중국제외)	31	67	271	1,083	3,827	3,712	2,260	1,960	1,746	2,815	5,775	5,808	4,810	4,511	4,703	5,717
1000\$	총PN수출액(중국)	482	735	3,809	5,139	1,679	4,043	7,489	11,487	2,073	5,616	15,863	23,412	6,022	12,538	35,415	52,267
1000\$	총 매출액	10,909	10,084	10,905	10,435	14,930	18,686	19,014	18,142	19,961	21,105	33,180	38,564	23,469	27,811	44,348	58,622
1000\$	총(중국제외)	659	839	762	1,816	10,376	8,944	4,408	2,644	9,126	7,047	14,254	14,334	11,458	11,222	11,683	14,115
1000\$	총(중국)	10,251	9,244	10,143	8,619	4,554	9,742	14,606	15,498	10,835	14,059	18,926	24,230	12,010	16,589	32,665	44,507
백만원	총PN수출액	666	1,043	5,044	8,089	7,158	10,082	12,674	17,480	4,965	10,960	28,130	37,986	13,821	22,164	52,154	75,379
백만원	총PN수출액(중국제외)	40	87	352	1,408	4,875	2,938	2,548	2,270	3,659	7,507	7,507	7,551	5,993	5,864	6,114	7,432
백만원	총PN수출액(중국)	626	956	4,691	6,681	2,183	5,256	9,736	14,933	2,695	7,301	20,622	30,435	7,828	16,299	46,040	67,947
백만원	총 수출액	14,182	13,109	14,176	13,566	19,409	24,292	24,718	23,585	25,949	27,437	43,134	50,133	30,509	38,154	57,653	76,208
백만원	총(중국제외)	856	1,091	990	2,361	13,489	11,627	5,730	3,437	11,863	9,161	18,530	18,634	14,896	14,588	15,188	18,349
백만원	총(중국)	13,326	12,018	13,186	11,205	5,920	12,665	18,988	20,148	14,086	18,276	24,604	31,499	15,613	21,566	42,465	57,859

출처: RFS Team 5

[태국]

의료기기와 화장품 매출의 비중을 공시된 데이터에서 분리할 수 없어 '23년 1월부터 '24년 8월까지의 수출 금액, 중량, ASP를 통해 어떤 제품이 수출을 주도했는지 추정했다. 1) ASP가 높고 중량이 적은 경우는 의료기기 '리쥘란'이 수출 주도, 2) ASP가 낮고 중량이 높은 경우는 화장품 라인이 수출을 주도한다고 추정했다. '25년부터는 '23년 6월부터의 흐름을 따라간다고 추정했다.

P: '24년 9월부터 12월은 리쥘란 HB 출시의 영향권에 있고 화장품도 발달한 태국 시장이라는 점을 근거로 대표적인 리쥘란 수출 주도 달인 '24년 4월과 대표적인 화장품 수출 주도 달인 '24년 8월 ASP의 평균을 구한 후 1) 리쥘란 HB가 기존 리쥘란 P에 2배인 것, 2) 리쥘란 HB의 침투율을 고려해 조정해주었다.

Q: 중량의 경우 '24년 12월 수출 중량을 추정해 '24년 8월부터 일정하게 감소하도록 추정했다. '24년 12월 중량은 '23년 당시 출시 4-6개월에 해당하는 시기의 중량 평균을 구했다. 기존 리쥘란이 존재하는 시장에 업그레이드 리쥘란을 출시했기 때문에 중량이 이전만큼 증가하지는 않을 것이므로 0.7을 곱해 조정해주었다.

[인도네시아]

인도네시아 이전 리쥘란 정식 출시 이력이 없고 수출 데이터도 부족하기 때문에 '24년 7월 출시된 이후로 ASP의 큰 변동이 없을 것이라 판단하며 ASP, Q를 분리하지 않고 수출액 자체로 추정한다. '24년 7월 런칭 달에는 MoM+289%를 달성했지만 '24년 8월 MoM-50%로 빠르게 전환되어 태국 '23년 6월 이후 추이를 따라갈 것이라고 판단한다.

