파마리서치 214450

Analyst 하태기 | 에스테틱/헬스케어 스몰캡
02-3779-3513, teagi.ha@sangsanginib.com

2차 주가 조정 끝내고 상승 전환 기대

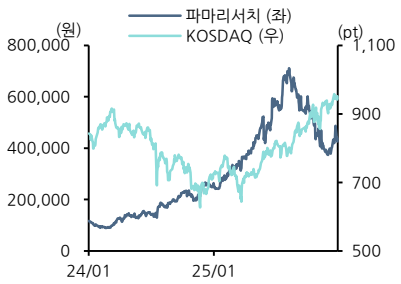
BUY 유지

목표주가 상향	730,000원
종가(26.01.16)	420,500원
상승여력	73.6%

Stock Data

KOSDAQ(01/16)	954.6pt
시가총액	43,688억원
액면가	500원
52주 최고가	711,000원
52주 최저가	241,000원
외국인지분율	14.2%
90일 일평균거래대금	677억원
주요주주지분율	
정상수 (외 8인)	34.9%
유동주식비율	65.0%

Stock Price



QR코드로 간편하게
상상인증권
더 많은 리포트 찾아보기

2025년 4분기 영업실적은 컨센서스 충족, 실적 추세에는 이상 없다

파마리서치의 **2025년 4분기 매출액은 전년 동기 대비 49.5% 성장한 1,541억원, 영업이익은 92.1% 증가한 647억원으로 추정된다**. 시장의 가이던스를 충족한 수치로 판단된다. 3분기 매출이 전분기 대비 매출성장이 일시적으로 멈추었으나 4분기에는 다시 증가 추세로 전환한 것이다. 미용의료 클리닉에서 일시적인 의료 부족이 해소되면서 매출도 정상적인 수준으로 회복된 것으로 해석된다. 오리지널 리쥬란 브랜드의 경쟁력이 살아 있음을 확인할 수 있을 것으로 평가된다.

리쥬란 의료기기, 화장품 매출 성장률 높다

첫째, 4분기에 의료기기에서 리쥬란 성장이 재개되었을 것으로 추정된다. 2025년 4분기에 전체 의료기기 매출액은 47.1% 증가한 904억원으로 추정된다. 이 중에서 **국내 매출은 50.4% 증가한 630억원, 수출은 40.0% 증가한 274억원으로 추정된다.** 4분기에는 의료관광 수요가 크게 증가했을 것이고, 국내 피부과 클리닉 의료 회복도 예상되기 때문이다. 국내 리쥬란 의료기기 매출은 분기 최고치 기록을 이어가고, 특히 수출에서도 수출 국가를 늘리면서 꾸준히 성장한 것으로 추정된다.

둘째, 4분기에 화장품, 의약품 매출도 고성장할 것으로 전망한다. 리쥬란 브랜드 후광으로 2025년 4분기에 국내외에서 화장품 매출액은 74.1% 증가한 397억원으로 추정된다. 국내외에서 화장품 성장이 놀라운 수준이다. 의약품(정형외과, 내과, 톡신)도 4분기 중에 46.5% 증가한 208억원으로 성장했을 것으로 추정된다.

2026년에도 영업실적 고성장 지속될 전망

2026년에도 리쥬란 브랜드의 경쟁력을 바탕으로 전사 연결 매출액이 28.1% 증가한 7,011억원으로 전망된다.

Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2023	261	92	77	7,417	14.8	9.9	2.6	19.7	0.9
2024	350	126	92	8,568	30.6	18.3	5.7	18.9	0.4
2025E	547	227	183	17,697	23.8	16.8	6.8	29.2	0.2
2026E	701	280	250	24,270	17.3	13.1	5.1	30.1	0.2
2027E	880	352	307	29,782	14.1	9.9	3.9	27.8	0.2

자료: K-IFRS연결기준, 상상인증권

주가는 2026년 상반기에 2차 조정 끝내고, 다시 상승할 가능성 높다

주가 1차 조정은 2023년 하반기에 쥬베룩 매출 증가 때,
2차 주가 조정은 ECM 매출 증가 영향
→ 선발 오리지널 브랜드의 경쟁력 기반, 주가 상승 전환 가능할 것