[싱가포르]

싱가포르 매출의 경우, 태국과 싱가포르의 K-뷰티에 대한 관심도, 기후적 특성 그리고 현지 시장 성장률이 유사함을 고려하여 리쥬란 런칭 이후 태국향 수출 패턴을 적용하였다. '23년 리쥬란 태국 런칭 이후 수출액 월별 성장률을 싱가포르에 적용하여 예상 수출액을 산출하였다. 이후 태국과 싱가포르의 시장 성장률의 차이를 비교하여 싱가포르 매출액에 프리미엄 +10%를 적용하였다. 태국 뷰티 시장의 향후 5년간 성장률은 약 30%, 싱가포르는 약 43%로 추정된다. 성장률 비율이 약 10%로 산출되어 싱가포르 시장이 태국보다 10% 더 빠르게 성장할 것으로 예상되고, 싱가포르 소비자들이 향후 5년간 태국 소비자들보다 고가 뷰티 제품에 더 많은 지출을 할 가능성이 높다는 점을 반영하여, 프리미엄 10%를 적용하는 것이 타당하다 판단하였다.

[중동]

아랍향 매출의 경우 기존의 매출이 정해진 바가 없기 때문에 비슷한 효과를 가지고 있으나 효능에 있어 동사가 절대우위를 가지고 있는 비교군인 메디톡스를 대상으로 정하였다. 동사의 중동 진출 현황은 2023년부터 유의미한 매출이 나오기 시작한 메디톡스 사의 22년 중동 진출 상황과 그 상황이 비슷하거나 더 빠르다. 이를 미뤄 보아 동사는 차년부터 유의미한 매출을 보일 것으로 예상된다. 이러한 시차를 감안하고 메디톡스의 23년 1분기 중동행 피부용 의료기기 매출액을 추정한 후, 시장 성장성, 국내 시장 장악속도와 점유율 차이를 상정하여 1Q25 매출을 추정하였다. 이후 성장률의 경우 출시 보수적으로 설정하여 시장 성장률을 따랐다.

[말레이시아]

4Q25 말레이시아 리쥬란 HB+ 런칭이 이루어진다는 가정 하에 태국, 인도네시아, 싱가포르의 침투율을 시장규모 가중평균하여 반영하였다.

[그 외]

중국 및 일본 등 유의미한 영향을 미칠 수 있는 국가들의 수출 금액은 따로 추정하였다. 수출 금액과 실제 수출 매출 간 회귀분석을 통해 매출을 추정하였다.

내수

내수 매출액의 경우 동사의 PN/PDRN 생산량과 제품량의 상관관계(0.76), 제품량과 매출액의 상관관계(0.81)를 근거로 회귀 분석하여 추정했다. PN/PDRN 생산량의 경우 24년 하반기 설비증설과 동사 수출액에 기초한 가동률을 근거로 추정하였으며, 내수 제품량의 경우 무역통계를 활용한 수출 제품량과 동사의 수출, 내수비중을 통해 역산하여 추정하였다.

비용추정

매출원가 추정

3) PN/PDRN 생산량 - 매출원가율 상관관계 분석

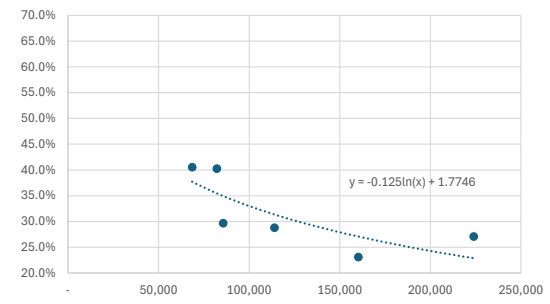
단위: GRAM

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
PN/PDRN 생산량	68,505	82,183	160,232	85,617	113,912	223,943	447,180	734,717
매출원가율	40.6%	40.3%	23.1%	29.7%	28.8%	27.1%	24.8%	18.6%

*24년 생산량은 1Q24,2Q24 기준 생산량에 추정 생산량을 합산

분석결과 높은 역의 상관성을 가짐

-0.7077405



회귀 분석식을 통해 PN/PDRN 생산량을 통한 매출원가율 추정

*한계비용 감소로 인한 부분으로 로그함수 사용

출처: RFS Team 5

매출원가의 경우 수출액과 PN/PDRN 설비가동률의 상관관계(0.96), PN/PDRN 생산량과 매출원가율의 역의 상관관계(-0.7)를 근거로 매출원가율 추정을 통한 매출원가를 계산했다.

판관비 및 기타비용 추정

상관계수	계정명	단위	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	추정 논리
0.97	판관비와판관비(*)	백만원	35,463	40,769	35,638	40,741	53,072	64,892	여러 런칭 행사로 태국 런칭이 있었던 4Q22 판관비 비율까지 증가한다고 가정, 선 여러 런칭 행사로 태국 런칭이 있었던 4Q22 판관비 비율까지 증가한다고 가정, 선
	판관비 비율	%	35.74%	37.21%	38.69%	40.17%	41.64%	43.12%	
	영업이익(손실)	백만원	37,201	41,589	35,036	38,657	48,666	57,581	
0.83	금융수익(*)	백만원	6,578	7,434	6,536	7,807	8,987	10,772	매출액 상관관계가 높아 금융수익 비중 사용
		%	6.63%	6.79%	7.10%	7.70%	7.05%	7.16%	최근 2개년 이동평균
0.53	금융원가(*)	백만원	4,447	5,436	6,561	5,504	5,675	6,098	태국 런칭이 있었던 4Q22-1Q24 반영
(0.01)	이자비용	백만원	653	897	963	923	1,047	1,261	경향성이 없어 최근 4분기 이동평균
0.39	외환손실(*)	백만원	343	348	235	260	297	285	경향성이 없어 최근 4분기 이동평균
0.06	금융자산처분손실(*)	백만원	100	56	75	75	76	71	경향성이 없어 최근 4분기 이동평균
0.48	금융자산평가손실(*)	백만원	3,471	4,285	5,354	4,330	4,360	4,582	경향성이 없어 최근 4분기 이동평균
	기타		-120	-150	-67	-84	-105	-101	경향성이 없어 최근 4분기 이동평균
(0.28)	기타수익(*)	백만원	117	128	139	146	132	136	경향성이 없어 최근 4분기 이동평균
0.16	기타비용(*)	백만원	947	1,184	575	709	854	831	경향성이 없어 최근 4분기 이동평균
0.24	종속기업, 공동지배기업및관계*백만원		1,819	2,042	2,448	2,221	2,132	2,211	경향성이 없어 최근 4분기 이동평균
0.83	법인세비용차감전계속사업이익*백만원		40,321	44,572	37,022	42,617	53,390	63,771	
0.79	법인세비용	백만원	9,812	10,846	9,009	10,371	12,992	15,518	매출액 증가에 따라 법인세율 증가 예상
	법인세율	%	24.33%	24.33%	24.33%	24.33%	24.33%	24.33%	
0.78	계속영업이익(손실)	백만원	30,509	33,726	28,013	32,247	40,398	48,253	
0.78	당기순이익(손실)	백만원	30,509	33,726	28,013	32,247	40,398	48,253	

출처: RFS Team 5

판관비의 경우 여러 국가에서의 런칭이 진행됨에 따라 빠르게 증가할 것으로 예상, 4Q22의 수치까지 증가함을 가정했다. 기타비용은 매출액과의 상관관계가 높은 경우 매출액 비중을, 그 외의 경우 경향성이 없어 이동평균을 사용하였다.

V. Valuation

동사의 가치평가 방식으로 Historical P/E Valuation 방식을 채택하였다. 현재 동사는 동남아시아를 비롯한 여러 국가에서 리주란의 신규 런칭을 진행한 상태로, 수출 물량의 폭발적 성장이 실적과 주가에 대한 기대를 높이고 있다. 이에 1H23 태국에서의 리주란 정식 런칭 시기와 유사한 기대를 받고 있다고 판단했으며, '23년 1월 태국 런칭 이후 수출 물량의 증대가 실적으로 이어졌던 '23년 상반기의 P/E 평균값인 21배를 Target P/E로 선정했다.

앞서 언급한 국가 별 추정 논리를 바탕으로 '25년 목표 주가 299,000원, 상승여력 55%, 투자의견 BUY를 제시한다.

Valuation Table

파마리서치 P/E Valuation			
구분		단위	비고
25F 당기순이익	148,910	백만원	(A)
발행주식수	10,464,152	주	(B)
25F EPS	14,231	원	(C) = (A) ÷ (B)
Target P/E	21.0	(배)	(D) 1H23 평균 P/E (태국 런칭)
적정주가	299,013	원	(E) = (C) × (D)
목표주가	299,000	원	25년 목표주가
현재주가	192,600	원	24.10.02 기준 종가
상승여력	55	%	