주가는 실적 호조에 대한 기대감이 작용하며, 2024년 3월부터 상승세로 전환, 지속적으로 장기간 상승했다. 2025년 6~7월에 기업분할 이슈로 조정을 거치고 2025년 8월 중순에 710,000원대로 신고치를 경신하기도 했다. 그 이후에 3분기 실적 성장 정체에 대한 우려가 노출되고, 국내 시장에서 ECM 스킨부스터 매출이 새롭게 약진하며 투자심리가 약세로 전환, 2025년 12월 중순에 367,000원에서 저점을 기록했다. 그러나 실적 회복에 대한 기대감이 형성되면서 2026년 1월 중순 현재 430,000원대로 회복 추세로 전환하고 있다.

동사의 주가는 리쥬란 브랜드 매출이 증가하면서 주가가 상승하기 시작한 2022년 이후, 현재까지 크게 두번의 큰 조정이 있었다. 이 과정을 분석해 보면 해답을 찾을 수 있을 것이다.

첫번째, 1차 주가 조정은 2023년 하반기부터 2024년 1분기까지의 8~9개월간 진행되었다. 이 당시 파마리서치는 공매도의 주요 타겟 종목이었다. 이유는 몇가지가 있었지만 가장 중요한 것은 바임의 스킨부스터 쥬베룩의 등장이었다. 바임의 매출액은 쥬베룩 중심으로 2021년 39억원, 2023년 107억원으로 성장했다. 그 이후 2023년 194억원에서 2024년 243% 증가한 665억원으로 성장했다. 리쥬란 입장에서는 우려할 정도로 급성장한 것이다.
그러나 파마리서치의 리쥬란은 쥬베룩의 등장에도 큰 영향 없이 고성장을 이어갔다. 파마리서치의 의료기기 매출액은 2023년 1,389억원(YoY +36.2%)으로 성장했고, 2024년에도 1,936억원(YoY +39.4%)으로 고성장한 것이다. 이 중에서 리쥬란 매출액은 약 80%인 1,600억원 이상으로 추정된다. 그리고 2025년에는 의료기기가 66.2% 증가한 3,217억원, 이 중 리쥬란 매출액은 90% 정도인 2,900억원 내외로 추정된다. 쥬베룩과 리쥬란 두 브랜드는 각자의 영역에서 시장을 확대하면서 자리잡으며 성장한 것으로 해석할 수 있다. 특히 이 과정에서 리쥬란 오리지널 브랜드의 높은 경쟁력과 성장 잠재력을 확인할 수 있었다.
1차 주가 조정기에 파마리서치 주가는 대규모의 공매도 물량 공세를 받으며 8~9개월간 주가하락이 지속되었다. 그 당시 주가 조정 폭을 보면 **2023년 8월 11일 158,200원에서 2024년 3월 8일 86,800원까지 45.1% 하락했다**. 그러나 리쥬란의 매출이 쥬베룩과 관계없이 고성장하는 것을 확인하면서 2024년 3월에 86,00원대에서 저점을 기록한 후, 2025년 8월말까지 70만원대로 급상승했다.

두번째, 2차 주가 조정은 2025년 하반기부터 2026년 1월 현재까지 6~7개월간의 조정을 거치고 있다. 2차 조정이 강력하게 출현한 것은 주가가 단기 급등한 상태에서 엘앤씨바이오와 휴메딕스가 출시한 엘라비에 리투오, ECM 스킨부스터가 새롭게 등장, 2025년 하반기에 매출이 빠르게 성장했기 때문이다. 이 기간에 스킨부스터 시장의 새로운 경쟁자가 출현, 리쥬란 국내 스킨부스터 시장을 상당히 잠식할 가능성을 보여 주었다.
그런데 2025년 연간 ECM기반 스킨부스터의 국내 매출액은 휴메딕스가 100억원에 근접하고, 엘앤씨바이오, 한스바이오메드의 **ECM 스킨부스터(셀르디엠)을 합치면 200억원대로 추정된다**. ECM 매출이 본격적으로 증가한 기간으로 볼 수 있는 **2025년에 4분기에 파마리서치의 국내 의료기기 매출이 50.4% 증가한 630억원으로 추정된다. 만약 이러한 수치가 4분기 실적 발표에서 확인된다면, 의미 있는 사건(계기)이 될 것이다.** ECM 기반 스킨부스터 매출 증가에도 불구하고 리쥬란은 국내 내수 수요 증가, 의료관광 수요 증가에 힘입어 기존의 성장궤도에 따라 계속해서 높은 성장을 하고 있다는 결과가 되기 때문이다. 이는 2월 초/중순 파마리서치 실적 발표에서 확인할 수 있다.

2026년에는 긍정적인 시나리오로 보면 ECM기반 스킨부스터 국내 합산 매출액은 400~500억원대 이상으로 성장할 것으로 예상된다. 마찬가지로 긍정적인 시각에서 2026년 리쥬란 브랜드 전체 연간 매출은 기존의 성장세가 이어진다면 4,000억원에 근접할 수도 있을 것이다. 향후 리쥬란은 국내시장에서 성장을 지속하고, 수출시장에서 더 높은 성장 잠재력을 창출할 것이다.

따라서 리쥬란은 ECM 기반 스킨부스터와는 별도로 오리지널 스킨부스터 브랜드로서 국내외 시장에서 독자적인 고성장을 지속할 수 있을 전망이다. 이러한 시각에서 본다면 **ECM 스킨부스터와 리쥬란은 각자의 영역에서 시장을 확장하며 성장을 이어갈 수 있을 전망이다.** 이번 2025년 4분기 실적 발표해서 국내 리쥬란 매출 성장 추이를 확인하게 된다면 보면 좀 더 확신을 가질 수 있을 것이다.

파마리서치의 2**차 주가 조정은 2025년 8월 말 713,000원대에서 12월 중순 367,000원대까지 48.5% 조정**을 받았다. 2026년 1월 현재까지도 조정기로 본다면 5개월 내외 조정을 거치고 있는 것이다. 충분히 조정을 받았다고 볼 수 있는 수준이다. 이와 같은 시각에서 2026년 2월 초 중순의 **2025년 4분기 실적발표에서 국내 내수 리쥬란 판매가 630~650억원 내외 이상으로 증가한 것을 확인할 수 있다면, 파라리서치 주가는 2차 조정을 마무리하고 다시 상승세로 전환할 수 있을 것**으로 판단된다.

2026년 추정이익 기준 PER이 17배 내외에 불과하다. 동사의 외형 성장률 25~30%를 고려하면 주가는 크게 저평가된 것이다. 2026년 영업실적 상향 조정을 등을 반영, 목표주가를 730,000원으로 소폭 상향 조정한다.

표 1. 부문별 매출액 추이 (단위: 억원)