출처: RFS Team 5

예상 포괄손익계산서 (요약) (억 원)	2022	2023	2024E	2025E
매출액	1,948	2,606	3,666	4,715
매출원가	532	708	1,006	972
매출총이익	1,415	1,899	2,660	3,743
판매비와관리비	756	980	1,298	1,943
영업이익	659	919	1,362	1,799
비영업손익	(52)	(39)	(17)	(24)
금융손익	(39)	117	18	103
관계기업등 투자손익	(28)	7	98	90
세전계속사업손익	540	1,003	1,461	1,968
계속사업법인세비용	106	234	348	479
계속사업이익	434	769	1,113	1,489
당기순이익	434	769	1,113	1,489
지배주주귀속순이익	406	766	1,135	1,506
비지배주주귀속순이익	29	7	(23)	(17)
총포괄이익	394	786	1,128	1,506
지배주주귀속총포괄이익	366	777	1,147	1,513
비지배주주귀속총포괄이익	28	9	(19)	(6)
EBITDA	165	1,043	1,508	1,976
FCF	422	529		
EBITDA 마진율 (%)	8%	40%	41%	42%
영업이익률 (%)	34%	35%	37%	38%
지배주주귀속 순이익률 (%)	21%	29%	31%	32%

예상 현금흐름표 (요약) (억 원)	2022	2023	2024E	2025E
영업활동으로 인한 현금흐름	594	649	822	1,229
당기순이익	434	773	1,113	1,489
비현금수익비용가감	357	278	387	393
감가상각비	68	85	146	176
기타	289	193	241	217
영업활동으로인한자산및부채의변동	(105)	(307)	(330)	(175)
매출채권 및 기타채권의 증감	(48)	(3)	(131)	(61)
재고자산 증감	(83)	(282)	(47)	(70)
매입채무 및 기타채무의 증감	25	(3)	(152)	(44)
법인세납부	(138)	(170)	(348)	(479)
투자활동으로 인한 현금흐름	(119)	(447)	(297)	(85)
유형자산의 증감	(170)	(121)	(189)	(84)
무형자산의 증감	(4)	(6)	(8)	(12)
금융자산의 증감	51	(278)	(94)	23
기타	4	(42)	(5)	(12)
재무활동으로 인한 현금흐름	(93)	(260)	(58)	(204)
금융부채의 증감	(188)	(19)	23	(3)
자본의 증감	0	4	(97)	(97)
배당금의 지급	(63)	75	97	97
기타	158	(320)	(81)	(201)
현금의 증감	313	(58)	467	940
기초현금	417	729	672	1,139
기말현금	729	672	1,139	2,078

예상 재무상태표 (요약) (억 원)	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	2,473	2,565	3,447	4,347
현금 및 현금성자산	729	672	1,294	2,085
매출채권 및 기타채권	351	347	478	539
재고자산	245	502	549	619
기타유동자산	11	10	1,126	1,104
비유동자산	2,307	2,788	2,964	3,074
관계기업투자등	117	167	142	142
유형자산	1,180	1,231	1,420	1,504
무형자산	378	320	328	340
자산총계	4,781	5,353	6,410	7,421
유동부채	543	659	844	920
매입채무 및 기타채무	211	190	342	386
단기금융부채	16	6	11	11
기타유동부채	316	463	5	5
비유동부채	521	72	87	82
장기금융부채	2	2	20	16
기타비유동부채	519	70	1	1
부채총계	1,064	731	931	1,001
지배주주지분	3,435	4,331	5,323	6,390
자본금	51	52	52	52
자본잉여금	1,576	1,754	1,834	1,834
이익잉여금	1,909	2,608	3,566	4,633
비지배주주지분	282	291	275	275

예상 주당가치 및 valuation (요약)	2022	2023	2024E	2025E
P/E (x)	17.4	14.6	20.5	27.4
P/S (x)	3.6	4.3	5.8	5.0
P/B (x)	2.0	2.5	3.7	3.1
EV/EBITDA (x)	7.7	9.6	13.3	11.2
EPS (원)	4,151	7,347	10,632	14,231
BPS (원)	34,433	42,592	52,364	61,349
DPS (원)	660	950	950	950
배당수익률 (%)	0.9	0.9	0.9	0.9
매출액증가율 (%)	49.0	30.0	40.7	28.6
EBITDA증가율 (%)	58.8	20.9	46%	35%
EPS증가율 (%)	86.8	186.4	44.7	33.8
매출채권 회전율 (회)	6.4	8.1	7.7	8.7
재고자산 회전율 (회)	9.3	6.9	6.7	7.6
매입채무 회전율 (회)	9.2	13.7	10.7	12.2
ROA (%)	9.5	15.3	17.4%	20.1%
ROE (%)	12.5	19.7	19.9%	22.3%
ROIC (%)	23.4	27.0	33.5	34.6
부채비율 (%)	28.6	15.8	17%	15%
유동비율 (%)	455.9	389.1	408%	473%
이자보상배율 (%)	17.2	30.8	55%	68%