				2025					2026				
구분	2022	2023	2024	1Q	2Q	3Q	4QE	2025E	1QE	2QE	3QE	4QE	2026E
의약품	**456**	**548**	**649**	**172**	**204**	**220**	**208**	**804**	**194**	**232**	**252**	**238**	**916**
(증감률)	2.9%	20.2%	18.4%	5.5%	14.0%	33.3%	46.5%	23.9%	12.6%	13.8%	14.6%	14.5%	14.0%
내수	313	341	386	106	134	134	129	503	114	145	145	139	543
(내수 증감률)	-0.9%	8.9%	13.2%	5.0%	42.6%	28.8%	48.3%	30.3%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
수출	143	206	263	66	70	86	79	301	79	88	108	99	373
(수출증감률)	11.7%	44.1%	27.7%	6.5%	-17.6%	41.0%	43.6%	14.4%	20.0%	25.0%	25.0%	25.0%	23.9%
의료기기	**1,020**	**1,389**	**1,936**	**695**	**850**	**768**	**904**	**3,217**	**973**	**1,099**	**1,029**	**1,144**	**4,245**
(증감률)	33.9%	36.2%	39.4%	81.0%	97.7%	51.5%	47.1%	66.2%	40.0%	29.3%	33.9%	26.5%	31.9%
내수	827	976	1,374	483	607	572	630	2,292	676	759	715	788	2,937
(내수 증감률)	31.9%	18.0%	40.8%	71.9%	93.3%	58.9%	50.4%	66.8%	40.0%	25.0%	25.0%	25.0%	28.2%
수출	194	413	562	212	243	196	274	925	297	340	314	357	1,307
(수출증감률)	42.6%	112.9%	36.1%	105.8%	109.5%	33.3%	40.0%	64.7%	40.0%	40.0%	60.0%	30.0%	41.3%
화장품	**384**	**585**	**774**	**279**	**308**	**352**	**397**	**1,336**	**359**	**397**	**453**	**511**	**1,720**
(증감률)	41.7%	52.3%	32.3%	57.6%	54.8%	107.1%	74.1%	72.6%	28.6%	28.9%	28.7%	28.6%	28.7%
내수	171	280	315	107	113	133	152	505	128	136	160	182	606
(내수 증감률)	51.3%	63.7%	12.5%	30.5%	31.4%	125.4%	72.7%	60.3%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
수출	214	305	459	172	195	219	245	831	230	261	293	328	1,114
(수출증감률)	34.6%	42.5%	50.5%	81.1%	72.6%	97.3%	75.0%	81.0%	34.0%	34.0%	34.0%	34.0%	34.0%
기타	**88**	**88**	**138**	**23**	**44**	**14**	**32**	**113**	**26**	**51**	**16**	**37**	**130**
(증감률)	39.0%	0.6%	56.1%	-0.7%	91.1%	-71.5%	-22.3%	-17.6%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
매출액 계	**1,948**	**2,610**	**3,501**	**1,169**	**1,406**	**1,354**	**1,541**	**5,471**	**1,552**	**1,779**	**1,750**	**1,930**	**7,011**
(증감률)	26.4%	34.0%	34.0%	56.5%	69.2%	51.8%	49.5%	56.3%	32.8%	26.5%	29.2%	25.2%	28.1%

자료: 파마리서치, 상상인증권

표 2. 분기별 요약 영업실적 추이

12월결산	2025				2026E			
(억원)	1Q	2Q	3Q	4QE	1QE	2QE	3QE	4QE
매출액	1,169	1,406	1,354	1,541	1,552	1,779	1,750	1,930
영업이익	447	559	619	647	621	712	700	772
세전이익	459	558	648	759	732	824	814	886
순이익	360	420	509	521	585	659	651	709
YoY(%)								
매출액	56.5	69.2	51.8	49.5	32.8	26.5	29.2	25.2
영업이익	67.7	81.7	77.2	92.1	38.8	27.3	13.2	19.2
세전이익	97.6	47.1	108.9	222.1	59.3	47.7	25.6	16.7
순이익	96.8	46.4	99.3	217.6	62.5	56.8	28.1	36.1

자료: 파마리서치, 연결기준, 상상인증권

표 3. 주가 밸류에이션 (단위: 억원)

2026E 지배주주순이익	2,501	
적정 PER(배)	34.0	리쥬란의 글로벌 성장 잠재력 감안 프리미엄 부여
기업가치	85,044	
발행주식수㈜	11,565,295	
자기주식수㈜	-	
유통주식수㈜	11,565,295	
적정 주가(원)	735,340	

자료: 상상인증권

대차대조표

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	**256.5**	**554.5**	**737.8**	**970.4**	**1,254.5**
현금 및 현금성자산	67.2	165.3	180.3	356.6	575.5
매출채권	34.7	42.5	84.5	105.7	131.4
재고자산	50.2	57.3	75.0	93.9	116.6
비유동자산	**278.8**	**301.2**	**301.9**	**326.2**	**357.8**
관계기업투자등	99.1	85.8	70.5	73.3	76.3
유형자산	123.1	147.3	171.1	192.5	221.0
무형자산	32.0	33.4	33.5	32.4	31.4
자산총계	**535.3**	**855.7**	**1,039.6**	**1,296.5**	**1,612.3**
유동부채	**65.9**	**82.8**	**93.0**	**107.6**	**125.1**
매입채무	19.0	40.2	54.1	67.8	84.2
단기금융부채	33.8	16.7	14.7	14.7	14.7
비유동부채	**7.2**	**203.4**	**207.5**	**207.7**	**207.8**
장기금융부채	1.3	197.0	201.5	201.5	201.5
부채총계	73.1	286.3	300.5	315.3	332.9
지배주주지분	**433.1**	**539.4**	**711.3**	**953.4**	**1,251.6**
자본금	5.2	5.3	5.3	5.3	5.3
자본잉여금	175.4	197.3	198.1	198.1	198.1
이익잉여금	260.8	343.1	509.6	751.7	1,049.8
비지배주주지분	**29.1**	**30.0**	**27.8**	**27.8**	**27.8**
자본총계	**462.2**	**569.4**	**739.1**	**981.2**	**1,279.4**

손익계산서

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**261.0**	**350.1**	**547.1**	**701.1**	**879.8**
매출원가	70.8	98.9	125.1	168.3	211.1
매출총이익	190.3	251.2	422.0	532.8	668.6
판매비와 관리비	98.0	125.2	194.8	252.4	316.7
영업이익	**92.3**	**126.1**	**227.2**	**280.4**	**351.9**
EBITDA	104.3	139.7	243.1	297.9	371.2
금융손익	4.0	10.5	11.4	45.4	47.6
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	4.4	-20.7	3.7	-0.1	-0.1
세전계속사업이익	**100.7**	**115.8**	**242.3**	**325.7**	**399.4**
계속사업법인세비용	23.4	26.9	61.5	65.1	79.9
당기순이익	77.3	88.9	180.8	260.6	319.5
지배주주순이익	**76.6**	**92.0**	**182.6**	**250.1**	**306.7**
매출총이익률 (%)	72.9	71.8	77.1	76.0	76.0
영업이익률 (%)	35.3	36.0	41.5	40.0	40.0
EBITDA 마진률 (%)	39.9	39.9	44.4	42.5	42.2
세전이익률 (%)	38.6	33.1	44.3	46.5	45.4
지배주주순이익률 (%)	29.3	26.3	33.4	35.7	34.9
ROA (%)	15.1	13.2	19.3	21.4	21.1
ROE (%)	19.7	18.9	29.2	30.1	27.8
ROIC (%)	27.1	35.0	49.8	53.4	59.1

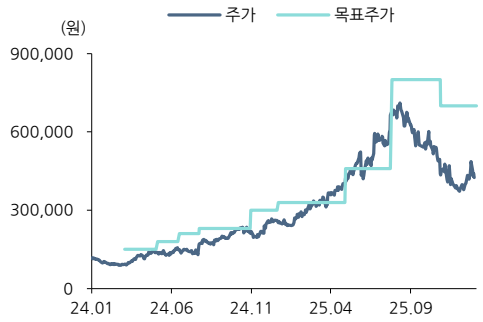
현금흐름표

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	**64.9**	**138.1**	**147.0**	**238.6**	**291.5**
당기순이익(손실)	77.3	88.9	181.0	260.6	319.5
현금수익비용가감	27.8	61.0	47.8	7.2	6.7
유형자산감가상각비	8.4	9.8	11.6	13.6	15.5
무형자산상각비	3.5	3.8	4.3	3.9	3.7
기타현금수익비용	6.2	28.9	21.2	-10.3	-12.6
운전자본 증감	-30.7	0.4	-50.5	-29.1	-34.6
매출채권의 감소(증가)	-0.3	-5.2	-41.6	-21.3	-25.6
재고자산의 감소(증가)	-28.2	-11.9	-18.5	-18.9	-22.7
매입채무의 증가(감소)	-0.3	15.9	11.7	13.6	16.4
기타영업현금흐름	-1.9	1.6	-2.2	-2.6	-2.7
투자활동 현금흐름	**-44.7**	**-225.5**	**-116.0**	**-54.4**	**-64.0**
유형자산 처분(취득)	-12.0	-36.4	-29.5	-35.1	-44.0
무형자산 감소(증가)	-0.6	-2.3	-5.5	-2.8	-2.8
투자자산 감소(증가)	-22.1	-172.4	-74.5	-15.4	-16.1
기타투자활동	-9.9	-14.5	-6.5	-1.1	-1.1
재무활동 현금흐름	**-26.0**	**182.6**	**-14.7**	**-8.0**	**-8.6**
차입금의 증가(감소)	-34.0	8.3	-2.8	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	-7.2	-10.1	-13.4	-8.0	-8.6
배당금 지급	-7.5	-10.1	13.4	8.0	8.6
기타재무활동	15.2	184.4	1.5	0.0	0.0
현금의 증감	**-5.7**	**98.1**	**15.0**	**176.3**	**219.0**
기초현금	72.9	67.2	165.3	180.3	356.6
기말현금	67.2	165.3	180.3	356.6	575.5

주요투자지표

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
투자지표 (배)					
P/E	14.8	30.6	23.8	17.3	14.1
P/B	2.6	5.7	6.8	5.1	3.9
EV/EBITDA	9.9	18.3	16.8	13.1	9.9
P/S	4.3	8.8	8.9	6.9	5.5
배당수익률 (%)	0.9	0.4	0.2	0.2	0.2
성장성 (%)					
매출액 증가율	34.0	34.1	56.3	28.1	25.5
영업이익 증가율	40.0	36.6	80.3	23.4	25.5
세전이익 증가율	86.3	15.0	109.2	34.4	22.6
지배주주순이익 증가율	88.7	20.2	98.3	37.0	22.6
EPS 증가율	84.8	15.5	106.6	37.1	22.7
안정성 (%)					
부채비율	15.8	50.3	40.7	32.1	26.0
유동비율	389.2	669.6	793.1	901.5	1,003.0
순차입금/자기자본	-20.8	-34.6	-37.1	-47.2	-54.3
영업이익/금융비용	30.9	27.2	22.7	29.3	36.8
총차입금 (십억원)	35.1	213.6	216.2	216.2	216.2
순차입금 (십억원)	-96.3	-197.1	-274.0	-462.8	-694.9
주당지표 (원)					
EPS	7,417	8,568	17,697	24,270	29,782
BPS	41,966	46,161	61,503	82,438	108,217
SPS	25,291	29,962	47,304	60,620	76,069
DPS	950	1,100	700	750	750

파마리서치 목표주가 추이 및 투자의견 변동내역



일시	투자의견	목표가격	목표가격 대상 시 시점	괴리율(%)	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2025-02-10	Buy	330,000	1년	0.5	21.7
2025-05-13	Buy	460,000	1년	9.6	32.2
2025-08-08	Buy	800,000	1년	-24.6	-11.1
2025-10-13	Buy	800,000	1년	-32.6	-24.8
2025-11-11	Buy	700,000	1년	-40.0	-30.5
2026-01-19	Buy	730,000	1년		

Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:하태기)
- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.
- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급

구분	투자의견 기준 및 기간	투자등급	투자의견 비율	비고	구분	투자의견 기준 및 기간	투자등급	투자의견 비율	비고
산업 (Industry)	**투자등급 3단계** 향후 12 개월 시장대비 상대수익률	Overweight (비중확대)	84.6%	시가총액 대비 비중확대	기업 (Company)	**투자등급 3단계** 향후 12 개월 절대수익률	BUY	92.5%	절대수익률 15% 초과
		Neutral (중립)	15.4%	시가총액 수준 유지			HOLD	7.5%	절대수익률 +15%~ -15%
		Underweight (비중축소)	0.0%	시가총액 대비 비중축소			SELL	0.0%	절대수익률 -15% 초과
			합계 100%					합계 100%	